



universität  
wien

# DISSERTATION

Titel der Dissertation

**„Publizitätsvorschriften an der Börse im  
internationalen Vergleich**

**Eine rechtsvergleichende Untersuchung der österreichischen, deutschen  
und britischen Rechtsnormen unter besonderer Berücksichtigung der  
rechtlichen Auswirkungen einer Nichteinhaltung“**

Verfasser

Mag. iur Christian Hafner

angestrebter akademischer Grad

Doktor der Rechtswissenschaften (Dr. iur)

Wien, im Februar 2011

Studienkennzahl lt. Studienblatt: A 083 101

Dissertationsgebiet lt. Studienblatt: Rechtswissenschaften

Betreuer: o. Univ.-Prof. Dr. Josef Aicher



## **Für meine Eltern Brigitte und Franz**

Ich bedanke mich bei Herrn o. Univ.-Prof. Dr. Josef Aicher und Herrn o. Univ.-Prof. Dr. Manfred Straube für die Betreuung und die Anregungen im Rahmen meiner Dissertation, welche zu einer ständigen Verbesserung der Arbeit beigetragen haben.

Ich möchte mich auch bei meiner gesamten Familie, meiner Lebensgefährtin Kristina, Herrn RA Dr. Franz Guggenberger sowie allen Freundinnen und Freunden für das entgegengebrachte Verständnis, die Geduld, die Unterstützung und die Hilfestellungen noch einmal recht herzlich bedanken. Ohne sie wäre die Dissertation in dieser Form nicht zustande gekommen.



# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis .....	XIII
I. Einleitung .....	1
A. Warum dieses Thema? .....	1
B. Grundlagen des Rechtsvergleiches.....	1
C. Ziel der Untersuchung.....	3
D. Gang der Untersuchung.....	3
II. Kapitalmarktrecht.....	5
A. Allgemeines.....	5
1. Einführung.....	5
2. Begriff .....	5
a) Primärmarkt.....	6
b) Sekundärmarkt .....	6
3. Regelungsbereiche .....	6
a) Marktorganisationsrecht.....	6
b) Marktverhaltensrecht.....	7
c) Marktaufsichtsrecht.....	7
B. Österreichisches Kapitalmarktrecht .....	7
C. Europäisches Kapitalmarktrecht .....	7
1. Grundlagen .....	7
a) Primärrecht .....	8
b) Sekundärrecht.....	8
2. Aktuelles.....	9
D. Internationales Kapitalmarktrecht .....	10
III. Börsemarkt in Österreich .....	10
A. Wiener Börse - Allgemein.....	10
1. Einleitung .....	10
2. Geschichte .....	11
B. Märkte an der Wiener Börse .....	11
1. Amtlicher Handel .....	11
2. Geregelter Freiverkehr .....	12
3. Ungeregelter Dritter Markt.....	12
C. Marktsegmentierung an der Wiener Börse.....	12
1. Prime Market.....	12

2.	Mid Market.....	13
3.	Standard Market .....	14
IV.	Publizität an der Börse .....	14
A.	Allgemeines.....	14
B.	Publizitätsbestimmungen: Gesellschaftsrecht oder Verwaltungsrecht .....	15
C.	Anwendbarkeit des IPRG.....	17
V.	Publizitätsvorschriften in Österreich .....	19
A.	Einleitung .....	19
B.	Regelpublizität .....	20
1.	Allgemeines.....	20
2.	Jahresabschluss und Jahresfinanzbericht .....	21
3.	Zwischenberichte .....	24
a)	Quartalsberichte / Zwischenmitteilungen.....	24
b)	Halbjahresfinanzberichte.....	24
c)	Regelwerk Prime Market .....	25
4.	Sanktionen.....	25
C.	Beteiligungspublizität.....	25
1.	Allgemeines.....	25
2.	Anwendungsbereich .....	27
3.	Normadressaten .....	27
a)	Erwerber/Veräußerer .....	27
b)	Emittent .....	28
c)	Sonderfall: Market Maker .....	28
4.	Schwellenwerte .....	29
5.	Offenlegungspflichtige Vorgänge .....	30
6.	Stimmrechtszurechnung .....	31
7.	Frist und Inhalt der Offenlegung.....	32
a)	Mitteilung gem § 91 BörseG.....	33
b)	Mitteilung gem § 92 BörseG.....	34
8.	Befreiung von der Offenlegungspflicht.....	34
9.	Offenlegungspflicht des Emittenten.....	34
a)	Stimmrechte und Kapital.....	35
b)	Beteiligungsmeldungen .....	35
c)	Eigene Aktien.....	35
d)	Sonstige Offenlegungspflichten .....	36

10.	§ 86 Abs 1 BörseG .....	36
11.	Sanktionen .....	36
D.	Directors' Dealings .....	36
1.	Allgemeines.....	36
2.	§ 48d Abs 4 BörseG .....	37
a)	Anwendungsbereich .....	37
b)	Normadressaten .....	37
c)	Offenlegungspflicht.....	38
d)	Schwellenwert .....	38
e)	Zurechnungstatbestände .....	38
f)	Zeitpunkt und Inhalt der Mitteilung .....	38
3.	Sanktionen .....	39
E.	Ad-hoc-Publizität .....	39
1.	Allgemeines.....	39
a)	Rechtsgrundlage .....	39
b)	Entstehung.....	40
2.	Zweck.....	42
3.	§ 48d BörseG – Tatbestandsmerkmale.....	43
a)	Anwendungsbereich .....	43
(1)	Sachlicher Anwendungsbereich .....	44
(2)	Persönlicher Anwendungsbereich .....	44
b)	Publizitätspflichtige Tatsachen - Insiderinformation .....	44
c)	Aufschieben der Veröffentlichungspflicht .....	46
d)	Qualifikation und Kursrelevanz der Insiderinformation .....	48
e)	Eignung zur Kursbeeinflussung .....	50
4.	Neuerungen im Regelwerk der Wiener Börse.....	51
5.	§ 86 Abs 1 BörseG .....	52
6.	Sanktionen.....	52
VI.	Folgen der Verletzung der Publizitätsvorschriften in Österreich.....	52
A.	Einleitung .....	52
B.	Verletzung der Vorschriften über die Regelpublizität .....	53
1.	Allgemeines.....	53
2.	Folgen.....	53
a)	Unternehmensrechtliche Sanktionen.....	53
(1)	§ 282 UGB – Prüfungspflicht des Firmenbuchgerichtes .....	53

(2)	§ 283 UGB - Zwangsstrafen.....	54
(3)	Firmenbuchgesetz.....	55
b)	Verwaltungsrechtliche Sanktionen.....	55
c)	Zivilrechtliche Sanktionen .....	56
d)	Strafrechtliche Sanktionen .....	56
C.	Verletzung der Vorschriften über die Beteiligungspublizität .....	57
1.	Allgemeines.....	57
2.	Folgen.....	57
a)	Verwaltungsrechtliche Sanktionen.....	57
b)	Zivilrechtliche Sanktionen .....	60
(1)	Haftung des Emittenten.....	61
(2)	Haftung der Aktionäre.....	62
(3)	Haftung anderer Personen .....	63
c)	Strafrechtliche Sanktionen .....	63
D.	Verletzung der Vorschriften über Directors' Dealings .....	63
1.	Allgemeines.....	63
2.	Folgen.....	64
a)	Verwaltungsrechtliche Sanktionen.....	64
b)	Zivilrechtliche Sanktionen .....	65
E.	Verletzung der Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität .....	65
1.	Allgemeines.....	65
2.	Folgen.....	66
a)	Verwaltungsrechtliche Sanktionen.....	66
b)	Strafrechtliche Sanktionen .....	68
c)	Zivilrechtliche Sanktionen .....	68
(1)	Anspruchsberechtigte .....	68
(2)	Anspruchsgegner .....	70
(3)	Schaden .....	70
(4)	Kausalität.....	71
(5)	Rechtswidrigkeit.....	73
(a)	Deliktischer Schadenersatz .....	73
(b)	Verletzung eines Schutzgesetzes.....	73
(c)	Verletzung eines Sonderverhältnisses .....	74
(6)	Verschulden.....	74
VII.	RECHTSVERGLEICH: Publizitätsvorschriften in Deutschland .....	75

A.	Einleitung .....	75
B.	Regelpublizität .....	76
1.	Allgemeines.....	76
2.	Jahresabschluss.....	76
3.	Jahresfinanzbericht.....	77
4.	Zwischenberichte .....	78
a)	Halbjahresfinanzberichte.....	79
b)	Quartalsfinanzberichte / Zwischenmitteilungen.....	79
5.	Ausnahmen.....	79
6.	Sanktionen.....	79
C.	Beteiligungspublizität.....	80
1.	Allgemeines.....	80
2.	Entstehungsgeschichte .....	80
3.	Regelungszweck.....	82
4.	Verhältnis zur Ad-hoc-Publizität .....	82
5.	§ 21 WpHG – Mitteilungspflichten des Meldepflichtigen.....	83
a)	Allgemeines.....	83
b)	Voraussetzungen .....	83
(1)	Normadressat.....	83
(2)	Beteiligungsdauer.....	84
(3)	Schwellenwerte .....	84
(4)	Erreichen, Über- oder Unterschreiten der Schwellenwerte.....	85
(5)	Erwerb und Veräußerung .....	85
(6)	Begriff des Emittenten .....	86
c)	Mitteilungspflichten der involvierten Personen .....	86
(1)	Inhalt.....	87
(2)	Form .....	87
(3)	Frist.....	87
6.	§ 22 WpHG – Zurechnung von Stimmrechten.....	88
a)	Allgemeines.....	88
b)	Grundsatz der mehrfachen Zurechnung .....	88
c)	Grundsatz der Kettenzurechnung .....	89
d)	Tatbestände.....	89
7.	§ 23 WpHG - Nichtberücksichtigung von Stimmrechten .....	89
8.	Sanktionen.....	90

D. Directors' Dealings .....	91
1. § 15a WpHG.....	91
a) Allgemeines.....	91
b) Anwendungsbereich .....	91
(1) Persönlicher Anwendungsbereich .....	91
(2) Sachlicher Anwendungsbereich .....	92
c) Frist zur Offenlegung .....	92
d) Bagatellgrenze .....	93
2. Sanktionen .....	93
E. Ad-hoc-Publizität .....	93
1. Allgemeines.....	93
2. Entstehung .....	94
3. Zweck der Ad-hoc-Publizität .....	95
4. Überblick über die wesentlichen Änderungen des § 15 WpHG durch das AnSVG	96
5. Tatbestände.....	97
6. § 15 Abs 1 Satz 1 WpHG – 1. Fall.....	98
a) Inlandsemittent .....	98
b) Finanzinstrumente .....	99
c) Adressat der Norm .....	99
d) Publizitätspflichtige Informationen.....	99
e) Unmittelbarer Emittentenbezug .....	100
(1) Im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetretene Insiderinformation .....	100
(2) Von außen kommende Insiderinformation.....	101
(a) Von außen kommende Insiderinformation ohne unmittelbaren Emittentenbezug:.....	101
(b) Von außen kommende Insiderinformation mit unmittelbarem Emittentenbezug:.....	102
f) Befreiung von der Veröffentlichungspflicht .....	102
7. § 15 Abs 1 Satz 4 und Satz 5 WpHG – 2. Fall.....	102
a) Norm.....	103
b) Adressatenkreis .....	103
c) Begriffsbestimmung .....	103
d) Vertraulichkeitsverpflichtung.....	104
e) Zeitpunkt der Veröffentlichung.....	104
8. § 15 Abs 1 Satz 5 – 3. Fall .....	104

a)	Norm.....	104
b)	Adressatenkreis .....	104
c)	Begriffsbestimmungen .....	105
d)	Vertraulichkeitsverpflichtung.....	105
e)	Zeitpunkt der Veröffentlichung.....	105
9.	Befreiung von der Veröffentlichungspflicht - § 15 Abs 3 WpHG.....	106
a)	Allgemeines.....	106
b)	Befreiungsvoraussetzungen.....	107
(1)	Berechtigte Interessen .....	107
(2)	Keine Irreführung der Öffentlichkeit .....	108
(3)	Gewährleistung der Vertraulichkeit .....	108
c)	Nachholung der Veröffentlichung gem § 15 Abs 3 Satz 2 WpHG.....	109
10.	Veröffentlichung .....	110
a)	Inhalt.....	110
(1)	Zulässige Kennzahlen .....	110
(2)	Unzulässige Angaben.....	111
(3)	Sprache .....	112
b)	Verfahren der Veröffentlichung .....	113
(1)	Allgemeines.....	113
(2)	Unverzüglichkeit .....	113
(3)	Vorabmitteilung .....	114
(a)	Pflicht zur Mitteilung .....	114
(b)	Inhalt der Mitteilung.....	115
(c)	Form und Zeitpunkt der Mitteilung.....	115
(4)	Durchführung der Veröffentlichung.....	116
(5)	Folgepflichten.....	117
11.	Sanktionen .....	117
VIII.	Folgen der Verletzung der Publizitätsvorschriften in Deutschland .....	117
A.	Einleitung .....	117
B.	Verletzung der Vorschriften über die Regelpublizität .....	118
1.	Allgemeines.....	118
2.	Unternehmensrechtliche Sanktionen.....	118
a)	§ 331 dHGB – Unrichtige Darstellung.....	118
b)	§ 334 dHGB – Bußgeldvorschriften.....	119
c)	§ 335 dHGB – Festsetzung von Zwangsgeld.....	119

3.	Verwaltungsrechtliche Sanktionen.....	119
C.	Verletzung der Vorschriften über die Beteiligungspublizität .....	120
1.	Allgemeines.....	120
2.	Verwaltungsrechtliche Sanktionen.....	120
a)	Rechtsverlust .....	120
b)	Bußgeld .....	121
3.	Zivilrechtliche Sanktionen .....	122
4.	Sonstige Rechtsfolgen .....	122
D.	Verletzung der Vorschriften über Directors' Dealings .....	123
1.	Allgemeines.....	123
2.	Verwaltungsrechtliche Sanktionen.....	123
3.	Zivilrechtliche Sanktionen .....	123
a)	Schutzgesetzverletzung .....	123
b)	Nichtigkeit nach § 134 dBGB .....	124
c)	Haftung gem §§ 37b, 37c WpHG.....	124
4.	Strafrechtliche Sanktionen .....	124
E.	Verletzung der Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität .....	125
1.	Allgemeines.....	125
2.	Verwaltungsrechtliche Sanktionen.....	125
3.	Zivilrechtliche Sanktionen .....	126
a)	§ 37b WpHG .....	126
(1)	Berechnung des Ersatzanspruches .....	127
(2)	Kausalität.....	127
(3)	Eigene Beurteilung .....	129
b)	§ 37c WpHG.....	131
IX.	RECHTSVERGLEICH: Publizitätsvorschriften in Großbritannien .....	131
A.	Einführung in das britische Rechtssystem .....	131
1.	Allgemeines.....	131
2.	Das britische Case-Law-System.....	132
3.	Rechtsgrundlagen .....	133
a)	Companies Act 2006 .....	133
b)	Financial Services and Markets Act 2000.....	134
(1)	Entwicklung des britischen Börserechts .....	134
(2)	Der Financial Services and Markets Act 2000 (kurz „FSMA 2000“)......	135
(3)	Disclosure Rules and Transparency Rules .....	136

c)	Listing Rules .....	137
4.	Ein Überblick über die Gesellschaftsformen .....	137
a)	Limited und Unlimited Companies .....	137
b)	Public und private Companies.....	138
5.	Überblick über die generellen Veröffentlichungspflichten bzw –möglichkeiten ..	139
a)	Registrar of Companies .....	139
b)	Veröffentlichung im Amtsblatt .....	139
c)	Veröffentlichung am eigenen Unternehmenssitz .....	139
d)	Anzeigen in verschiedenen Geschäftsunterlagen.....	139
B.	Regelpublizität .....	140
1.	Allgemeines.....	140
a)	Größenklassen .....	140
b)	Börsennotierte und nicht börsennotierte Gesellschaften .....	141
2.	Accounts and Reports.....	141
a)	Jahresabschluss.....	141
b)	Abgabepflichten .....	142
3.	Geschäftsbericht der Direktoren (Vorstand) .....	142
4.	Geschäftsbericht der Abschlussprüfer.....	143
5.	Financial Statements .....	143
6.	Annual return.....	143
7.	Disclosure Rules and Transparency Rules 4: Periodic Financial Reporting.....	144
a)	DTR 4.1. Jährlicher Finanzbericht .....	144
b)	DTR 4.2. Halbjährlicher Finanzbericht.....	144
c)	DTR 4.3. Zwischenmitteilungen/Quartalsberichte (Interim Management Statements).....	144
d)	DTR 4.4. Ausnahmen / Befreiungen .....	145
C.	Beteiligungspublizität.....	145
1.	Allgemeines.....	145
2.	DTR 5: Vote Holder and Issuer Notification Rules .....	145
a)	DTR 5.1.2. - Schwellenwerte .....	145
b)	DTR 5.1.3. – Ausnahmen.....	146
c)	DTR 5.2.1. – Umsetzung von Art 10 Transparenzrichtlinie .....	146
d)	DTR 5.5.1. – Umsetzung von Art 14 Transparenzrichtlinie .....	146
e)	DTR 5.6.1. – Veröffentlichung einer Stimmrechtsveränderung durch den Emittenten .....	146

f)	DTR 5.8.1. – Meldung an den Emittenten .....	147
g)	DTR 5.11. – Emittenten außerhalb der EWR-Staaten .....	147
D.	Directors’ Dealings .....	148
1.	Allgemeines.....	148
2.	DTR 3: Transactions by persons discharging managerial responsibilities and their connected persons .....	148
a)	DTR 3.1.2. - Veröffentlichungspflicht .....	148
b)	DTR 3.1.3. – Inhalt der Veröffentlichungsmeldung .....	149
c)	DTR 3.1.4. – Meldung an das RIS .....	149
E.	Ad-hoc-Publizität .....	149
1.	Allgemeines.....	149
2.	DTR 2: Disclosure and control of inside information by issuers .....	149
a)	DTR 2.2. Veröffentlichung von Insiderinformationen.....	149
b)	DTR 2.3. – Veröffentlichung auf der Website .....	150
c)	DTR 2.5. – Aufschiebung der Veröffentlichungspflicht.....	150
d)	DTR 2.7. – Behandlung von Gerüchten.....	151
e)	DTR 2.8. - Insiderliste.....	151
X.	Folgen der Verletzung der Publizitätsvorschriften in Großbritannien .....	151
A.	Einleitung .....	151
B.	Verletzung der Vorschriften über die Regelpublizität .....	152
1.	Allgemeines.....	152
2.	Verletzung der Vorschriften bzgl des Jahresabschlusses.....	153
3.	Verletzung der Abgabepflichten .....	153
4.	Verletzung beim Directors’ Report .....	154
5.	Verletzung beim Auditors’ Report .....	154
6.	Verletzung der financial statements .....	154
7.	Verletzung bei Erstellung des annual return .....	155
8.	Sonstige Vergehen.....	155
C.	Verletzung der anderen Publizitätsvorschriften .....	155
1.	Allgemeines über Penalties der FSA.....	155
2.	Enforcement Guide (kurz „EG“)... ..	156
3.	Decision Procedure and Penalties Manual (kurz “DEPP”).....	157
a)	Entscheidung, ob eine Maßnahme zu ergreifen ist (DEPP 6.2).....	157
b)	Strafen für Marktmissbrauch (DEPP 6.3) .....	158
c)	Geldstrafe oder öffentliche Rüge (DEPP 6.4).....	158

d)	Berechnung der angemessenen Strafhöhe (DEPP 6.5) .....	159
e)	Strafen bei verspäteten oder unvollständigen Berichtsvorlagen (DEPP 6.6).....	160
f)	Ermäßigung für vorzeitige Abwicklung (DEPP 6.7) .....	160
XI.	Gemeinsamkeiten und Unterschiede: Eine kurze, zusammenfassende Darstellung der Publizitätsvorschriften.....	161
A.	Einleitung .....	161
B.	Regelpublizität .....	161
1.	Publizitätsvorschriften in Österreich .....	161
a)	Allgemeines.....	161
b)	Sanktionen.....	163
2.	Publizitätsvorschriften in Deutschland.....	164
a)	Allgemeines.....	164
b)	Sanktionen.....	165
3.	Publizitätsvorschriften in Großbritannien .....	166
a)	Allgemeines.....	166
b)	Sanktionen.....	167
C.	Beteiligungspublizität.....	168
1.	Publizitätsvorschriften in Österreich .....	168
a)	Allgemeines.....	168
b)	Sanktionen.....	169
2.	Publizitätsvorschriften in Deutschland.....	171
a)	Allgemeines.....	171
b)	Sanktionen.....	172
3.	Publizitätsvorschriften in Großbritannien .....	172
a)	Allgemeines.....	172
b)	Sanktionen.....	173
D.	Directors' Dealings .....	174
1.	Publizitätsvorschriften in Österreich .....	174
a)	Allgemeines.....	174
b)	Sanktionen.....	175
2.	Publizitätsvorschriften in Deutschland.....	176
a)	Allgemeines.....	176
b)	Sanktionen.....	176
3.	Publizitätsvorschriften in Großbritannien .....	177
a)	Allgemeines.....	177

b) Sanktionen.....	177
E. Ad-hoc-Publizität .....	177
1. Publizitätsvorschriften in Österreich .....	177
a) Allgemeines.....	177
b) Sanktionen.....	179
2. Publizitätsvorschriften in Deutschland.....	180
a) Allgemeines.....	180
b) Sanktionen.....	181
3. Publizitätsvorschriften in Großbritannien .....	182
a) Allgemeines.....	182
b) Sanktionen.....	183
XII. Ergebnis des Rechtsvergleiches .....	183
A. Allgemeines.....	183
B. Ergebnis.....	183
1. Regelpublizität .....	183
2. Beteiligungspublizität.....	184
3. Directors' Dealings .....	185
4. Ad-hoc-Publizität .....	185
C. Zusammenfassung der Ergebnisse .....	186
Anhang .....	188
Literaturverzeichnis.....	188
Richtlinien, Gesetze und Verordnungen .....	192
Judikaturverzeichnis.....	199
Sonstiges.....	199
Websites .....	200
Abstract .....	204
Lebenslauf .....	205

## **Abkürzungsverzeichnis**

AB	Ausschussbericht
ABGB	Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch
ABl	Amtsblatt
Abs	Absatz
ADC	Austrian Depositary Certificate
aF	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
AktRÄG	Aktienrechts-Änderungsgesetz
AnSVG	Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes – Anlegerschutz- verbesserungsgesetz
Art	Artikel
ATX	Austrian Traded Index
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BaWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
ber	berichtigt
BG	Bezirksgericht
BGBI	Bundesgesetzblatt
BGH	(deutscher) Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht
BlgNR	Beilage(n) zu den stenographischen Protokollen des Nationalrates
BörseG	Börsegesetz 1989
B-VG	Bundes-Verfassungsgesetz
bzgl	bezüglich
bzw	beziehungsweise
ca	circa (ungefähr)
CA	Companies Act 1985, 2006
CEE	Central Eastern Europe
CESR	Committee of European Securities Regulators
CMC	Capital Market Coach
d	deutsch (vor einer anderen Abkürzung)
dAktG	deutsches Aktiengesetz

dBGB	deutsches Bürgerliches Gesetzbuch
dBörsG	deutsches Börsengesetz
DEPP	Decision Procedure and Penalties Manual
dGmbHG	deutsches GmbH-Gesetz
dh	das heißt
dHGB	deutsches Handelsgesetzbuch
ds	das sind
DTR	Disclosure Rules and Transparency Rules
dZPO	deutsche Zivilprozessordnung
ecolex	Fachzeitschrift für Wirtschaftsrecht
EEA	European Economic Area
EG	Enforcement Guide
EG	Europäische Gemeinschaft
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EG-Vertrag)
ErlRV	Erläuterungen zur Regierungsvorlage
etc	et cetera
EU	Europäische Union
EUGesRÄG	Gesellschaftsrechtsänderungsgesetz der EU
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f	und der, die folgende
FBG	Firmenbuchgesetz
ff	und der, die folgenden
FFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FMA	Finanzmarktaufsicht
FMAG	Finanzmarktaufsichtsgesetz
Fn	Fußnote
FSA	Financial Services Authority
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000
FWBO	Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse
GATS	General Agreement on Trade in Services
gem	gemäß
GeS	Gesellschafts- und Steuerrecht (Zeitschrift)
GesRZ	Der Gesellschafter (Zeitschrift)

GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz über Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GP	Gesetzgebungsperiode
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
Hrsg	Herausgeber
IAS	International Accounting Standards
idR	in der Regel
idF	in der Fassung
IFRS	International Financial Reporting Standards
iHv	in Höhe von
IPO	Initial Public Offering
IPR	Internationales Privatrecht
IPRG	Gesetz über das internationale Privatrecht
IR	Investor Relations
iSv	im Sinn von
iVm	in Verbindung mit
KMG	Kapitalmarktgesetz
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
leg cit	legis citatae (der zitierten Vorschrift)
LG	Landesgericht
lit	litera (Buchstabe)
LR	Listing Rules
mE	meines Erachtens
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (Finanzmarktrichtlinie)
mMn	meiner Meinung nach
MTF	Multilateral Trading Facility
mwA	mit weiteren Ausführungen
mwN	mit weiteren Nachweisen
mWv	mit Wirkung vom
NN	nomen nescio
Nr	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
oä	oder ähnliche(s)
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv (Zeitschrift)

OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OGH	Oberster Gerichtshof
ÖJZ	Österreichische Juristenzeitung (Zeitschrift)
OLG	Oberlandesgericht
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
Pkt	Punkt
PublG	Publizitätsgesetz
RdW	Das Recht der Wirtschaft (Zeitschrift)
RGBI	Reichsgesetzblatt
RIS	Regulatory Information Service
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
RL	Richtlinie der EU
RV	Regierungsvorlage
RWZ	Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen
Rz	Randziffer (Randzahl)
S	Seite(n)
Sec	Section (englisch Paragraph)
SIB	Securities and Investment Board
Slg	Sammlung
sog	so genannt, -e, -er, -es
SRO	Self-Regulation Organization
TranspRLDV	Transparenzrichtlinie-Durchführungsverordnung
TransV	Transparenz-Verordnung
TUG	Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz
ua	unter anderem, und andere, -s
uä	und ähnliche(s)
ÜbG	Übernahmegesetz
UGB	Unternehmensgesetzbuch
UK	United Kingdom
UKLA	UK Listing Authority
usw	und so weiter
vgl	vergleiche
VMV	Veröffentlichungs- und Meldeverordnung
VO	Verordnung
VStG	Verwaltungsstrafgesetz

WAG	Wertpapieraufsichtsgesetz
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WTO	World Trading Organization
Z	Zahl, Ziffer
zB	zum Beispiel
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZfRV	Zeitschrift für Rechtsvergleichung, Internationales Privatrecht und Europarecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zw	zwischen



# **I. Einleitung**

## ***A. Warum dieses Thema?***

Die Jahre 2007 und 2008 waren sehr turbulente Jahre am weltweiten Aktienmarkt. Im „Sog“ der US-Subprime-Krise sind die Kurse massiv gefallen. Viele Anleger verloren einiges von ihrem investierten Kapital. Doch damit nicht genug, weitete sich die Krise zu einer weltweiten Finanzkrise aus. Zunächst stieg die Inflation und alles wurde teurer, um danach viele Industriestaaten in einen Konjunkturabschwung – ja sogar in eine Rezession zu stürzen. Banken wurden insolvent und/oder benötigten staatliche Hilfe. Unzählige Milliarden Euro wurden durch sog „Konjunkturpakete“ und „Finanzpakete“ in die Märkte „gepumpt“, um das Finanzsystem am Leben zu erhalten und eine Rezession abzumildern bzw zu verhindern. Die Rufe der geschädigten Anleger nach Vergeltung wurden immer lauter und Rechtsanwälte brachten eine Reihe von Klagen ein, da ihrer Meinung nach ua die Publizitätsvorschriften an der Börse verletzt wurden.

Diese Dissertation beschäftigt sich daher aus aktuellem Anlass mit den internationalen Kapitalmärkten sowie den internationalen Börsen. Da dies aufgrund der unüberschaubar großen Fülle an Regelungen – vor allem international betrachtet – den Rahmen einer Dissertation bei weitem sprengen würde, habe ich mir zum Ziel gesetzt, einen Teilbereich des Kapitalmarktes herauszunehmen und rechtsvergleichend zu erforschen, nämlich die vorhin angesprochenen Publizitätsvorschriften an der Börse. Diese Dissertation wurde im Wesentlichen mit Literatur- und Gesetzesstand zum 30.04.2010 abgeschlossen. Der Autor behielt sich jedoch vor, einzelne, für die Dissertation bedeutende Neuerungen einzuarbeiten.

## ***B. Grundlagen des Rechtsvergleiches***

Da wir in einer Welt leben, die von Globalisierung geprägt ist, erforsche ich nicht nur die österreichischen Regelungen, sondern werde im Rahmen eines Rechtsvergleiches auch die jeweiligen Publizitätsvorschriften in Deutschland und in Großbritannien darstellen. Ich habe mich dazu entschlossen, einen Rechtsvergleich anzustellen, da ich finde, dass es wichtig ist, in einem Bereich wie dem Kapitalmarktrecht, auch über den österreichischen „Tellerrand“ zu blicken und die Rechtsordnungen anderer europäischer Länder zu untersuchen. Daher halte ich mich an den Ausspruch von *Schulze*, welcher Folgendes sagt: „Juristische Arbeit schließt

stets den Vergleich ein.“<sup>1</sup> Die Methode der vergleichenden Betrachtung ist besonders im Gesellschaftsrecht ein unumgängliches Untersuchungsinstrument.<sup>2</sup>

Das Gesellschaftsrecht, als wichtiger Bereich des Wirtschaftsrechts, ist in einem besonders hohen Maß von der europarechtlichen Entwicklung berührt. Daher ist es auch wichtig, die europarechtlichen „Vorgaben“ an das österreichische Recht in diese Untersuchung einzubeziehen.

Ich sehe den Rechtsvergleich als eine faszinierende, gleichzeitig aber auch als eine schwierige Aufgabe, denn die Gegenüberstellung der Normen verschiedener Länder erfordert mehr als die bloße Kenntnis darüber. Vielmehr muss man zusätzlich zur Norm die Motive, den Anlass für die Regelung und deren Zweck kennen. Nicht umsonst wird Rechtsvergleichung auch als Kulturvergleichung angesehen.<sup>3</sup>

Rechtsvergleichung ist die „übernationale Beschäftigung mit nationalen Rechten“. Dabei unterscheidet man die Makro- und die Mikrovergleichung. Im Rahmen der Makrovergleichung werden „strukturelle Eigenheiten von Rechtssystemen bzw Rechtskreisen zueinander in Beziehung gesetzt.“ Die Mikrovergleichung hingegen untersucht die „Wirkungsweisen analoger Rechtsinstitute in ihren jeweiligen Rechtsordnungen.“<sup>4</sup>

Diese Dissertation verwendet das Instrument der Mikrovergleichung, da „relativ eng umgrenzte, konkrete Details eines Rechtssystems mit Details eines anderen Rechts verglichen werden.“<sup>5</sup>

Die Wichtigkeit des Rechtsvergleichs, auch in Österreich, sieht man darin, dass der OGH in seinen Entscheidungen zwischen 1952 und 1998 den BGH 550 Mal zitiert hat.<sup>6</sup> Deshalb ist es auch nahe liegend, dass das deutsche Recht Teil meines Rechtsvergleiches ist, denn das österreichische Recht ist besonders im Gesellschaftsrecht eng mit dem deutschen Recht verbunden. Dies zeigt sich beispielsweise besonders darin, dass das dAktG aus 1937 nur ein Jahr später in

---

<sup>1</sup> Schulze, Vergleichende Gesetzesauslegung und Rechtsangleichung, ZfRV 1997, 183.

<sup>2</sup> MwN Kalss/Burger/Eckert, Die Entwicklung des österreichischen Aktienrechts (2003) 24.

<sup>3</sup> MwN Kalss/Burger/Eckert, Die Entwicklung des österreichischen Aktienrechts, 25.

<sup>4</sup> Mänhardt/Posch, Internationales Privatrecht, Privatrechtsvergleichung, Einheitsprivatrecht – Eine Einführung in die internationalen Dimensionen des Privatrechts (1994) 96, 103 ff.

<sup>5</sup> Mänhardt/Posch, Internationales Privatrecht, 104.

<sup>6</sup> Koziol in Canaris, 50 Jahre Bundesgerichtshof (2000) 943.

Österreich eingeführt wurde und das dGmbHG Auslöser und Vorbild für die Regelung der GmbH in Österreich war.<sup>7</sup>

Trotz merkbarer Annäherung aufgrund europarechtlicher Vorgaben stellt es eine besondere Herausforderung dar, zusätzlich das englische Rechtssystem mit den dort anwendbaren Publizitätsvorschriften darzustellen, da dies ein dem Kontinentaleuropa verschiedenes Rechtssystem ist, weil es einem anderen Rechtskreis angehört. Das österreichische Rechtssystem ist sowohl vom germanischen als auch vom romanischen Rechtskreis beeinflusst, das englische hingegen gehört dem angloamerikanischen Rechtskreis an.<sup>8</sup>

Ziel dieser Dissertation ist es, folgende Publizitätsarten rechtsvergleichend zu behandeln: Die Regelpublizität, die Beteiligungspublizität, Directors' Dealings und die Ad-hoc-Publizität. Dabei möchte ich die Ad-hoc-Publizität besonders hervorheben, da dieser eine immer größer werdende Bedeutung zukommt. Im Anschluss an die Ausführungen zur jeweiligen Publizitätsart werden die Folgen einer Verletzung der einzelnen Publizitätsarten dargestellt.

### ***C. Ziel der Untersuchung***

Bisher gab es – soweit bekannt – keine Untersuchungen, welche rechtsvergleichend die österreichischen, deutschen und britischen Publizitätsvorschriften, insbesondere die Regel-, Beteiligungspublizität, Directors' Dealings sowie die Ad-hoc-Publizität und die Folgen deren Verletzung behandelt hätten. Ziel dieser Untersuchung ist es, die verschiedenen Publizitätsarten systematisch, aber komprimiert darzustellen, um eine bessere Vergleichsmöglichkeit zu bieten. In derselben Art und Weise werden die Folgen einer Nichteinhaltung der jeweiligen Publizitätsart aufbereitet. Besonderes Augenmerk wird auf die Vorgaben der Europäischen Union und deren Umsetzung in den jeweiligen Ländern gelegt.

### ***D. Gang der Untersuchung***

Nach einer Einleitung handelt das zweite Kapitel vom Kapitalmarktrecht an sich. Nach einem allgemeinen Teil werden die österreichischen, europäischen und internationalen Grundlagen dargestellt. Das dritte Kapitel handelt vom Börsemarkt in Österreich. Es wird die Wiener Börse mit ihren verschiedenen Märkten und Marktsegmentierungen anschaulich beschrieben.

---

<sup>7</sup> Kalss/Burger/Eckert, Die Entwicklung des österreichischen Aktienrechts, 26.

<sup>8</sup> Zweigert/Kötz, Einführung in die Rechtsvergleichung auf dem Gebiete des Privatrechts<sup>3</sup> (1996) 156 ff, 177 ff.

Der vierte Teil behandelt die Publizität an der Börse an sich und klärt insbesondere die Fragen, ob es sich dabei um Normen des Verwaltungsrechts oder Gesellschaftsrechts handelt und ob das Internationale Privatrechtsgesetz anwendbar ist.

Das fünfte Kapitel widmet sich den österreichischen Publizitätsvorschriften. Dabei werden die Regelpublizität, die Beteiligungspublizität, Directors' Dealings und die Ad-hoc-Publizität in dieser Reihenfolge dargestellt. Das sechste Kapitel behandelt die Folgen einer Publizitätspflichtverletzung in derselben Reihenfolge. Das siebente und achte Kapitel handelt von den deutschen Publizitätsvorschriften und den Folgen ihrer Verletzung und die Kapitel neun und zehn von den britischen Vorschriften und deren Verletzung. Der Aufbau der jeweiligen Kapitel ist somit immer gleich, um eine optimale Vergleichsmöglichkeit bieten zu können.

Abschließend werden in einer Zusammenfassung die Gemeinsamkeiten und groben Unterschiede zwischen den einzelnen länderspezifischen Vorschriften angeführt, um eine bessere Übersichtlichkeit zu erreichen und schließlich jene Rechtsordnung als Ergebnis des Rechtsvergleiches ausgewählt, die in ihrer Gesamtheit gesehen, die besten Regelungen bezüglich der Publizitätsvorschriften aufweist.

Da die Darstellung der Publizitätsvorschriften eines Landes schon sehr umfangreich wäre, war es bei der Untersuchung der Rechtsnormen dreier Länder in diesem Bereich nicht möglich, dieselbe juristische Tiefe zu erreichen, die man zu erreichen im Stande ist, wenn man nur eine bestimmte Publizitätsart bzw die Publizitätsvorschriften nur eines Landes behandeln würde. Nichtsdestotrotz bin ich der festen Überzeugung, dass die vorliegende Darstellung einen übersichtlichen und kompakten Überblick bietet und vor allem der Praxis sehr dienlich sein kann.

## II. Kapitalmarktrecht

### A. Allgemeines

#### 1. Einführung

Dieses Kapitel soll als Einstieg in die Dissertation eine Einführung in das Kapitalmarktrecht bieten und einen Überblick über dieses umfassende Rechtsgebiet geben.

Aufgrund des großen Umfangs ist es nicht möglich sehr ins Detail zu gehen. Sollte daher ein tiefergehendes Interesse an der Materie bestehen, wird auf die zitierten Quellenangaben verwiesen.

#### 2. Begriff

Das Kapitalmarktrecht ist ein Rechtsgebiet, welches sich aufgrund seiner Struktur, seiner Einordnung in verschiedene Gesetz usw., nicht klar abgrenzen lässt. Es umfasst alle Regeln, die in einer Beziehung zum Kapitalmarkt stehen und ihn mittelbar oder unmittelbar beeinflussen. *Elster* beschreibt das Kapitalmarktrecht als „die Gesamtheit der Grundsätze und Normen, die sich mit dem öffentlichen Vertrieb und Umlauf dieser Kapitalmarktpapiere beschäftigen, um den Schutz der Anleger und den Funktionsschutz des Kapitalmarktes zu gewährleisten.“<sup>9</sup> Konkret ist das Kapitalmarktrecht eine Regelungsmaterie, „die den wirtschaftlichen Tatbestand der Versorgung von Unternehmen mit Eigen- oder längerfristigem Fremdkapital normiert, grundsätzlich ohne nach der Rechtsform der beteiligten Unternehmen oder nach der spezifischen Art des Finanzierungsinstruments und der Finanzierung zu differenzieren.“<sup>10</sup>

Den Oberbegriff bilden die Finanzmärkte. Diese werden unterteilt in den Geldmarkt und den Kapitalmarkt.<sup>11</sup> Der Kapitalmarkt dient der mittel- und längerfristigen Anlage von Geldmittel. Kurzfristige Einlagen werden dem Geldmarkt hinzugerechnet, wobei die Festsetzung der Zeitdauer oft variieren und daher nicht exakt festgesetzt werden kann.<sup>12</sup>

---

<sup>9</sup> MwN *Elster*, Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Sekundärmarktes (2002) 2.

<sup>10</sup> MwN *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I (2005) § 1 Rz 12.

<sup>11</sup> *Kümpel*, Kapitalmarktrecht – Eine Einführung, (1995) 13.

<sup>12</sup> Vgl *Elster*, Europäisches Kapitalmarktrecht, 1.

Das Kapitalmarktrecht wird in einem starken Ausmaß vom öffentlichen Recht geprägt. Dies hängt damit zusammen, dass die Börsen Anstalten des öffentlichen Rechts sind und die Aufsicht über die Märkte durch staatliche Behörden ausgeübt wird.<sup>13</sup>

Der Kapitalmarkt wird unterteilt in den Primärmarkt (Emissionsmarkt) und den Sekundärmarkt (Zirkulationsmarkt):<sup>14</sup>

a) Primärmarkt

Dies ist jener Markt, in dem die erstmalige Emission von Wertpapieren geschieht, wie zB bei der Gründung einer Aktiengesellschaft, einer Kapitalerhöhung oder durch Auflegung einer Anleihe. Im Vordergrund steht hierbei das Verhältnis zwischen Emittent und Anleger. Das erstmalige Anbieten von Kapitalanlagen auf dem Kapitalmarkt wird als „Initial Public Offering“ (kurz IPO) bezeichnet. Ein späteres oder nochmaliges öffentliches Anbieten von bereits ausgegebenen Kapitalanlagen wird „Secondary Public Offering“ genannt.

b) Sekundärmarkt

Im Sekundärmarkt hingegen steht der nachfolgende Handel der Anleger mit bereits emittierten Wertpapieren im Vordergrund, also das Verhältnis zwischen den Anlegern untereinander.

### 3. Regelungsbereiche

Das Kapitalmarktrecht erfasst drei große Regelungsbereiche<sup>15</sup>:

a) Marktorganisationsrecht

Das Marktorganisationsrecht regelt die Struktur der Marktteilnehmer oder auch die Struktur und den Inhalt der am Markt gehandelten Produkte.

---

<sup>13</sup> *Kümpel*, Kapitalmarktrecht, 84; vgl Finanzmarktaufsichtsgesetz (FMAG), BGBl. I Nr. 97/2001 zuletzt geändert durch BGBl. I Nr. 45/2002, Artikel I § 1 Abs 1.

<sup>14</sup> *Elster*, Europäisches Kapitalmarktrecht, 3; mWn *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 1 Rz 12.

<sup>15</sup> *Müllbert*, Konzeption des europäischen Kapitalmarktrechts für Wertpapierdienstleistungen, WM 2001, 2085 (2087).

## b) Marktverhaltensrecht

Es regelt das Verhalten der Marktteilnehmer am Markt, insbesondere die transaktionsbezogenen Verhaltenspflichten und die allgemeinen Verhaltensregelungen, unabhängig von einer bestimmten Transaktion, wie zB die Informationspflichten.

## c) Marktaufsichtsrecht

Dies ist ein verfahrensbezogenes Aufsichtsrecht, wonach Marktteilnehmer und ihr Verhalten beaufsichtigt werden. Das Marktorganisationsrecht und das Marktaufsichtsrecht bilden das so genannte materielle Kapitalmarktrecht.<sup>16</sup>

## ***B. Österreichisches Kapitalmarktrecht***

Grundsätzlich ist zu erwähnen, dass das Geld-, Kredit-, Börse- und Bankwesen gem Art 10 Abs 1 Z 5 B-VG in die Gesetzgebungs- und Vollziehungskompetenz des Bundes fallen. Gem Art 102 Abs 2 B-VG werden die Angelegenheiten des Kapitalmarktrechts in unmittelbarer Bundesverwaltung geführt.

Das österreichische Kapitalmarktrecht ist nicht in einem einzigen Gesetz zusammengefasst, sondern setzt sich aus mehreren Einzelgesetzen zusammen.<sup>17</sup> Diese Gesetze umfassen das Kapitalmarktrecht nicht zur Gänze. Vielmehr findet man in anliegenden bzw „verwandten“ Rechtsbereichen wichtige Stützen des Kapitalmarktrechts.<sup>18</sup>

## ***C. Europäisches Kapitalmarktrecht***

### **1. Grundlagen**

Die Erreichung eines europäischen Kapitalmarktrechts stellt eines der wesentlichsten Ziele zur Verwirklichung eines europäischen Binnenmarktes (Art 95 EGV) dar. Die Europäische

---

<sup>16</sup> Mülbart, Konzeption des europäischen Kapitalmarktrechts für Wertpapierdienstleistungen, WM 2001, 2085 (2087).

<sup>17</sup> Vgl BörseG 1989, BGBl.Nr. 555/1989 zuletzt geändert durch BGBl. I Nr. 60/2007; KMG 1991, BGBl.Nr. 625/1991 zuletzt geändert durch BGBl. I Nr. 78/2005; WAG 2007, BGBl. I Nr. 60/2007; ÜbG 1998, BGBl. I Nr. 127/1998; FMAG 2001, BGBl. I Nr. 97/2001; AktG, BGBl.Nr. 98/1965; ua für den Erwerb und die Veräußerung eigener Aktien.

<sup>18</sup> Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 1 Rz 80 ff.

Union (EU) (und vormals die Europäische Gemeinschaft – EG) arbeitet schon seit den 1960er-Jahren auf ein einheitliches, Europa übergreifendes Kapitalmarktrecht hin.<sup>19</sup>

Nunmehr ist der europäische Einfluss so groß wie selten zuvor und das europäische Kapitalmarktrecht wurde aufgrund zahlreicher Richtlinien immer mehr vereinheitlicht. Die Ziele dieser Rechtsetzungstätigkeit waren vor allem die Angleichung nationaler Rechtsvorschriften sowie der Anlegerschutz. Die EG hat sich bisher auf das Setzen von Mindeststandards beschränkt.

#### a) Primärrecht

Primärrechtliche Ermächtigungsgrundlagen sind Art 44 Abs 2 lit g EGV (Niederlassungsfreiheit), Art 52 Abs 2 EGV (Dienstleistungsfreiheit) und Art 56 EGV (Kapitalverkehrsfreiheit).<sup>20</sup>

#### b) Sekundärrecht

Zuletzt ergangene Richtlinien zur Harmonisierung des Kapitalmarktrechts:<sup>21</sup>

- Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG („Transparenz-RL“).
- Richtlinie 2007/14/EG der Kommission vom 08.03.2007 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 („Durchführungs-RL zur Transparenz-RL“).
- Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 04.11.2003 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 („Prospekt-RL“).

---

<sup>19</sup> Vgl. *Kommission (EWG)*, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarktes, (Segrè Bericht), Brüssel (1966).

<sup>20</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 1 Rz 34.

<sup>21</sup> Ältere Richtlinien: vgl. *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 1 Rz 36.

- Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 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. („MiFID-RL“).
- Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen vom 28.05.2001, ABl EG L 184 vom 06.07.2001 („Kapitalmarktpublizitäts-RL“).
- Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, AbI 2003 L 96/16 vom 12.04.2003 („Marktmissbrauchs-RL“).
- RL 2003/124/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der RL 2003/6/EG betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl 2003 L 339/70 („Durchführungs-RL I“).
- RL 2003/125/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der RL2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, ABl 2003 L 339/73 („Durchführungs-RL II“).
- RL 2004/72/EG der Kommission vom 29.04.2004 zur Durchführung der RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insiderverzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtigter Transaktionen, ABl 2004 L 162/70 („Durchführungs-RL III“).

## **2. Aktuelles**

Aufgrund der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise wurden bereits eine Reihe von tiefgreifenden Veränderungen im Finanzsystem durchgeführt und sind weitere Änderungen zu erwarten. Diskutiert wurde und wird ua über die Einführung einer europäischen Finanzmarktaufsicht oder etwa einer europäischen Finanzmarkttransaktionssteuer. Aus heutiger Sicht ist nicht absehbar, welche Maßnahmen konkret umgesetzt werden und welche nur bloßer Diskussionsstoff bleiben. Klar ist jedoch, dass es in der heutigen Zeit bei einer solch' umfangreichen Materie wie dem Kapitalmarktrecht europäische – wenn nicht sogar in manchen Bereichen globale – Vorgaben und einheitliche Regelungen geben muss.

## ***D. Internationales Kapitalmarktrecht***

Zum internationalen Kapitalmarktrecht zählen all jene Sachverhalte, die einen Auslandsbezug zu einem Drittstaat<sup>22</sup> haben. Für derartige Transaktionen stellen sich kollisionsrechtliche Fragen.<sup>23</sup> Es finden sich in internationalen Regelungen, wie zB in den Bestimmungen der World Trading Organization (WTO) oder im General Agreement on Trade in Services (GATS), ebenfalls kapitalmarktrechtliche Bestimmungen.<sup>24</sup>

## **III. Börsemarkt in Österreich**

### ***A. Wiener Börse - Allgemein***

#### **1. Einleitung**

Die Wiener Börse ist international betrachtet eine relativ kleine Börse. Nichtsdestotrotz hat sie sich in den letzten Jahren (auch durch diverse Zukäufe) sehr gut entwickelt und ist mittlerweile eine, vor allem im Hinblick auf die CEE-Staaten<sup>25</sup>, sehr wichtige Börse geworden. Zur engeren Verflechtung mit dem Osten hat die Tatsache beigetragen, dass einige österreichische, börsennotierte Unternehmen in diesen Staaten tätig sind und der Wiener Börse in den Jahren 2003 – 2007 zu einem enormen Aufschwung verholfen haben.<sup>26</sup>

Aufgrund der – auch wegen des hohen Engagements in den CEE-Staaten hervorgerufenen – Turbulenzen am Wiener Aktienmarkt hat es manche Neuregelungen an der Wiener Börse gegeben. Insbesondere wurde das Regelwerk für den Prime Market der Wiener Börse geändert und es gab Änderungen für Emittenten mit Sitz im Ausland und für Aktienrückkäufe.

Um zu einem besseren Verständnis beizutragen, möchte ich an dieser Stelle einen kurzen Überblick über die Geschichte der Wiener Börse und über ihre Marktsegmentierung geben.

---

<sup>22</sup> Damit ist ein Staat außerhalb der Europäischen Union gemeint.

<sup>23</sup> Vgl Beispiele bei *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 1 Rz 66.

<sup>24</sup> Siehe weitere Beispiele in *Grunewald/Schlitt*, Einführung in das Kapitalmarktrecht (2007), 3 f.

<sup>25</sup> CEE bedeutet Central Eastern Europe; hiezu zählen ua Tschechien, Slowakei, Ungarn, Rumänien, Ukraine, Slowenien, Kroatien usw.

<sup>26</sup> Man muss an dieser Stelle aber auch anmerken, dass die Wiener Börse aufgrund ihres Engagements in den CEE-Staaten im Jahr 2008 auch überdurchschnittlich stark an Wert verloren hat, da es in diesen Ländern zu einem verstärkten Konjunkturabschwung kam. Internationale bzw institutionelle Investoren reagieren mitunter sehr sensibel und können die Wiener Börse mit ihren Kapitalab- und zuflüssen stark beeinflussen.

## 2. Geschichte

Die Wiener Börse wurde 1771 von Kaiserin Maria Theresia gegründet und gehört zu den ältesten Wertpapierbörsen der Welt. Der WBI (Wiener Börse Index), der 1968 eingeführt wurde, war der erste Index der Wiener Börse. Der WBI enthielt bereits alle österreichischen Aktien, die im Amtlichen Handel und Geregelten Freiverkehr der Wiener Börse notieren. 1991 wurde der „Austrian Traded Index“ (ATX) zum ersten Mal veröffentlicht und gilt seitdem als der Leitindex der Wiener Börse. Er umfasst die 20 größten und umsatzstärksten Aktientitel.

### ***B. Märkte an der Wiener Börse***

Die Börsegesetznovelle<sup>27</sup>, welche am 01.11.2007 in Kraft getreten ist, hat zur Unterscheidung zwischen dem Betrieb geregelter Märkte und dem Betrieb multilateraler Handelssysteme (Multilateral Trading Facility – MTF) geführt.

Zu den geregelten Märkten gem § 1 Abs 2 BörseG zählen der Amtliche Handel und der Geregelte Freiverkehr. Der Dritte Markt wird als multilaterales Handelssystem betrieben.<sup>28</sup>

#### **1. Amtlicher Handel**

Der Amtliche Handel an der Wiener Börse stellt das höchste Zulassungssegment dar und ist gesetzlich eingerichtet. Die Grundlagen dafür finden sich in den §§ 66 und 72 BörseG 1989. § 66 Abs 1 BörseG besagt, dass „der Handel mit Finanzinstrumenten an einem geregelten Markt der Zulassung durch das Börseunternehmen bedarf. Die Zulassung ist zu erteilen, wenn die Finanzinstrumente fair, ordnungsgemäß und effizient gehandelt werden können und – im Falle übertragbarer Wertpapiere – frei handelbar sind.“ In den §§ 66a bzw 68 BörseG werden die Zulassungsvoraussetzungen zum Amtlichen Handel bzw zum Geregelten Freiverkehr dargestellt.<sup>29</sup>

---

<sup>27</sup> BGBl I Nr. 60 vom 31.07.2007; N.N., [http://www.wienerbourse.at/marketplace\\_products/mifid/maerkte.html](http://www.wienerbourse.at/marketplace_products/mifid/maerkte.html) (20.10.2010).

<sup>28</sup> Siehe Grafik: Marktsegmentierung der Wiener Börse AG vom 02.11.2007, 3; abrufbar unter N.N., [http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace\\_products/marktsegmentierung.pdf](http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/marktsegmentierung.pdf) (20.10.2010).

<sup>29</sup> Vgl §§ 66 ff BörseG 1989.

## **2. Geregelter Freiverkehr**

Der Geregelte Freiverkehr stellt den zweiten geregelten Markt an der Wiener Börse dar. Er ist wiederum ein gesetzlich eingerichtetes Marktsegment und hat seine Grundlagen in den §§ 68 und 72 BörseG.

## **3. Ungeregelter Dritter Markt**

Der Dritte Markt – oder Ungeregelter Dritter Markt bezeichnet – ist ebenfalls ein gesetzlich eingerichtetes Marktsegment. Hervorzuheben sind die prospektfreien Zulassungsvoraussetzungen sowie günstige Zulassungsgebühren. Die gesetzliche Grundlage dafür findet sich in § 69 BörseG.

### ***C. Marktsegmentierung an der Wiener Börse***

Der Wertpapierhandel erfolgt an der Wiener Börse in den fünf folgenden Marktsegmenten: „equity market.at“ (Aktien), „bond market.at“ (Anleihen), „derivative market.at“ (Futures und Optionen), „structured products.at“ (Zertifikate und Optionsscheine) und „other securities.at“.

Der Aktienmarkt ist für die Dissertation am Bedeutendsten und daher wird auf die nähere Darstellung der anderen Marktsegmente verzichtet. Er unterteilt sich in „prime market“, „mid market“ und „standard market“.

#### **1. Prime Market<sup>30</sup>**

Der „prime market“ ist seit 01.01.2002 ein Marktsegment an der Wiener Börse. In dieses Segment werden Aktienwerte (einschließlich ADCs – Austrian Depositary Certificates<sup>31</sup>) einbezogen, die zum Amtlichen Handel oder im Geregelten Freiverkehr zugelassen sind und speziellen Zusatzanforderungen entsprechen. Emittenten, welche in dieses Segment aufgenommen werden, verpflichten sich vertraglich zur Einhaltung erhöhter Transparenz-, Qualitäts- und Publizitätskriterien; besonders an das Publizitätsverhalten werden die höchsten An-

---

<sup>30</sup> N.N., [http://www.wienerbourse.at/marketplace\\_products/segmentation/equitymarket/index.html](http://www.wienerbourse.at/marketplace_products/segmentation/equitymarket/index.html) (20.10.2010); N.N., [http://www.wienerbourse.at/marketplace\\_products/segmentation/equitymarket/prime\\_market.html](http://www.wienerbourse.at/marketplace_products/segmentation/equitymarket/prime_market.html) (20.10.2010).

<sup>31</sup> Eingeführt im Jahr 2007, nachdem bekannt wurde, dass es sich bei Anteilen von „Meinl European Land Ltd.“ nicht um Aktien, sondern um Zertifikate handelte.

sprüche gestellt, wie die Regelungen über die IFRS/US-GAAP-Bilanzierung<sup>32</sup>, die Ad-hoc-Publizität, den Anschluss an ein elektronisches Medium, die Quartalsberichte usw zeigen.

Im „Regelwerk Prime Market“ sind die Aufnahmekriterien verzeichnet und es werden auch Folgeverpflichtungen angegeben.<sup>33</sup>

Im „prime market“ steht als Handelsplattform das Handelssystem Xetra mit dem Handelsverfahren „Fortlaufender Handel“ in Verbindung mit mehreren Auktionen zur Verfügung, wie zB Eröffnungsauktion, untertägige Auktion und Schlussauktion.

## 2. Mid Market

Seit 18.06.2007 ist der mid market ein Marktsegment der Wiener Börse. Unternehmen, welche einen geringeren Kapitalbedarf haben, wird die Möglichkeit geboten, ebenfalls über den Kapitalmarkt ihr Eigenkapital zu erhöhen.

Aufgenommen werden Aktien (einschließlich ADC's), „die zum Amtlichen Handel oder Regierten Freiverkehr zugelassen oder zum Handel in den Dritten Markt einbezogen sind, und deren Gesellschaften (Emittenten) sich zur Einhaltung erhöhter Transparenz-, Qualitäts- und Publizitätskriterien verpflichten. Wesentliches Merkmal ist die Unterstützung durch einen Capital Market Coach<sup>34</sup>“.<sup>35</sup>

Im „Regelwerk Mid Market“ findet man die Aufnahmekriterien und Folgeverpflichtungen dieses Marktsegments.<sup>36</sup>

---

<sup>32</sup> Dabei ist anzumerken, dass aufgrund der Finanzmarktkrise diskutiert wurde, weltweit einheitliche Bilanzierungsstandards zu erschaffen.

<sup>33</sup> Vgl Regelwerk Prime Market der Wiener Börse AG vom 20.09.2010; N.N., [http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace\\_products/regelwerk\\_primemarket.pdf](http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/regelwerk_primemarket.pdf) (20.12.2010).

<sup>34</sup> Der Capital Market Coach (kurz CMC) unterstützt das Unternehmen bei der Zulassung bzw Einbeziehung und steht dem Unternehmen auch danach beratend zur Seite. Näheres unter N.N., <http://www.wienerbourse.at/listing/aktien/cmc/index.html> (20.10.2010).

<sup>35</sup> Vgl N.N., [http://www.wienerbourse.at/marketplace\\_products/segmentation/equitymarket/mid\\_market.html](http://www.wienerbourse.at/marketplace_products/segmentation/equitymarket/mid_market.html) (20.10.2010).

<sup>36</sup> Vgl Regelwerk Mid Market: N.N., [http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace\\_products/regelwerk\\_midmarket.pdf](http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/regelwerk_midmarket.pdf) (20.10.2010).

Es steht wiederum das Handelssystem Xetra mit den Handelsverfahren „Fortlaufender Handel“ oder „Auktion“ (einmalige untertägige Auktion) zur Verfügung. Der mid market gliedert sich daher in den mid market continuous und in den mid market auction auf.<sup>37</sup>

### **3. Standard Market<sup>38</sup>**

Im „standard market“ befinden sich alle übrigen Aktien, die zum Amtlichen Handel bzw zum Geregeltten Freiverkehr zugelassen sind, aber nicht die Kriterien des „prime market“ oder des „mid market“ erfüllen. Ebenfalls hinzuzuzählen sind Partizipationsscheine, die zum Amtlichen Handel oder zum Geregeltten Freiverkehr zugelassen sind. Man unterscheidet zwischen „standard market continuous“ und „standard market auction“. Bei beiden fungiert wiederum das Handelssystem Xetra als Handelsplattform.

Beim „standard market continuous“ steht das Handelsverfahren „Fortlaufender Handel“ in Verbindung mit mehreren Auktionen (Eröffnungsauktion, untertägige Auktion, Schlussauktion) zur Verfügung, wobei hingegen beim „standard market auction“ das Handelsverfahren „Auktion“ mit einer einmaligen untertägigen Auktion zur Verfügung steht. In letzterem Marktsegment werden die weniger liquiden Aktien bzw Partizipationsscheine eingeordnet.

## **IV. Publizität an der Börse**

### ***A. Allgemeines***

Publizität und deren Vorschriften sind ein enorm wichtiger Bestandteil in der heutigen Börsenwelt. Sie dienen dazu, zusammen mit den Unternehmensdaten dem Anleger eine Grundlage für die Entscheidung zu geben, ob er Anteile an einem Unternehmen erwerben soll oder nicht.

Anleger müssen darauf vertrauen können, dass alle kursrelevanten Informationen zeitgerecht in die Aktienkurse eingeflossen sind. Nur so kann gewährleistet werden, dass für jeden Teilnehmer am Kapitalmarkt die gleichen Bedingungen bestehen und sich jeder aufgrund der gegebenen Informationen sein eigenes Urteil über eine Gesellschaft bilden kann.

---

<sup>37</sup> Vgl Marksegmentierung der Wiener Börse AG, 21.09.2009, 5 f.

<sup>38</sup> N.N., [http://www.wienerbörse.at/marketplace\\_products/segmentation/equitymarket/standard\\_market.html](http://www.wienerbörse.at/marketplace_products/segmentation/equitymarket/standard_market.html) (20.10.2010).

## ***B. Publizitätsbestimmungen: Gesellschaftsrecht oder Verwaltungsrecht***

Zu Beginn bedarf es zur Erlangung einer gewissen Klarheit der Einordnung der Publizitätsbestimmungen in ein bestimmtes Rechtsgebiet. Konkret stellt sich die Frage, ob diese dem Privatrecht, insbesondere dem Gesellschaftsrecht, zuzuordnen sind, oder ob sie zum öffentlichen Recht zählen.

Nimmt man die Ad-hoc-Publizitätspflicht des § 48d BörseG<sup>39</sup>, die Beteiligungspublizität gem §§ 91 ff BörseG oder die Vorschriften über Directors' Dealings gem § 48d Abs 4 BörseG als Maßstab, um eine Abgrenzung zu finden, entsteht der Eindruck, dass die Publizitätsbestimmungen zum öffentlichen Recht zu zählen sind, da das Börsegesetz einen Teil des öffentlichen Wirtschaftsrechts darstellt. Die Strafen im Börsegesetz für Missachtung der Publizitätsvorschriften<sup>40</sup> sind als Verwaltungsstrafen zu qualifizieren.

Wenn man sich hingegen die Vorschriften zur Regelpublizität ansieht, welche vorwiegend dem Unternehmensgesetzbuch (UGB) entspringen, handelt es sich hingegen um privatrechtliche Vorschriften.

Eine Abgrenzung hat für viele Bereiche eine Bedeutung: Die Anwendung des IPRG hängt zB davon ab, ob eine Bestimmung zum Privatrecht oder zum öffentlichen Recht gehört. Der große und auch im Rahmen der Publizitätsvorschriften immer wichtiger werdende Bereich des Schadenersatzrechtes gehört zum Zivilrecht. Im öffentlichen Recht sind dagegen Verwaltungsstrafen vorgesehen, welche nach oben hin in der Regel begrenzt und der Gesamthöhe nach als gering einzustufen sind.

In der Literatur bzw Rechtsprechung ist keine klare Abgrenzung zu finden. Die Publizitätsbestimmungen zählen zum Kapitalmarktrecht, bei welchem es sich gem der allgemeinen Meinung um eine Querschnittsmaterie handelt. Kapitalmarktrechtliche Regelungen sind wie vorhin schon erwähnt im öffentlich-rechtlichen und auch im privatrechtlichen Bereich zu finden. Diese finden wiederum in unterschiedlichen Teilgebieten Anknüpfungspunkte, wie zB im Wertpapierrecht, Gesellschaftsrecht, Unternehmensrecht, Verwaltungsrecht, Wirtschaftsaufsichtsrecht, Strafrecht etc.<sup>41</sup>

---

<sup>39</sup> IdF der Börsegesetznovelle 2004, davor geregelt in § 82 Abs 6 BörseG.

<sup>40</sup> Darüber mehr im Kapitel VI. Folgen der Verletzung der Publizitätsvorschriften in Österreich.

<sup>41</sup> Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 1 Rz 90.

Große Bedeutung hat die Doppelqualifikation als „Schutzgesetz“ und „öffentlich-rechtliche Verhaltensnorm“. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht gem § 48d BörseG sowie die Beteiligungs-publizität gem § 91 ff BörseG stellen ua solche kapitalmarktrechtliche Regelungen dar, welche als Schutzgesetze gelten.<sup>42</sup> Diese Bestimmungen sind kapitalmarktrechtliche Verhaltens-pflichten, „deren Verletzung mit von der Finanzmarktaufsicht zu verhängenden verwaltungs-straftrechtlichen Sanktionen zu ahnden ist.“<sup>43</sup>

Aufgrund einer Analogie kann die Verhaltenspflicht als Schutzgesetz iSv § 1311 ABGB qualifiziert werden und somit auch eine zivilrechtliche Haftung begründet werden.<sup>44</sup> Dies stellt mMn auch die richtige Ansicht dar. Hinzu kommt, dass die Strafen im Verwaltungsrecht bzw konkret im BörseG nach oben hin begrenzt sind und maximal EUR 30.000,00<sup>45</sup> für eine fehlerhafte Publizitätsmitteilung betragen können.<sup>46</sup> Da die Aufbringung dieser Summe für Börseunternehmen bzw deren Führungspersonen in der Regel kein großer Aufwand ist und wahrscheinlich selten die entstandenen Schäden decken kann, ist es notwendig, um eine general- und spezialpräventive Wirkung zu erzielen, höhere Strafen durchsetzen zu können. Dies ist mE einerseits nur möglich, wenn Verwaltungsstrafen angedroht werden, welche sich in Prozent des Umsatzes oder einer anderen Unternehmenskennzahl bemessen, und andererseits Schadenersatzforderungen aufgrund einer Schutzgesetzverletzung direkt durchsetzbar sind/werden. In Großbritannien wird bereits eine Strafe in Prozent des Umsatzes eines Unternehmens (in dem Bereich, wo die Verletzung stattgefunden hat) bzw in Prozent des jeweiligen, für die Dauer der Verletzung lukrierten Gesamteinkommens einer Einzelperson festgesetzt. Dies sollte auch in Österreich und Deutschland in einer ähnlichen Form umgesetzt werden.

Anders hingegen die deutsche Lehrmeinung, allen voran *Assmann/Schneider*, wonach die „Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, wie sie durch die Ad-hoc-Publizität geschützt werden soll, nach den Gesetzesmaterialien ein Schutzgut, das ausschließlich dem öffentlichen Interesse dienen soll“, ist. § 15 Abs 1 Wertpapierhandelsgesetz (kurz WpHG) hat daher keinen drittschützenden Charakter und kann aufgrund dessen kein Schutzgesetz iSd

---

<sup>42</sup> Auf den Begriff des „Schutzgesetzes“ und dessen Folgen wird in den Kapiteln über die Verletzung der Publizitätsvorschriften näher eingegangen.

<sup>43</sup> MwN *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 1 Rz 109.

<sup>44</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 1 Rz 113 f.

<sup>45</sup> Diskutiert wird, diese Strafhöhe auf EUR 60.000,00 anzuheben.

<sup>46</sup> Vgl § 48 Abs 1 BörseG.

§ 823 Abs 2 dBGB sein.<sup>47</sup> Dieselbe Meinung wird im Rahmen der Ausführungen zu Directors' Dealings gem § 15a WpHG vertreten.<sup>48</sup>

Zusammenfassend ist zu sagen, dass es keine eindeutige Eingrenzung der Publizitätsvorschriften in ein bestimmtes Rechtsgebiet gibt, sondern es verschiedene Anknüpfungspunkte in mehreren Gesetzen gibt und man daher – auch entsprechend der allgemeinen Lehre – die Publizitätsvorschriften teilweise zum öffentlichen und teilweise zum privaten Recht zählen kann.

### ***C. Anwendbarkeit des IPRG<sup>49</sup>***

Zusätzlich zur Abgrenzung zwischen öffentlichem und privatem Recht muss man sich die Frage stellen, ob Tatbestände des internationalen Privatrechts erfüllt werden und welche Konsequenzen dies für die Anwendung der Publizitätsvorschriften hat.

Das IPRG<sup>50</sup> hat die Funktion einer gewissen „Regelungsinstanz“. Kollidieren die Rechtsnormen verschiedener Staaten miteinander, so trifft das IPRG eine Regelung, welches Recht tatsächlich zur Anwendung gelangen darf. Beim IPR spricht man daher auch vom „Kollisionsrecht“ oder „Konfliktsrecht“.<sup>51</sup>

Nur wenn man bejahen kann, dass gewisse Normen bzw die Publizitätsvorschriften zum Privatrecht gehören, ist eine Anwendung des IPR möglich, da das IPR gem § 1 Abs 1 IPRG auf die Regelung von Privatrechtsfragen beschränkt ist. Deshalb ist für diese Frage zuerst die Klärung der Rechtsfrage, wie in Pkt. IV. B. beschrieben, notwendig. Jedoch gibt es auch kollisionsrechtliche Normen auf dem Gebiet des öffentlichen Rechts, wie zB internationales Zivilverfahrensrecht, internationales Verwaltungsrecht oder internationales Strafrecht.<sup>52</sup>

---

<sup>47</sup> Assmann in Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz<sup>5</sup> (2009) § 15 Rz 30; aber auch ablehnend Fischer zu Cramburg/Royé in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> (2007) § 15a WpHG Rz 9.

<sup>48</sup> Sethe in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 15a Rz 140.

<sup>49</sup> Sehr ausführlich zum Internationalen Privatrecht Posch, Bürgerliches Recht VII – Internationales Privatrecht<sup>4</sup> (2008).

<sup>50</sup> Vgl IPR-Gesetz, BGBI I Nr. 304/1978 vom 07.07.1978.

<sup>51</sup> Posch, Internationales Privatrecht<sup>4</sup>, 3.

<sup>52</sup> Verschraegen in Rummel, Kommentar zum ABGB II/2<sup>3</sup> (2002) IPRG Vor § 1 Rz 11; beim Internationalen Strafrecht und beim Internationalen Verwaltungsrecht steht im Gegensatz zum IPR das Territorialitätsprinzip im Vordergrund.

Zuallererst muss überprüft werden, „ob überhaupt eine internationale Zuständigkeit gegeben ist.“ Erst wenn diese Frage bejaht werden kann, ist das maßgebliche materielle Recht festzustellen.<sup>53</sup>

Regelungsbedürftig sind nur „Sachverhalte mit Auslandsberührung“.<sup>54</sup> An wahrscheinlich nahezu jeder Börse auf der Welt gibt es gelistete Unternehmen, welche nicht in dem Land, wo sie gelistet sind, ansässig sind. In Österreich gibt es ebenso Unternehmen, die ihre Ansässigkeit in einem anderen EU-Staat oder Drittstaat haben. Manche börsennotierten Gesellschaften treten in der Rechtsform einer Limited Company auf und haben ihre Ansässigkeit in einem steuerbegünstigten Land. Dort werden sie aber oft nur in Form einer so genannten „Briefkastengesellschaft“ genutzt, denn häufig befindet sich der tatsächliche Verwaltungssitz in dem Land, an dessen Börse die Gesellschaft gelistet ist. Prominentes Beispiel hierfür wäre die „Meinl European Land Limited Company“<sup>55</sup>, welche ihren Sitz auf den Jersey Islands hat, aber ihren tatsächlichen Verwaltungssitz mE in Österreich hatte.<sup>56</sup>

Um das geltende Recht zu ermitteln, könnte in so einem Fall IPR anwendbar sein?

Dass das IPR in Bezug auf das Börserecht anwendbar ist, darf bezweifelt werden, da es sich um öffentliches Recht handelt. Die Tatsache, dass manche Bestimmungen des Börserechts als Schutzgesetz iSd § 1311 ABGB qualifiziert werden, ändert mE nichts daran, dass es sich um öffentliches Recht handelt und dass das IPR hierauf nicht anzuwenden ist. Anders zB bei den Vorschriften zur Regelpublizität, welche teilweise im Unternehmensrecht geregelt sind.

Bei juristischen Personen – somit auch bei börsennotierten Gesellschaften – ist gem § 10 IPRG das Recht jenes Staates anzuwenden, in dem der Rechtsträger seinen tatsächlichen Sitz der Hauptverwaltung hat. Ähnlich wie in Deutschland folgt das österreichische IPR der Sitztheorie. Der Verwaltungssitz ist maßgebend und nicht der statutarische Sitz oder der Betriebssitz. Der tatsächliche Sitz der Hauptverwaltung ist der Ort, an welchem „üblicherweise die leitenden Entscheidungen des ständigen Geschäftsbetriebes oder der laufenden Verwaltung gefasst werden“.<sup>57</sup>

---

<sup>53</sup> Posch, Internationales Privatrecht<sup>4</sup>, 31.

<sup>54</sup> Verschraegen in Rummel, Kommentar zum ABGB II/2<sup>3</sup>, IPRG Vor § 1 Rz 1; Posch, Internationales Privatrecht<sup>4</sup>, 3.

<sup>55</sup> Seit 01.08.2008 umbenannt in „Atrium European Real Estate Ltd“.

<sup>56</sup> Dies stellt meine Ansicht dar, wird von der Gesellschaft jedoch bestritten.

<sup>57</sup> Schwimann, Grundzüge des internationalen Gesellschaftsrechtes (I), GesRZ 1981, 142.

In England hingegen ist die Inkorporationstheorie bzw die Gründungstheorie vorherrschend. Gem dieser ist „jene Rechtsordnung maßgebend, welche der juristischen Person die Rechtsfähigkeit verliehen hat.“ Ein Vorteil dieser Theorie ist, dass sich die anzuwendende Rechtsordnung leicht bestimmen lässt und somit der Rechtssicherheit dienlicher ist.<sup>58</sup>

Andere Anknüpfungspunkte des IPR sind Staatsangehörigkeit, gewöhnlicher Aufenthalt und Wohnsitz, Parteiwille oder Belegenheitsort und Handlungsort.

Zusammenfassend ist zu sagen, dass ausschließlich bei privatrechtlichen, kollidierenden Normen das IPRG, und vor allem § 10 IPRG, anzuwenden ist und daraufhin das anzuwendende Recht zu ermitteln ist.

## **V. Publizitätsvorschriften in Österreich**

### ***A. Einleitung***

Es gibt zwei große Regelungszwecke im Kapitalmarktrecht: Zum Einen den Funktionsschutz des Marktes und zum Anderen den Schutz der einzelnen Teilnehmer am Markt – des Anlegers.<sup>59</sup>

Ein funktionierender Kapitalmarkt ist für die Anleger nicht wegzudenken, jedoch kommt dem Anlegerschutz ebenfalls große Bedeutung zu, da er das Vertrauen der Anleger schützt und dieses Vertrauen wiederum eine Voraussetzung für das Funktionieren des Kapitalmarktes ist. „Der EuGH anerkennt nicht nur den individuellen Anlegerschutz, sondern den allgemeinen Schutz des Vertrauens der Kapitalanleger in die nationalen Finanzmärkte.“<sup>60</sup>

Daher stellen die Publizitätsvorschriften einen enorm wichtigen Bereich dar, weil sie das Ziel haben, durch mehr Transparenz das Vertrauen der Anleger zu stärken und zu festigen.

Es gibt zwei große Gruppen der Publizität, die Regelpublizität, mit ihren laufend wiederkehrenden Informationspflichten und die anlassbezogene Publizität, wo es nur in einem so genannten „Anlassfall“ zu einer Publizitätspflicht kommt.

---

<sup>58</sup> Posch, Internationales Privatrecht<sup>4</sup>, 59.

<sup>59</sup> MwN Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 1 Rz 18.

<sup>60</sup> Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 1 Rz 18; EuGH vom 10.05.1995, Rs C-384/93, Slg 1995, I-1167 Rz 42; ferner Generalanwalt Jakobs 1995, I-1144 Tz 68 ff.

Die anlassbezogene Publizitätspflicht wird in mehrere Formen unterteilt. Folgende drei gesetzlich geregelte Arten werden in dieser Dissertation näher behandelt: Die Offenlegungspflicht bei Änderung der maßgeblichen Kapitalbeteiligungsverhältnisse und der Stimmrechtsverhältnisse (1. Beteiligungspublizität), die Offenlegungspflicht, wenn Führungskräfte Wertpapiere des eigenen Unternehmens kaufen oder verkaufen (2. Directors' Dealings), und die Offenlegungspflicht von Insiderinformationen (3. Ad-hoc-Publizität).

## ***B. Regelpublizität***

### **1. Allgemeines**

Zur Regelpublizität zählen Informationen, die ein Emittent von Aktien regelmäßig der Öffentlichkeit offen legen muss, um diese über den wirtschaftlichen Zustand des Unternehmens zu informieren. Im Gesetz sind für börsennotierte Unternehmen mehrere Informationspflichten vorgesehen.<sup>61</sup>

Ausgangspunkt dieser kapitalmarktrechtlichen Publizität sind die Vorschriften zum Jahresabschluss, welche mit der Jahresabschlussrichtlinie vom 25.06.1978<sup>62</sup> vereinheitlicht wurden. Demnach soll der Jahresabschluss ein „den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft vermitteln“.<sup>63</sup> Wie der Jahresabschluss muss auch der Lagebericht ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild darstellen.<sup>64</sup> Zur Regelpublizität zählen demnach Jahresabschlüsse mit ihren Anhängen sowie die so genannten Zwischen- oder Quartalsberichte.

Art 19 der Transparenzrichtlinie (RL 2004/109/EG) sieht vor, dass vom Emittenten veröffentlichte vorgeschriebene Informationen bei der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats gleichzeitig hinterlegt werden müssen. Gem § 81a Abs 1 Z 9 BörseG sind „vorgeschriebene Informationen“ alle Angaben, die ein Emittent gem § 82 Abs 8 BörseG veröffentlichen muss. Dazu gehört ua die Veröffentlichung von Jahresfinanzberichten und Zwischenmitteilungen über ein elektronisch betriebenes Informationssystem, das zumindest innerhalb der EG verbreitet ist.

---

<sup>61</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 13 Rz 24 ff.

<sup>62</sup> Vierte Richtlinie 78/660/EWG des Rates vom 25.07.1978 aufgrund von Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, Amtsblatt Nr. L 222 vom 14/08/1978, 0011 – 0031 („Jahresabschlussrichtlinie“).

<sup>63</sup> *Feldhaus*, Die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung bei der Ad-hoc-Publizität (2002) 74; Art 2 Abs 3 Jahresabschlussrichtlinie 78/660/EWG.

<sup>64</sup> Art 46 Abs 1 Jahresabschlussrichtlinie 78/660/EWG.

In diesem Zusammenhang ist § 86 Abs 1 BörseG zu beachten: *„Veröffentlicht ein Emittent [...] vorgeschriebene Informationen, so hat er [...] diese Informationen gleichzeitig mit einem Veröffentlichungsbeleg dem Börseunternehmen und der FMA sowie der OeKB zum Zwecke der Speicherung zu übermitteln. [...] Die vorstehenden Verpflichtungen gelten nur bezüglich Emittenten, für die Österreich Herkunftsmitgliedstaat ist und gegenüber dem Börseunternehmen nur dann, wenn die Wertpapiere des Emittenten an einem geregelten Markt des Börseunternehmens zugelassen sind. [...] Eine derartige Übermittlung hat unverzüglich zu erfolgen [...].“*

Diese Bestimmung ist in der Praxis von großer Bedeutung. Eine österreichische Aktiengesellschaft, die ausschließlich in Deutschland börsennotiert ist und in Deutschland gesetzeskonform alle Veröffentlichungen vornimmt, muss darüber hinaus gem § 86 Abs 1 BörseG eine Kopie dieser Veröffentlichungen samt Veröffentlichungsbeleg an die FMA und die OeKB zum Zwecke der Speicherung (und Kontrolle) übermitteln.

Damit soll sichergestellt werden, dass die FMA als Behörde im Herkunftsmitgliedstaat Kenntnis von veröffentlichungspflichtigen Informationen von Emittenten mit Sitz in Österreich – unabhängig von der Börsenotierung – erlangt. Da die Informationen gem § 86 Abs 1 BörseG „gleichzeitig mit einem Veröffentlichungsbeleg“ zu übermitteln sind, erhält die FMA gleichzeitig die Information, ob die Emittenten ihren Veröffentlichungspflichten im Aufnahmemitgliedstaat nachgekommen sind. So wird eine Kontrolle auch im Herkunftsmitgliedstaat ermöglicht.

## **2. Jahresabschluss und Jahresfinanzbericht**

Die Pflicht zur Erstellung eines Jahresabschlusses ist in den §§ 193 ff UGB normiert.

Art 4 der IAS-VO<sup>65</sup> normiert, dass kapitalmarktorientierte Muttergesellschaften ihre konsolidierten Abschlüsse für Geschäftsjahre, die am oder nach dem 01.01.2005 beginnen, nach den internationalen Rechnungslegungsstandards aufstellen müssen. Diese Standards werden gem Art 3 der IAS-VO, nach einem Verfahren gem Art 6 der VO, übernommen. Als Verordnung sind die Vorschriften unmittelbar in den Mitgliedsstaaten der EU anzuwenden. Die Internati-

---

<sup>65</sup> Verordnung (EG) Nr 1606/2002/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19.07.2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards, ABI 2002 Nr L 243, 1-4.

onal Accounting Standards (IAS) werden nunmehr International Financial Reporting Standards (IFRS) bezeichnet, was jedoch keine Änderung in der Sache bedeutet.<sup>66</sup>

Die Abschlüsse gem den IFRS-Richtlinien sollen in erster Linie Informationen über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens liefern. Wichtige Grundsätze sind die Periodenabgrenzung und das Fortführungsprinzip.

Die IFRS sollen dazu beitragen, dass die Abschlüsse kapitalmarktorientierter Unternehmen besser vergleichbar sind und somit das Vertrauen in die Finanzmärkte stärken. Es soll ein wirksamer und effizienter Kapitalmarkt geschaffen und der Schutz der Anleger verbessert werden. Unternehmen konnten in den letzten Jahren aufgrund von Bewertungszuwächsen hohe Gewinne erwirtschaften. Dies wurde durch die neuen IFRS-Regeln möglich. Jedoch hat sich im Jahr 2008 (und teilweise auch im Jahr 2009) – auch bedingt durch die IFRS-Regelungen – ein hoher Abwertungsbedarf herauskristallisiert, welcher die Bilanzen der Unternehmen massiv belastet hat.<sup>67</sup>

Was eine kapitalmarktorientierte Gesellschaft (große Kapitalgesellschaft) ist, stellt § 221 Abs 3 UGB klar. Demnach ist eine Gesellschaft eine solche, wenn Aktien oder andere von ihr ausgegebene Wertpapiere an einem geregelten Markt im Sinne des § 1 Abs 2 BörseG oder an einem anerkannten, für das Publikum offenen, ordnungsgemäß funktionierenden Wertpapiermarkt in einem Vollmitgliedstaat der OECD zum Handel zugelassen sind.<sup>68</sup>

Gem § 222 Abs 1 UGB haben die gesetzlichen Vertreter einer Kapitalgesellschaft in den ersten fünf Monaten des Geschäftsjahres für das vorangegangene Geschäftsjahr den um den Anhang erweiterten Jahresabschluss, einen Lagebericht sowie gegebenenfalls (§ 243b UGB) einen Corporate Governance-Bericht aufzustellen und den Mitgliedern des Aufsichtsrats vorzulegen.<sup>69</sup>

---

<sup>66</sup> Die IFRS umfassen die Standards des International Accounting Standards Board (*IASB*), die International Accounting Standards (*IAS*) des International Accounting Standards Committee (*IASC*) sowie die Interpretationen des International Financial Reporting Interpretations Committee (*IFRIC*) bzw des ehemaligen Standing Interpretations Committee (*SIC*).

<sup>67</sup> Siehe zu IFRS N.N., [http://www.ifrs-portal.com/Grundlagen/Was\\_sind\\_IFRS\\_IAS/Was\\_sind\\_IFRS\\_IAS\\_01.htm](http://www.ifrs-portal.com/Grundlagen/Was_sind_IFRS_IAS/Was_sind_IFRS_IAS_01.htm) (07.03.2010); vgl Unterschiede HGB – IFRS: N.N., [http://www.ifrs-portal.com/Dokumente/unterschiede\\_hgb\\_ifrs.pdf](http://www.ifrs-portal.com/Dokumente/unterschiede_hgb_ifrs.pdf) (07.03.2010).

<sup>68</sup> Vgl § 221 Abs 3 UGB, RGBI. S 219/1897.

<sup>69</sup> Vgl § 222 Abs 1 UGB, RGBI. S 219/1897.

Gem § 245a Abs 1 UGB hat ein Mutterunternehmen, das nach Art 4 der IAS-VO dazu verpflichtet ist, den Konzernabschluss nach den internationalen Rechnungslegungsstandards aufzustellen, die nach Art 3 der Verordnung übernommen wurden, dabei die §§ 193 Abs 4 zweiter Halbsatz und 194 UGB sowie von den Vorschriften des zweiten bis neunten Titels die §§ 247 Abs 3, 265 Abs 2 bis 4, 266 Z 2a, 4, 5, 7 und 11 sowie 267 UGB anzuwenden.<sup>70</sup>

Die gesetzlichen Vertreter von Kapitalgesellschaften haben den Jahresabschluss und den Lagebericht sowie gegebenenfalls den Corporate-Governance-Bericht nach seiner Behandlung in der Generalversammlung (Hauptversammlung), jedoch spätestens 9 Monate nach dem Bilanzstichtag, mit dem Bestätigungsvermerk beim zuständigen Firmenbuchgericht einzureichen. Große Aktiengesellschaften müssen ihren Jahresabschluss (in ungekürzter Form) nicht nur innerhalb von neun Monate nach dem Bilanzstichtag beim Firmenbuch einreichen, sondern auch im Amtsblatt zur Wiener Zeitung veröffentlichen.<sup>71</sup>

Ist der Emittent verpflichtet, einen Konzernabschluss aufzustellen, so hat der geprüfte Jahresabschluss den Konzernabschluss und den Jahresabschluss des Emittenten als Mutterunternehmen zu umfassen.

Gem § 82 Abs 4 BörseG hat ein Emittent zudem einen Jahresfinanzbericht spätestens vier Monate nach Ablauf jedes Geschäftsjahres zu veröffentlichen und sicherzustellen, dass er mindestens fünf Jahre lang öffentlich zugänglich bleibt. Zum Jahresfinanzbericht zählen der geprüfte Jahresabschluss, der Lagebericht sowie Erklärungen, in denen die gesetzlichen Vertreter des Emittenten unter Angabe ihres Namens und ihrer Stellung ua bestätigen, dass der Jahresabschluss und der Lagebericht ein möglichst getreues Bild der Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage enthält.<sup>72</sup>

Laut Regelwerk der Wiener Börse muss der Jahresfinanzbericht – abgesehen von einer Ausnahme für Drittstaaten – für Geschäftsjahre, die am oder nach dem 01.01.2007 beginnen, den Rechnungslegungsstandards nach den „International Accounting Standards“ entsprechen.<sup>73</sup>

---

<sup>70</sup> Vgl § 245a UGB, RGBI S 219/1897, BGBl 120/2005 vom 27.10.2005.

<sup>71</sup> Vgl § 277 Abs 1 und 2 UGB, RGBI S 219/1897, BGBl 120/2005 vom 27.10.2005.

<sup>72</sup> Vgl § 82 Abs 4 BörseG 1989, BGBl.Nr. 555/1989.

<sup>73</sup> Vgl Regelwerk Prime Market der Wiener Börse vom 20.09.2010, 10; abrufbar unter N.N., [http://www.wienerborse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace\\_products/regelwerk\\_primemarket.pdf](http://www.wienerborse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/regelwerk_primemarket.pdf) (20.12.2010).

### 3. Zwischenberichte

Jene Aktiengesellschaften, deren Aktien im amtlichen Handel notieren, müssen Zwischenberichte erstellen. Aufgrund dessen wird es den Anlegern wiederum ermöglicht, fundierte Entscheidungen darüber zu treffen, ob sie ein bestimmtes Investment tätigen sollen. Sie müssen nicht auf den Jahresabschluss warten, sondern haben während des Jahres fundierte Unternehmensdaten zur Verfügung, auf denen sie ihre Entscheidung stützen können.

Es gibt zwei Arten von Zwischenberichten, nämlich Quartals- und Halbjahresfinanzberichte:

#### a) Quartalsberichte / Zwischenmitteilungen

Für den Fall, dass ein Emittent von Aktien keine Quartalsberichte nach Maßgabe der gemäß der VO 1606/2002/EG übernommenen IFRS erstellt, hat er gem § 87 Abs 6 BörseG Zwischenmitteilungen des Vorstandes über das erste und das dritte Quartal des Geschäftsjahres unverzüglich zu veröffentlichen, spätestens jedoch sechs Wochen nach Ablauf des Berichtszeitraums.<sup>74</sup>

#### b) Halbjahresfinanzberichte

Gem § 87 Abs 1 BörseG hat ein Emittent einen Halbjahresfinanzbericht über die ersten sechs Monate des Geschäftsjahres unverzüglich, spätestens jedoch zwei Monate nach Ablauf des Berichtszeitraums, zu veröffentlichen und sicherzustellen, dass dieser Bericht mindestens fünf Jahre lang öffentlich zugänglich bleibt. Der Halbjahresfinanzbericht „hat zumindest wichtige Ereignisse während der ersten sechs Monate des Geschäftsjahres und ihre Auswirkungen auf den verkürzten Abschluss anzugeben.“ Darüber hinaus sind „die wesentlichen Risiken und Ungewissheiten in den restlichen sechs Monaten des Geschäftsjahres zu beschreiben. Für Emittenten von Aktien gilt, dass sie gem § 87 Abs 4 dritter und vierter Satz BörseG im Halbjahreslagebericht wesentliche Geschäfte (idF „Großgeschäfte“) mit nahestehenden Personen und Unternehmen anzugeben haben.“<sup>75</sup>

---

<sup>74</sup> Vgl § 87 Abs 1 und Abs 6 BörseG 1989, BGBl. I Nr. 555/1989.

<sup>75</sup> Vgl *Fletzberger*, Offenlegung von Großgeschäften mit nahestehenden Personen nach dem BörseG, ZFR 2009/31, 45 ff.

#### c) Regelwerk Prime Market<sup>76</sup>

Gem Regelwerk Prime Market der Wiener Börse sind am Ende eines jeden Quartals des Geschäftsjahres Zwischenberichte zu veröffentlichen. Der Zwischenbericht für das letzte Quartal wird durch den Jahresfinanzbericht ersetzt. Zwischenberichte sind in deutscher und englischer Sprache zu verfassen.

Die Zwischenberichte sind nach Maßgabe der gem der VO 1606/2002/EG übernommenen IFRS-Regeln für die Zwischenberichterstattung zu erstellen. Die Bilanz sowie die Gewinn- und Verlustrechnung haben der Gliederung eines vollständigen Abschlusses zu entsprechen.

#### **4. Sanktionen**

Die Frage, ob und wer für unrichtige Berichterstattung und somit für die Verletzung der Regelpublizität haftet, wird ausführlich im Kapitel VI. Folgen der Verletzung der Publizitätsvorschriften in Österreich in Punkt VI.B. Verletzung der Vorschriften über die Regelpublizität erörtert.

### ***C. Beteiligungspublizität***

#### **1. Allgemeines**

Die Beteiligungspublizität dient dazu, aktuelle bzw potentielle Investoren über die Beteiligungsverhältnisse einer börsennotierten Aktiengesellschaft (kurz „AG“) und deren Änderungen zu informieren, um für sich wiederum eine richtige Anlageentscheidung treffen zu können. Die Beteiligungsverhältnisse sollen den Marktteilnehmern transparent sein.

Die Beteiligungspublizität dient ua dem Funktionsschutz des Marktes und dem Anlegerschutz.<sup>77</sup> Aufgrund der fortschreitenden Globalisierung werden Unternehmenszusammenschlüsse und Übernahmen immer häufiger und wichtiger. In diesen Fällen, aber auch bei einfachen Beteiligungen an einem Unternehmen, ist es von besonderer Bedeutung über die Beteiligungsverhältnisse des Unternehmens genau Bescheid zu wissen.

---

<sup>76</sup> Regelwerk Prime Market der Wiener Börse AG vom 20.09.2010, 9 f.

<sup>77</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 17 Rz 5; *Kalss/Zollner*, Markttransparenz bei Put- und Call-Optionen, *ecolex* 2002, 22; *Schneider* in *Assmann/Schneider*, *WpHG*<sup>5</sup>, vor § 21 Rz 18 ff.

Wenn die erhöhte Nachfrage nach einer Aktie transparent ist, kann dies mitunter zu einem Anstieg des Aktienkurses führen, da auch andere Anleger investieren könnten. Davon würden auch die Kleinanleger profitieren. Das Anwachsen von Beteiligungen hat auch Auswirkungen auf den „free float“<sup>78</sup> und somit auf die Volatilität einer Aktie. Im Allgemeinen gilt, dass die Volatilität einer Aktie umso größer ist, je geringer der „free float“ ist, was besonders bei (unerfahrenen) Kleinanlegern zu Verlusten führen kann, mit denen man nicht gerechnet hat.<sup>79</sup>

Die Börsegesetz-Novelle 2007<sup>80</sup> setzt die Transparenz-RL 2004<sup>81</sup> um. Das bisherige Regelungskonzept wird grundsätzlich beibehalten. Bei genauerer Betrachtung erkennt man jedoch eine deutliche Ausweitung der Offenlegungspflichten und neue Anforderungen an die Gestaltung der Mitteilungen. Auch das Europarecht nimmt Einfluss auf die Beteiligungspublizität; deren Normen dem so genannten Lamfalussy-Verfahren<sup>82</sup> unterliegen.<sup>83</sup> Zu beachten sind – neben der Transparenz-RL – auch die Durchführungsrichtlinie<sup>84</sup> und für die Auslegung der beiden die Stellungnahmen des CESR<sup>85</sup> <sup>86</sup>.

Im Jahr 2008 gingen 177 Meldungen über Änderungen bedeutender Beteiligungen bei der FMA ein. Mit Umsetzung der Transparenz-RL umfasst die Meldepflicht nun auch den Erwerb und die Veräußerung von Finanzinstrumenten, mit denen Aktien erworben werden können“ (wie zB Call-Optionen auf Erwerb von Stimmrechtsaktien).<sup>87</sup>

---

<sup>78</sup> Der „free float“ ist jene Menge an Aktien eines Unternehmens, welche sich nicht in festen Händen befindet und daher an der Börse frei gehandelt wird.

<sup>79</sup> MwN *Mühle*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2002) 154 f.

<sup>80</sup> BGBl I 19/2007.

<sup>81</sup> Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rats vom 15. 12. 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere dem Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG.

<sup>82</sup> Das Lamfalussy-Verfahren wurde im März 2002 vom Europäischen Rat gebilligt und soll ein Verfahren darstellen, das den EU-Gesetzgebungsprozess beschleunigt; vgl. N.N., [http://www.bmf.gv.at/WipoEUInt/Wirtschaftspolitik/510/IntegrationderFinan\\_675/Rechtsetzungsverfah\\_5059/LamfalussyVerfahren\\_6306/start.htm](http://www.bmf.gv.at/WipoEUInt/Wirtschaftspolitik/510/IntegrationderFinan_675/Rechtsetzungsverfah_5059/LamfalussyVerfahren_6306/start.htm), (23.11.2010).

<sup>83</sup> *Karpf*, Der Lamfalussy-Prozess Bestandsaufnahme und Ausblick, ÖBA 2005, 573; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 1 Rz 42; *Kalss/Zollner*, Die Offenlegung von Beteiligungen nach der Börsegesetznovelle 2007, ÖBA 2007, 884.

<sup>84</sup> Richtlinie 2007/14/EG der Kommission vom 08.03.2007.

<sup>85</sup> CESR bedeutet „Committee of European Securities Regulators“ (auf Deutsch: „Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden“). Er wurde im Juni 2001 gegründet und setzt sich aus hochrangigen Vertretern der nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden zusammen; siehe N.N., <http://www.cesr.eu/> (20.10.2010).

<sup>86</sup> CESR's Final technical Advice on Possible Implementing Measures of the Transparency Directive (June 2005), abrufbar unter N.N., [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/prospectus/cesr-05-407\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/cesr-05-407_en.pdf) (23.10.2010).

<sup>87</sup> Jahresbericht 2008 der FMA vom 16.04.2008 / Operative Aufsicht / Aufsicht über Börse- und Wertpapierhandel; siehe N.N., [http://www.fma.gv.at/IBInteraktiv/2008/DE/index\\_frame.htm](http://www.fma.gv.at/IBInteraktiv/2008/DE/index_frame.htm) (20.10.2010).

## 2. Anwendungsbereich

Der territoriale Anwendungsbereich ist einerseits vom Sitz des Emittenten und andererseits vom Markt bzw der Börse abhängig, an dem die Aktien notieren.<sup>88</sup> Bei Zertifikaten auf Aktien gilt gem § 81a Abs 1 Z 4 BörseG der Emittent der vertretenen Wertpapiere als Emittent.<sup>89</sup>

Es sind solche Beteiligungen gemeint, welche Aktien mit Stimmrechten in bestimmter Höhe betreffen. Der Begriff der „Beteiligungspapiere gem § 1 Z 4 ÜbG ist strikt von § 91 BörseG getrennt zu sehen.<sup>90</sup> Beteiligungspapiere gem ÜbG sind börsennotierte Aktien und sonstige übertragbare börsennotierte Wertpapiere, die mit einer Gewinnbeteiligung oder einer Abwicklungsbeteiligung verbunden sind, sowie übertragbare Wertpapiere, die zum Erwerb solcher Wertpapiere berechtigen, wenn diese von der Zielgesellschaft oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen iSd § 228 Abs 3 UGB ausgegeben wurden.“<sup>91</sup>

## 3. Normadressaten

### a) Erwerber/Veräußerer

Ihre Beteiligungen offen zu legen haben der Erwerber und der Veräußerer von Aktien, wenn infolge einer Übertragung von Aktien eine offenlegungspflichtige Schwelle erreicht bzw über- oder unterschritten wird.

Es besteht eine doppelte Meldepflicht. Für eine Transaktion müssen der Veräußerer und der Erwerber ihre Beteiligungen bei der FMA<sup>92</sup>, dem Börseunternehmen und dem Emittenten gegenüber anzeigen und der Emittent ist auch selbst zur Information der Öffentlichkeit verpflichtet.<sup>93</sup> Art 8 Abs 1 der Durchführungs-RL stellt dies wie § 5 Abs 1 der TransV<sup>94</sup> klar. Zusätzlich ist eine Meldung an das „IssuerInformationCenter.Austria“ notwendig.<sup>95</sup>

---

<sup>88</sup> *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (885).

<sup>89</sup> Trotz Fehlens einer expliziten Regelung gilt dies wohl auch aus systematisch-logischen Gründen auch für die Ad-hoc-Publizität gem § 48d BörseG.

<sup>90</sup> Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 17 Rz 7.

<sup>91</sup> Vgl § 1 Z 4 Übernahmegesetz, BGBl I 127/1998 zuletzt geändert durch BGBl I 71/2009.

<sup>92</sup> Der Finanzmarktaufsicht obliegt die Überwachung der Beteiligungspublizitätsnormen.

<sup>93</sup> MwN *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 17 Rz 10 ff.

<sup>94</sup> Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde über Inhalte von Zwischenberichten, Meldungen über Änderungen bedeutender Beteiligungen und die Gleichwertigkeit von vorgeschriebenen Informationen aus Drittländern (Transparenz-Verordnung - TransV) vom 19.07.2007, BGBl II Nr. 175/2007; abrufbar unter N.N., <http://www.fma.gv.at/cms/site/DE/detail.html?doc=CMS1185544145925&channel=CH0095> (20.10.2010).

<sup>95</sup> Siehe unter N.N., <http://issuerinfo.oekb.at/startpage.html> (20.10.2010). Es werden verschiedene Abfragemöglichkeiten, wie zB Jahresfinanzberichte, Quartalsberichte, Ad-hoc-Meldungen usw, angeboten.

Offenlegungspflichtig sind natürliche und juristische Personen, Unternehmer wie Verbraucher in gleicher Weise, „unabhängig von ihrer nationalen Herkunft bzw ihrem Sitz“.<sup>96</sup>

Es ist möglich, dass nur der Erwerber oder nur der Veräußerer die Meldepflicht erfüllen. Es ist nicht notwendig, dass beide eine selbstständige Meldung vornehmen.<sup>97</sup> Jedoch muss jede Person darauf achten, dass die Mitteilung auch tatsächlich für sie durchgeführt wurde, denn bei rechtswidrigem Unterlassen kann jede verpflichtete Person verwaltungsstrafrechtlich belangt werden, trotz einer internen Vereinbarung bezüglich einer Offenlegung.<sup>98</sup>

#### b) Emittent

Wie bereits erwähnt, ist der Emittent gem § 93 Abs 2 BörseG ebenfalls zur Offenlegung verpflichtet, sobald er die Anzeige über eine maßgebliche Beteiligungsveränderung gem § 92a Abs 1 BörseG von den Aktionären erhalten hat. Spätestens zwei Handelstage nach deren Erhalt hat der Emittent alle darin enthaltenen Informationen zu veröffentlichen. Darüber hinaus können noch andere Publizitätspflichten wie zB die Ad-hoc-Publizitätspflicht kumulativ vorliegen.

#### c) Sonderfall: Market Maker

Gem § 81a Z 12 BörseG ist ein „Market Maker“ eine Person, die an den Finanzmärkten dauerhaft ihre Bereitschaft anzeigt, durch den An- und Verkauf von Finanzinstrumenten unter Einsatz des eigenen Kapitals zu von ihr festgestellten Kursen Handel für eigene Rechnung zu betreiben. Market Maker werden gem § 91 Abs 2 BörseG von der Mitteilungspflicht ausgenommen, sofern die 5-%-Schwelle oder mehr erreicht, über- oder unterschritten wird, vorausgesetzt er ist in seinem Herkunftsmitgliedstaat nach Maßgabe der RL 2004/39/EG<sup>99</sup> zugelassen und er greift nicht in die Geschäftsführung des betreffenden Emittenten ein und übt keinen Einfluss auf diesen dahin aus, die betreffenden Aktien zu kaufen oder den Aktienkurs zu stützen.

---

<sup>96</sup> *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (886).

<sup>97</sup> Ausdrücklich in Art 10 Abs 3 der Durchführungsrichtlinie und § 5 Abs 3 TransV; zur alten Rechtslage vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 17 Rz 12.

<sup>98</sup> *MwN Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (886).

<sup>99</sup> 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 (MiFiD-RL).

Market Making gehört zur Eigengeschäftstätigkeit der Kreditinstitute und dient ausschließlich der Liquiditätssicherung.<sup>100</sup> *Kalss/Zollner*<sup>101</sup> sind der Ansicht, dass der Market Maker nur im Rahmen der ersten Schwelle von 5 % befreit sein soll, bei höheren Aktienbeständen würde die Mitteilungspflicht greifen. Der Gesetzeswortlaut besagt, dass Market Maker ausgenommen sind, sofern die „Schwelle von 5 vH oder mehr“ erreicht, über- bzw unterschritten wird. Wenn man dieses „oder mehr“ weit auslegen würde, dann würde das bedeuten, dass auch alle anderen Schwellen davon betroffen sind. Dies würde jedoch dazu führen, dass Market Maker überhaupt von der Veröffentlichungspflicht ausgenommen sind und dies entspricht nicht dem Telos dieser Norm und würde sie auch überflüssig machen. Market Maker sind somit nur bis zum Erreichen der 10-%-Schwelle von der Mitteilungspflicht ausgenommen.

Der Entwurf zur Änderung des Börsegesetzes befindet sich seit längerem in Begutachtung in den zuständigen Ministerien. Der erste Schwellenwert sollte auf 3 % herabgesetzt werden und somit den deutschen und britischen Regelungen angeglichen werden. Der Gesetzesbeschluss war für 2010 geplant. Derzeit ist es jedoch nicht absehbar, ob und wann die neue Regelung vom Gesetzgeber umgesetzt wird.

#### 4. Schwellenwerte

Gem § 91 Abs 1 BörseG ist ein Erreichen, Über- und Unterschreiten des Anteils an den Stimmrechten von 5, 10, 15, 20, 25, 30, 35, 40, 45, 50, 75, und 90 % anzuzeigen. Dies gilt auch für die Anteilsschwelle, die ein solcher Emittent in Ansehung des § 27 Abs 1 Z 1 Übernahmegesetz - ÜbG, BGBl. I Nr. 127/1998, in seiner Satzung vorgesehen hat.<sup>102</sup> Bis 50 % ist somit in 5%-Schritten offen zu legen, danach wird nur mehr das Erreichen, Über- und Unterschreiten der aktienrechtlich relevanten Stimmrechtsschwellen (qualifizierte Beschlussmehrheit bei 75 % und für den Squeeze-Out bei 90 %) veröffentlichungspflichtig. Daher kann es auch vorkommen, dass es bei Veräußerung oder Erwerb einer einzigen Aktie zu einer Publizitätspflicht kommt.

Die Schwellenwerte sind gem § 91 Abs 1a BörseG ausgehend von der Gesamtzahl aller mit Stimmrechten versehenen Aktien zu berechnen, auch wenn die Ausübung dieser Stimmrechte ausgesetzt ist.<sup>103</sup>

---

<sup>100</sup> MwN *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (897).

<sup>101</sup> Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (897).

<sup>102</sup> Vgl § 91 Abs 1 BörseG 1989, BGBl Nr 555/1989.

<sup>103</sup> Ausführlich zur Schwellenwertberechnung mwN *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (887 f).

In Deutschland ist vergleichend betrachtet die niedrigste Meldeschwelle nach einer Novelle bei drei Prozent angesiedelt und auch in der Schweiz geplant. In Österreich wird ein Absetzen der Meldeschwelle von derzeit fünf auf drei oder zwei Prozent diskutiert und von der FMA und der Übernahmekommission auch befürwortet.<sup>104</sup> Das BMF wurde beauftragt, eine Studie über den Sinn der Herabsetzung der Schwellenwerte zu erstellen.<sup>105</sup> Wie oben bereits ausgeführt, ist nicht absehbar, ob und wann die neue Regelung vom Gesetzgeber beschlossen wird.

Eine weitere Meldeschwelle kommt aus dem Bereich des Übernahmerechtes hinzu. Hier muss ein Aktionär aufgrund des so genannten Konzerneingangsschutzes spätestens dann informiert werden, wenn die Kontrolle im Unternehmen wechselt. Im Übernahmegesetz (ÜbG) spricht man von einem Kontrollwechsel ab der Übernahme von 30 Prozent der Stimmrechte eines Unternehmens.<sup>106</sup> Dies muss der Übernahmekommission aufgrund § 22 ÜbG unverzüglich mitgeteilt werden und innerhalb von 20 Börsedagen ab Kontrollerlangung ein den Bestimmungen dieses Bundesgesetzes entsprechendes Angebot für alle Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft erstellt werden.

## **5. Offenlegungspflichtige Vorgänge**

Sämtliche Erwerbs- und Veräußerungsvorgänge werden erfasst. Dabei spielt es keine Rolle, ob diese entgeltlich oder unentgeltlich oder durch Einzel- oder Gesamtrechtsnachfolge vorgenommen werden. Das bedeutet, dass nicht nur ein Kauf oder Verkauf eine Offenlegungspflicht begründet, sondern auch eine Schenkung, ein Erbantritt, eine Verschmelzung oder Spaltung.<sup>107</sup>

Nach § 91 Abs 4 BörseG ist „dem Erwerb einer Beteiligung an einer Gesellschaft gem Abs 1 leg. cit. die erstmalige Zulassung der Aktien einer Gesellschaft zum amtlichen Handel oder zum geregelten Freiverkehr an einer österreichischen Börse gleichzuhalten.“ Ebenso sieht § 91 Abs 1a Satz 3 BörseG eine Meldepflicht gem Abs 1 für Personen vor, „wenn deren Stimmrechtsanteil infolge von Ereignissen, welche die Aufteilung der Stimmrechte verän-

---

<sup>104</sup> Vgl Jahresbericht 2007 der FMA vom 16.04.2007, 69, abrufbar unter N.N.

[http://www.fma.gv.at/cms/site/attachments/1/8/0/CH0240/CMS1213190360423/fma\\_jb07\\_komplettneu\\_05\\_05\\_08.pdf](http://www.fma.gv.at/cms/site/attachments/1/8/0/CH0240/CMS1213190360423/fma_jb07_komplettneu_05_05_08.pdf) (20.10.2010).

<sup>105</sup> MwN Kalss/Zollner, ÖBA 2007, 884 (886 f).

<sup>106</sup> Vgl § 22 Abs 2 ÜbG, BGBl I 127/1998 vom 14.08.1998.

<sup>107</sup> Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 17 Rz 18.

dern, bei Zugrundelegung der nach Maßgabe des § 93 Abs 1 BörseG veröffentlichten Angaben eine der in Abs 1 leg. cit. genannten Schwellen erreicht, über- oder unterschreitet.“

Nach neuer Rechtslage wird die Beteiligungspublizität durch zwei Arten geregelt:

- Gem § 91 Abs 1 BörseG und Art 9 Abs 1 der Transparenz-RL werden Stimmrechtsveränderungen, die auf Erwerb- oder Veräußerungsvorgänge beruhen, erfasst.
- § 92 BörseG weitet die Pflicht zur Offenlegung auf bestimmte Stimmrechtsveränderungen aus, welche nicht auf den Erwerb oder die Veräußerung von Aktien beruhen.

Es ist unbestritten, dass ein Über- oder Unterschreiten bzw Erreichen der Meldeschwellen bei Stammaktien zu einer Veröffentlichungspflicht führt. Ebenso ist es klar, dass stimmrechtslose Vorzugsaktien eindeutig nicht unter die Meldepflicht fallen, auch deshalb, da sich die Transparenz-Richtlinie nicht dagegen ausspricht.

Dazwischen ist es jedoch nicht immer so eindeutig. Ein Beispiel wäre der Syndikatsvertrag (siehe auch nächstes Kapitel über die Stimmrechtszurechnung): Wenn zwei Aktionäre vereinbaren, immer gemeinsam zu stimmen, müssen sie den Syndikatsvertrag melden. Dies auch, wenn jeder von ihnen nur drei Prozent der Anteile hält. Hier wird der Anteil zusammengerechnet auf sechs Prozent, somit wird die Fünf-Prozent-Schwelle überschritten und es muss eine Meldung erfolgen. Nach der Durchführungsverordnung zum Börsengesetz (Transparenz-Verordnung<sup>108</sup>) müssen auch bestimmte Geschäfte, die ein Recht auf den Erwerb von Aktien bewirken, gemeldet werden, wie zB Call-Optionen und Termingeschäfte.

## **6. Stimmrechtszurechnung**

Durch Aufspaltung des Aktienbesitzes auf mehrere Personen wäre es möglich die börserechtlichen Offenlegungspflichten zu umgehen. § 92 BörseG verhindert die Umgehung von Melde- und Offenlegungspflichten durch Zurechnung der Stimmrechte von dritten Personen in bestimmten im Gesetz aufgezählten Fällen.<sup>109</sup> Sinn und Zweck dieser Regelung ist jener, dass Aktionäre ihre Anteile nicht auf verschiedene, ihnen nahe stehenden Personen übertragen können, auf die sie daraufhin maßgeblich Einfluss nehmen können.

---

<sup>108</sup> BGBl II Nr 175/2007, siehe FN 94.

<sup>109</sup> Vgl § 92 BörseG 1989; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 17 Rz 31 ff.

In § 92 BörseG sind mehrere Fälle aufgezählt, in denen die Mitteilungspflicht auf jene Person ausgeweitet wird, die zur Ausübung von Stimmrechten in einem oder mehreren Fällen berechtigt ist. Somit kann es ua bei Abschluss von Syndikatsverträgen, bei einer Sicherungsübereignung, bei Fruchtgenuss, für kontrollierte Rechtsträger und bei indirektem Beteiligungserwerb zu einer Offenlegungspflicht bzw einer Stimmrechtszusammenrechnung kommen. In einer Generalklausel werden gem § 92 Z 5 BörseG sämtliche Konstellationen, in denen ein Aktionär zur Ausübung von fremden – also nicht in seinem Eigentum stehenden – Aktien berechtigt ist, erfasst.<sup>110</sup> Weiters werden noch Stimmrechte erfasst, die eine Person als Bevollmächtigte nach eigenem Ermessen ausüben darf, wenn keine besonderen Weisungen der Aktionäre vorliegen. Abschließend wird normiert, dass die Mitteilungspflicht nach § 91 Abs 1 und 1a BörseG auch für jene Person gilt, welche zur Ausübung von Stimmrechten, die der Person gem § 23 Abs 1 oder 2 ÜbG zuzurechnen sind, berechtigt ist.

Zu beachten ist, dass die zugerechneten Stimmrechte doppelt zu melden sind. Der Aktionär, dem die Stimmrechte aus Aktien eines Dritten zugerechnet werden, und der Dritte als Eigentümer der Beteiligung sind jeder für sich zur Offenlegung der geänderten Beteiligungsverhältnisse verpflichtet, wenn ein Schwellenwert erreicht, über- oder unterschritten wird.<sup>111</sup> In der Praxis bedeutsam sind vor allem die Stimmrechtszurechnung bei Treuhandschaften oder kontrollierten Unternehmen.<sup>112</sup>

Im bereits erwähnten Entwurf zur Änderung dieser Bestimmungen ist geplant, § 92 BörseG in Hinkunft viel genauer zu definieren. Diese Norm soll demnach umfassender geregelt werden und auch Wandelschuldverschreibungen mit einschließen. Eine gesetzliche Umsetzung ist derzeit nicht absehbar.

## **7. Frist und Inhalt der Offenlegung**

Wenn sich die Stimmrechtsanteile in Folge eines Aktientransfers so verändern, dass ein Schwellenwert erreicht, über- oder unterschritten wird, so müssen der Erwerber und der Veräußerer dies unverzüglich der FMA und dem Emittenten gegenüber offen legen.<sup>113</sup> § 91 BörseG sieht jedoch auch eine Publizitätspflicht gegenüber der Wiener Börse vor, jedoch nur dann, wenn die Wertpapiere des Emittenten an einem geregelten Markt des Börseunter-

---

<sup>110</sup> MwN Kalss/Zollner, ÖBA 2007, 884 (892).

<sup>111</sup> Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 17 Rz 32.

<sup>112</sup> Tiefergehende Ausführungen in Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 17 Rz 33 ff.

<sup>113</sup> Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 17 Rz 68 ff.

nehmens zugelassen sind. Für derivative (Finanz-)Instrumente gem § 91a BörseG ist zu sagen, dass § 8 Abs 5 TransV keine Offenlegung gegenüber der Wiener Börse vorsieht. Jedoch ist aus dem umfassenden Verweis von § 91a auf § 91 BörseG zu schließen, dass auch eine Publizitätspflicht gegenüber der Wiener Börse besteht. Die Aktien müssen wiederum an einem geregelten Markt zugelassen sein.<sup>114</sup>

Diesbezüglich ist eine Frist von maximal zwei Tagen einzuhalten. Diese richtet sich gem § 4 TransV nach dem Kalender der Handelstage der Wiener Börse AG. Beginn des Fristlaufs ist jener Tag, 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 erlangen müssen, oder über das in § 91 Abs 1a BörseG genannte Ereignis informiert wird. „Der tatsächlichen Kenntniserlangung ist die fahrlässige Unkenntnis gleichgestellt.“<sup>115</sup>

Sind mehrere Personen zur Mitteilung über dasselbe Ereignis verpflichtet, kann wiederum einer von ihnen gem § 5 Abs 3 TransV die Mitteilung – auch mit Wirkung für die anderen – durchführen. Die anderen werden von ihrer Pflicht zur Veröffentlichung nicht entbunden und können auch bei einer mangelnden Mitteilung oder bei Unterlassen der Mitteilung sanktioniert werden.<sup>116</sup>

Der Inhalt der Mitteilung bestimmt sich nach § 92a BörseG. Es ist zwischen einer Meldung gem § 91 BörseG und einer Meldung gem § 92 BörseG zu unterscheiden:

a) Mitteilung gem § 91 BörseG

Bei einer Übertragung von Eigentum an stimmrechtstragenden Aktien haben der Erwerber und der Veräußerer nicht nur das Erreichen, Über- und Unterschreiten der Meldeschwelle anzuzeigen, sondern „die exakte Anzahl der von ihr nach dem Erwerb bzw nach der Veräußerung gehaltenen Stimmrechte offen zu legen.“ Bei einem indirekten Beteiligungserwerb muss auch die Kette der kontrollierten Unternehmen bekannt gegeben werden.<sup>117</sup>

---

<sup>114</sup> MwN Kalss/Zollner, ÖBA 2007, 884 (896).

<sup>115</sup> Kalss/Zollner, ÖBA 2007, 884 (898).

<sup>116</sup> MwN Kalss/Zollner, ÖBA 2007, 884 (898).

<sup>117</sup> MwN Kalss/Zollner, ÖBA 2007, 884 (899).

Ebenso muss das Datum angegeben werden, an dem die Schwelle erreicht, über- bzw unterschritten wurde.

b) Mitteilung gem § 92 BörseG

Auch hier müssen die Stimmrechte exakt offen gelegt werden. Sinnvoll ist es auch, eine differenzierte Offenlegung vorzunehmen und Eigen- und Fremdbesitz zu trennen. Wiederum ist das Datum, wann die Schwelle erreicht, über- bzw unterschritten wurde und der Zeitpunkt der tatsächlichen Möglichkeit zur Stimmrechtsausübung anzugeben.<sup>118</sup>

## **8. Befreiung von der Offenlegungspflicht**

Im österreichischen Recht besteht keine Möglichkeit der Befreiung eines Emittenten von der Pflicht zur Offenlegung durch die FMA, jedoch sind gem § 91 Abs 2 BörseG Erwerbs- bzw Veräußerungsvorgänge in gewissen Fällen – wie zB die vorhin erwähnte Ausnahme bei Market Makern – von der Offenlegungspflicht befreit. Auch hier wurde mit der Novelle vom 25.04.2007, BGBl I 19/2007, § 91 Abs 2 BörseG geändert. In der ursprünglichen Fassung sah er eine Befreiung der Offenlegungspflicht im Rahmen der Ausübung des Effektengeschäftes vor. § 91 Abs 2a BörseG sieht nunmehr vor, dass Stimmrechte, die ein Kreditinstitut oder eine Wertpapierfirma im Rahmen der Ausübung des Effektengeschäftes (§ 1 Abs 2 Z 7 BWG) ausüben könnte, für die Zwecke der Schwellenwertberechnung nicht mitgezählt werden, sofern sie 5 % der Stimmrechtsanteile nicht überschreiten und sichergestellt wird, dass die betroffenen Stimmrechte aus Aktien nicht ausgeübt werden und nicht dazu benutzt werden, um auf die Geschäftsführung einzuwirken.

## **9. Offenlegungspflicht des Emittenten**

Die Publizitätspflichten des Emittenten gelten für Gesellschaften mit Sitz in Österreich, deren Aktien an einem geregelten Markt notieren. § 81a Abs 3 BörseG setzt Art 21 Abs 3 der Transparenz-RL um und sieht vor, dass die Publizitätspflicht auch für Emittenten gilt, für welche Österreich Aufnahmemitgliedstaat ist.<sup>119</sup> Das bedeutet, dass Emittenten, die ihren Sitz in einem anderen Staat haben, aber an der Wiener Börse notieren, davon erfasst werden. Die

---

<sup>118</sup> Kalss/Zollner, ÖBA 2007, 884 (899).

<sup>119</sup> MwN Kalss/Zollner, ÖBA 2007, 884 (886).

Regelung beschränkt sich nicht darauf, dass der Emittent ausschließlich in Österreich an der Börse notieren muss, sondern es werden auch Doppelnotierungen erfasst.<sup>120</sup>

Dies kann zu doppelten und unterschiedlichen Publizitätspflichten führen. Ein Emittent, der in Deutschland seinen Sitz hat und an der dortigen Börse notiert, aber auch an der Wiener Börse zu einem geregelten Markt zugelassen ist, muss die Publizitätspflichten gem § 26 WpHG UND jene nach § 93 BörseG beachten.<sup>121</sup>

#### a) Stimmrechte und Kapital

Gem § 93 Abs 1 BörseG hat der Emittent für die Zwecke der Berechnung der Schwellen gem § 91 BörseG die Gesamtzahl der Stimmrechte und das Kapital am Ende eines jeden Kalendermonats, an dem es zu einer Zu- oder Abnahme von Stimmrechten oder Kapital gekommen ist, zu veröffentlichen.

Die Offenlegung ist nicht wie bei § 91 BörseG vom Erreichen, Über- bzw Unterschreiten einer Meldeschwelle abhängig, sondern muss bei jeder Veränderung vorgenommen werden. Der Erwerb oder die Veräußerung von eigenen Aktien löst keine Offenlegungspflicht gem § 93 Abs 1 BörseG aus.<sup>122</sup>

#### b) Beteiligungsmeldungen

Der Emittent hat gem § 93 Abs 2 BörseG ab Erhalt der Mitteilung gem §§ 91, 91a und 92 Abs 1 BörseG<sup>123</sup>, spätestens jedoch zwei Handelstage nach deren Erhalt, alle darin enthaltenen Informationen zu veröffentlichen.

#### c) Eigene Aktien

Erwirbt oder veräußert ein Emittent von Aktien eigene Aktien entweder selbst oder über eine in eigenem Namen aber für Rechnung des Emittenten handelnde Person, hat er gem § 93 Abs 3 BörseG den Anteil an eigenen Aktien unverzüglich, spätestens jedoch zwei Han-

---

<sup>120</sup> Diese ist gem Art 3 Abs 2 lit a der Transparenz-RL zulässig, wenn die Offenlegungspflichten nicht über die Vorgaben der Richtlinie hinausgehen.

<sup>121</sup> Zu beachten ist, dass gem § 2b Abs 7 WpHG die deutschen Offenlegungspflichten nicht für Emittenten mit Sitz in Deutschland, die ausschließlich im Ausland notieren, gelten. Die Publizitätspflichten für Aktionäre gem § 21 WpHG gelten hingegen für alle Emittenten, deren Herkunftsstaat Deutschland ist.

<sup>122</sup> Vgl aber § 93 Abs 3 BörseG; vgl Punkt V.C.9.c.

<sup>123</sup> Es handelt sich hierbei um die Anzeige gem den §§ 91 und 92 BörseG.

delstage nach dem Erwerb oder der Veräußerung zu veröffentlichen, wenn dieser Anteil die Schwelle von 5 % oder 10 % der Stimmrechte erreicht, über- oder unterschreitet. Der Anteil errechnet sich ausgehend von der Gesamtzahl der Aktien, die mit Stimmrechten versehen sind.

#### d) Sonstige Offenlegungspflichten

Nach § 93 Abs 4 BörseG sind sämtliche Änderungen der an die verschiedenen Aktiengattungen geknüpften Rechte publizitätspflichtig. Es sind gem § 93 Abs 5 BörseG zudem Änderungen sonstiger Wertpapiere und gem § 93 Abs 6 BörseG Anleihenneuemissionen, insbesondere alle damit in Zusammenhang stehenden Garantien und Sicherheiten, offenlegungspflichtig.

### **10. § 86 Abs 1 BörseG**

Es ist zudem § 86 Abs 1 iVm § 81a Abs 1 Z 9 iVm § 82 Abs 8 BörseG zu beachten. Zu den „vorgeschriebenen Information“ gem § 81a Abs 1 Z 9 BörseG zählen alle Angaben, die ein Emittent gem § 82 Abs 8 BörseG veröffentlichen muss. Dazu gehören auch sämtliche Veröffentlichungen gem § 93 Abs 1 bis 6 BörseG. Es wird hiezu auf die Ausführungen zur Regelpublizität verwiesen.<sup>124</sup>

### **11. Sanktionen**

Die Frage, ob und wer für eine unterlassene oder unzureichende Offenlegung haftet, wird ausführlich im Kapitel VI. Folgen der Verletzung der Publizitätsvorschriften in Österreich in Punkt VI.C. Verletzung der Vorschriften über die Beteiligungspublizität erörtert.

## ***D. Directors' Dealings***

### **1. Allgemeines**

Directors' Dealings kommen immer häufiger in den Medien vor. Von Directors' Dealings spricht man, wenn Wertpapiere von Personen, die im Unternehmen Führungsaufgaben<sup>125</sup> wahrnehmen, ge- bzw verkauft werden. Diesen Personen gleichgestellt sind natürliche und juristische Personen, die in enger Beziehung zu diesen Führungskräften stehen.

---

<sup>124</sup> Vgl Punkt V.B.1.

<sup>125</sup> Darunter sind Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrates, aber auch andere Führungspersonen im Unternehmen und ihnen nahe stehende Personen zu zählen.

Die Bedeutung der Directors' Dealings sieht man in der großen Anzahl an eingegangenen Meldungen im Jahr 2008. 1.005 Meldungen gem § 48d BörseG sind im Jahr 2008 bei der FMA eingelangt.<sup>126</sup> Eine aktuelle Aufstellung<sup>127</sup> von Directors' Dealings findet sich auf der Website der FMA<sup>128</sup>. Führungskräfte im Unternehmen haben in der Regel einen Informationsvorsprung über die wirtschaftlichen Verhältnisse im Unternehmen und über die zukünftigen Prognosen bzgl des Unternehmenserfolges.

Deshalb haben Börsetransaktionen von solchen Führungskräften eine Signalwirkung an den Markt, an der sich viele Anleger auch orientieren (können).

## 2. § 48d Abs 4 BörseG

### a) Anwendungsbereich

§ 48d BörseG gilt nur für Führungskräfte von Emittenten mit Sitz im Inland<sup>129</sup>. Emittenten mit Sitz außerhalb des EWR sind erfasst, wenn sie gem Art 10 Prospekt-RL<sup>130</sup> jährlich einen Prospekt zu erstellen haben.

### b) Normadressaten

Wie bereits erwähnt, richtet sich diese Norm an Führungskräfte in einem börsennotierten Unternehmen. Sämtliche Führungskräfte – inländische wie ausländische – sind erfasst.<sup>131</sup> Das bedeutet, dass ua Vorstands-, Aufsichts- und Verwaltungsratsmitglieder und deren nahestehende Personen der Meldepflicht unterliegen. Bereits aus dem Unternehmen ausgeschiedene Führungskräfte sind hingegen nicht mehr meldepflichtig.

Gem § 48a Abs 1 Z8 lit b iVm § 48d Abs 4 BörseG werden auch sonstige Führungskräfte, die weder einem Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan des Emittenten angehören, von der Meldepflicht erfasst, sofern diese befugt sind, unternehmerische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven dieses Emittenten zu treffen, als auch regel-

---

<sup>126</sup> Jahresbericht 2008 der FMA vom 16.04.2008, abrufbar unter N.N. <http://www.fma.gv.at/IBInteraktiv/2008/DE/gesamt.htm>, (20.10.2010).

<sup>127</sup> Siehe N.N., <http://www.fma.gv.at/downloads/Directors2010.pdf> (20.10.2010).

<sup>128</sup> Aufstellungen der vergangenen Jahre und aktuelle Listen über Directors' Dealings in Österreich finden sich unter N.N., <http://fma.cms.apa.at/cms/site/DE/detail.html?doc=CMS1140107060297&channel=CH0099> (20.10.2010).

<sup>129</sup> Kritisch dazu: *Kalss/Zollner*, Directors' Dealings – Der neue § 48d Abs 4 BörseG, GeS 2005, 106.

<sup>130</sup> Richtlinie 2003/71/EG.

<sup>131</sup> MwN *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 18 Rz 7 ff.

mäßig Zugang zu Insiderinformationen mit direktem oder indirektem Bezug zum Emittenten haben. Diese Voraussetzungen müssen jedoch kumulativ vorliegen.<sup>132</sup>

c) Offenlegungspflicht<sup>133</sup>

Der Meldepflicht unterliegen Eigengeschäfte mit Aktien des Emittenten, aktienähnlichen Wertpapieren (Partizipationsscheine, Genussrechte usw) und Derivaten<sup>134</sup>. Ebenfalls ist der Erwerb von Aktien eines iSd § 228 Abs 3 UGB verbundenen Unternehmens von der Meldepflicht erfasst.

d) Schwellenwert

Die Meldung an die FMA kann gem § 48d Abs 4 Z 2 BörseG solange aufgeschoben werden, bis die Gesamtabschlusssumme der Geschäfte in einem Kalenderjahr den Betrag von EUR 5.000,00 erreicht hat. Bei der Ermittlung der Gesamtabschlusssumme sind die getätigten Geschäfte der Führungspersonen und jene Geschäfte von ihnen nahe stehenden Personen zusammenzurechnen.

Diese Grenze gilt analog für die Offenlegung gegenüber dem Publikum.<sup>135</sup>

e) Zurechnungstatbestände<sup>136</sup>

Damit eine Umgehung der Offenlegungspflicht verhindert wird, sieht das Gesetz wiederum eine Reihe von Zurechnungstatbeständen vor. Dabei wird unterschieden zwischen familiären (§ 48a Abs 1 Z 9 lit a – c BörseG) und wirtschaftlichen Nahebeziehungen (§48a Abs 1 Z 9 lit d BörseG).

f) Zeitpunkt und Inhalt der Mitteilung

Gem § 48d Abs 4 Z 2 BörseG haben Führungskräfte innerhalb einer Frist von fünf Arbeitstagen ab Überschreitung der Bagatellgrenze der FMA von der Transaktion zu berichten. Beginn des Fristlaufs ist der auf den Tag des Abschlusses des Rechtsgeschäfts folgende Tag.

---

<sup>132</sup> Kalss/Zollner, GeS 2005, 106 (109).

<sup>133</sup> MwN Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 18 Rz 18 ff.

<sup>134</sup> Derivate werden nur dann erfasst, wenn sie sich auf Aktien oder aktienähnliche Wertpapiere beziehen, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind.

<sup>135</sup> Kalss/Zollner, GeS 2005, 106 (112).

<sup>136</sup> Dazu ausführlich und mwN Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 18 Rz 24 ff.

Gem § 48d Abs 4 Z 1 BörseG hat die Meldung den Namen der Person, die bei einem Emittenten von Finanzinstrumenten Führungsaufgaben wahrnimmt, oder den Namen der Person, die zu einer solchen Person in enger Beziehung steht, den Grund für die Meldepflicht, die Bezeichnung des betreffenden Emittenten, die Art des Geschäfts (zB An- oder Verkauf), das Abschlussdatum und den Ort, an dem das Geschäft getätigt wurde, die Beschreibung des Finanzinstruments, den Preis und das Geschäftsvolumen zu umfassen.

Für die Unterrichtung des Publikums ist keine Frist gesetzlich festgelegt. Daraus könnte geschlossen werden, dass eine Veröffentlichung unverzüglich und somit früher als die Meldung an die FMA erfolgen müsste. Der Zweck der Regelung ist jedoch dahingehend, dass das Publikum zur gleichen Zeit – somit binnen einer Frist von fünf Arbeitstagen – und mit dem gleichen Inhalt wie die FMA benachrichtigt wird.

### **3. Sanktionen**

Die Frage, ob und wer für eine unterlassene oder unzureichende Offenlegung haftet, wird ausführlich im Kapitel VI. Folgen der Verletzung der Publizitätsvorschriften in Österreich in Punkt VI.D. Verletzung der Vorschriften über Directors' Dealings erörtert.

## ***E. Ad-hoc-Publizität***

### **1. Allgemeines**

#### a) Rechtsgrundlage

Die BörseG-Novelle 2004<sup>137</sup> hat in Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>138</sup> eine Neufassung des Insiderhandelsverbots und der Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität gebracht. In das BörseG wurden die §§ 48a bis 48t eingefügt.<sup>139</sup>

---

<sup>137</sup> BGBl I 127/2004 vom 16.11.2004.

<sup>138</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation („Marktmissbrauchs-RL“), Abl 2003 L 96/16. Sie ersetzt die RL 89/592/EWG des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte.

<sup>139</sup> Vgl §§ 48a bis 48t BörseG 1989, BGBl.Nr 555/1989 zuletzt geändert durch BGBl I Nr 127/2004.

Die Ad-hoc-Publizität wird in § 48d BörseG<sup>140</sup> geregelt, welcher gem seinem Abs 1 lautet wie folgt:

*„Die Emittenten von Finanzinstrumenten haben Insider-Informationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich der Öffentlichkeit bekannt zu geben. Das Eintreten einer Reihe von Umständen oder eines Ereignisses - obgleich noch nicht formell festgestellt - ist von den Emittenten unverzüglich bekannt zu geben. Alle erheblichen Veränderungen im Hinblick auf eine bereits offen gelegte Insider-Information sind unverzüglich nach dem Eintreten dieser Veränderungen bekannt zu geben. Dies hat auf demselben Wege zu erfolgen wie die Bekanntgabe der ursprünglichen Information. Die Veröffentlichung einer Insider-Information an das Publikum hat so zeitgleich wie möglich für alle Anlegerkategorien in den Mitgliedstaaten, in denen diese Emittenten die Zulassung ihrer Finanzinstrumente zum Handel auf einem geregelten Markt beantragt oder bereits erhalten haben, zu erfolgen. Die Emittenten haben alle Insider-Informationen, die sie der Öffentlichkeit bekannt geben müssen, während eines angemessenen Zeitraums auf ihrer Internet-Seite anzuzeigen.“*

## b) Entstehung

Die Ad-hoc-Publizität basiert auf der Börsenzulassungsrichtlinie 1979<sup>141</sup> (Art 68 Abs 1 Konsolidierte Richtlinie). Diese hatte zunächst provisorischen Charakter. Man wollte lediglich Mindestbedingungen schaffen. Die Mitgliedstaaten sollten gem Art 5 Abs 2 Börsenzulassungsrichtlinie (Art 8 Abs 2 Konsolidierte Richtlinie) berechtigt sein, darüber hinaus strengere oder zusätzliche Pflichten für Emittenten zu schaffen, sofern diese für alle in gleichem Ausmaß gelten.

Zum Zeitpunkt der Einführung des Börsegesetzes im Jahr 1989 gab es noch keine Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität.<sup>142</sup> Diese wurde erst vier Jahre später durch die Börsegesetz-Novelle 1993<sup>143</sup> eingeführt.<sup>144</sup>

---

<sup>140</sup> Vgl Artikel 6 der Richtlinie 2003/6/EG (Marktmissbrauchs-RL).

<sup>141</sup> Richtlinie des Rates vom 05.03.1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, 79/279/EWG vom 05.03.1979, ABl. EG L 66 vom 16.03.1979, 21 (Börsenzulassungs-Richtlinie), aufgehoben gem Art 111 der Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen vom 28.05.2001, ABl. EG L 184 vom 06.07.2001, 1, 36, 52 (Kapitalmarktpublizitäts-Richtlinie).

<sup>142</sup> BGBI I 555/1989.

<sup>143</sup> Art I Z 57 des Bundesgesetzes, mit dem das Börsegesetz 1989 geändert, die Beitragsleistung zum Wiener Börsenfonds neu geregelt (Börsenfondsgesetz) und die Börsenfondsnovelle 1925 aufgehoben wird, BGI 529/1993.

Durch eine weitere Novelle 1996<sup>145</sup> entstanden die Abs 7 und 8 in § 82 BörseG und Abs 6 wurde neu gefasst. Der Tatbestand der Ad-hoc-Publizität erfuhr eine wichtige Änderung. Bisher wurde eine neue Tatsache als eine solche erfasst, wenn sie geeignet war, den Kurs der vom Emittenten gehandelten Wertpapiere erheblich zu beeinflussen. § 82 Abs 6 BörseG<sup>146</sup> regelte eine Tatsache, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten ist, „wenn sie wegen ihrer Auswirkung auf den Geschäftsverlauf, die Vermögens- oder Ertragslage geeignet ist, den Kurs der Wertpapiere erheblich zu beeinflussen“. Die Neuerungen entsprechen der sekundärrechtlichen Vorgabe in der Börsenzulassungsrichtlinie 1979.

Die Ad-hoc-Publizität wurde aufgrund von Vorgaben aus Richtlinien eingeführt. Erstmals enthalten ist sie in Schema C Ziffer 5 Buchstabe a) der Börsenzulassungsrichtlinie 1979. In Art 68 Abs 1 der Börsenzulassungsrichtlinie 2001 ist die gleiche Bestimmung enthalten. Demnach muss *„die Gesellschaft das Publikum unverzüglich über neue erhebliche Tatsachen in Kenntnis setzen, die in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten sind und die der breiten Öffentlichkeit nicht bekannt sind, aber wegen ihrer Auswirkung auf ihre Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf zu einer beträchtlichen Änderung der Kurse ihrer Aktien führen können.“*

Art 7 der Insiderrichtlinie 1989<sup>147</sup> „dehnt die Verpflichtung der Börsenzulassungsrichtlinie, die dort nur für den amtlichen Handel besteht, auf geregelte Märkte aus.“<sup>148</sup> Die BörseG-Novelle 2004 setzt die Marktmissbrauchs-RL<sup>149</sup>, die drei Durchführungs-RL<sup>150</sup> und eine

---

<sup>144</sup> § 82 Abs 6 BörseG 1989.

<sup>145</sup> Bundesgesetz über die Beaufsichtigung von Wertpapierdienstleistungen (Wertpapieraufsichtsgesetz) und über die Änderung des Bankwesengesetzes, des Börsengesetzes 1989, des Einführungsgesetzes zu den Verwaltungsverfahrensgesetzen 1991, der Konkursordnung, der Ausgleichsordnung, des Versicherungsaufsichtsgesetzes und des Investmentfondsgesetzes, BGBl I 753/1996.

<sup>146</sup> IdF BGBl I 753/1996.

<sup>147</sup> Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABi L 334 vom 18.11.1989 ("Insider-RL").

<sup>148</sup> Gruber, Ad-hoc-Publizität, ÖBA 2003, 239 (240).

<sup>149</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation („Marktmissbrauchs-RL“), ABi 2003 L 96/16 vom 12.04.2003.

<sup>150</sup> RL 2003/124/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der RL 2003/6/EG betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABi 2003 L 339/70 („Durchführungs-RL I“); RL 2003/125/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der RL 2003/6/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, ABi 2003 L 339/73 („Durchführungs-RL II“); RL 2004/72/EG der Kommission vom 29.4.2004 zur Durchführung der RL 2003/6/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insiderverzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtigter Transaktionen, ABi 2004 L 162/70 („Durchführungs-RL III“).

DurchführungsV<sup>151</sup> der Kommission um. Mit dieser wurde § 48d BörseG eingeführt, welcher nun die Ad-hoc-Publizität regelt, und zugleich die bisherige Regelung von § 82 Abs 6 BörseG aufgehoben. Neue Regelungen bzgl Form, Inhalt und Art der Veröffentlichung von Mitteilungen wurden durch die Veröffentlichungs- und Meldeverordnung (VMV) konkretisiert.<sup>152</sup> Teilweise bleiben jedoch die Absätze des § 82 BörseG in Kraft, wie zB die Abs 7 und 8, welche die Vorgehensweise bzw Art der Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung regeln, sodass eine Zusammenschau notwendig ist.

Maßgebliche Neuerungen im Bereich der Ad-hoc-Publizität liegen darin, „dass der Begriff der emittentenbezogenen Tatsache, die gem § 82 Abs 6 BörseG bisher zu veröffentlichen war, durch jenen der Insiderinformation ersetzt wird, die einen Emittenten unmittelbar betrifft. Eine derartige Insiderinformation ist unverzüglich der Öffentlichkeit bekannt zu geben, selbst wenn ein Ereignis noch nicht formal festgestellt wurde. Der maßgebliche Anknüpfungspunkt, nämlich die Insiderinformation, muss sich auf den Emittenten beziehen und ihn unmittelbar betreffen und ist insoweit dem Insiderrecht gleichgestellt worden.“<sup>153</sup>

## 2. Zweck

Erst wenn ein Anleger ausreichend Informationen über einen Emittenten hat, ist es ihm möglich, Risiken abzuschätzen, um Nachteile zu vermeiden (Anlegerschutzprinzip). Deshalb sieht das Börserecht zusätzlich zur regelmäßigen Publizität (Jahresabschlüsse, Quartalsberichte, Zwischenmitteilungen usw) die anlassbezogene Publizität (Beteiligungspublizität, Directors' Dealings, Ad-hoc-Publizität) vor, welche die Pflicht zur sofortigen Bekanntgabe bestimmter Informationen regelt.<sup>154</sup>

In der Praxis erfolgt die Veröffentlichung von Ad-hoc-Meldungen in der Regel über vom Emittenten beauftragte Ad-hoc-Dienstleister, wie zB euro adhoc<sup>155</sup>, Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (DGAP)<sup>156</sup>, Business Wire<sup>157</sup> ua.

---

<sup>151</sup> Verordnung (EG) Nr 2273/2003 der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates - Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, ABl Nr L 336 vom 23.12.2003, 33-38.

<sup>152</sup> Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über Form, Inhalt und Art der Veröffentlichung und Übermittlung von Ad-hoc-Meldungen und Directors' Dealings-Meldungen (Veröffentlichungs- und Meldeverordnung – VMV), BGBl II 109/2005, in Kraft seit 02.05.2005.

<sup>153</sup> MWN *Kalss/Zahradnik*, BörseGNov 2004: Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, *ecolex* 2006, 393.

<sup>154</sup> *Brandl/Hohensinner*, Die Haftung des Vorstands für Verletzungen der Ad-hoc-Publizität nach § 82 Abs 6 BörseG, *ecolex* 2002, 92.

<sup>155</sup> Abrufbar unter N.N., <http://www.euroadhoc.com/> (20.10.2010).

Welche Relevanz die Ad-hoc-Publizität hat, zeigt die Anzahl der veröffentlichten Ad-hoc-Meldungen. Im Jahr 2007 wurden 557 Ad-hoc-Mitteilungen veröffentlicht, im Gegensatz zu 473 Meldungen im Jahr 2006. Das bedeutet einen sprunghaften Anstieg gegenüber dem Jahr 2006, welcher darauf zurückzuführen ist, dass sich die Zahl der meldepflichtigen Unternehmen – aufgrund der neuen Rechtslage – erhöht hat. Laut Jahresbericht 2008 der FMA hat sich die Zahl der Ad-hoc-Meldungen mit 555 auf Vorjahresniveau eingependelt.<sup>158</sup>

Die Ad-hoc-Publizität dient mehreren Zwecken:<sup>159</sup>

- Funktionsschutz<sup>160</sup>: Durch Einbeziehung aller relevanten Informationen wird eine effiziente Preisbildung ermöglicht, welche die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes schützt.
- Insiderhandelsverbot: Durch die Novelle 2004 erlangte die Insiderinformation größere Bedeutung, denn sie ist nunmehr offenlegungspflichtig, wenn sie den Emittenten unmittelbar betrifft. Die Ad-hoc-Publizität stellt eine wichtige präventive Maßnahme gegen den Missbrauch von Insiderinformationen dar.<sup>161</sup> Nach der Veröffentlichung fällt der Charakter als Insiderinformation weg. Die gesetzliche Unterbindung des Insiderhandels löste in der Vergangenheit eine Reihe von Diskussionen aus. Als Gründe für eine Unterbindung wurden ua ethische Beurteilungen, die Notwendigkeit des Individualschutzes einzelner Anleger und der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes genannt.<sup>162</sup>

### 3. § 48d BörseG – Tatbestandsmerkmale

In diesem Kapitel werden die einzelnen Tatbestandsmerkmale des § 48d BörseG näher betrachtet.

#### a) Anwendungsbereich

Der Anwendungsbereich lässt sich in den sachlichen und in den persönlichen Anwendungsbereich unterteilen:

---

<sup>156</sup> Abrufbar unter N.N., <http://www.dgap.de/> (20.10.2010).

<sup>157</sup> Abrufbar unter N.N., <http://www.businesswire.com/portal/site/home/> (20.10.2010).

<sup>158</sup> Jahresbericht 2008 der FMA vom 16.04.2008, abrufbar unter N.N., <http://www.fma.gv.at/JBInteraktiv/2008/DE/gesamt.htm>, (23.11.2010).

<sup>159</sup> MwN Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 14 Rz 2.

<sup>160</sup> Oppitz/Schwarz-Vartok, Die Ad-hoc-Publizität aus der Sicht des Unternehmens, RWZ 1995, 258 (258 f); Hausmaninger, Insider Trading (1997) 389 f; Gruber, ÖBA 2003, 239 (240).

<sup>161</sup> MwN Gruber, ÖBA 2003, 239 (240).

<sup>162</sup> Vgl Noll/Klimscha, Über die Sinnhaftigkeit der Bestrafung von Insidergeschäften, ÖJZ 2005, 38, welche sich ausführlich mit den Argumenten über die Unterbindung des Insiderhandels auseinandergesetzt haben.

### (1) Sachlicher Anwendungsbereich

Die Ad-hoc-Publizitätspflicht gilt für den Amtlichen Handel, für den Regierten Freiverkehr und neuerdings auch für den so genannten Ungeregelten Dritten Markt<sup>163</sup>. Die frühere Regelung, dass im Dritten Markt keine Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität besteht, war eine „untaugliche Umsetzung des einschlägigen EU-Sekundärrechts und damit richtlinienwidrig.“<sup>164</sup>

### (2) Persönlicher Anwendungsbereich

Adressaten der Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität sind die Emittenten von Finanzinstrumenten. § 48 f BörseG definiert einen Emittenten iSd Gesetzesabschnittes, als denjenigen Emittent eines Finanzinstruments, auf das sich die Empfehlung direkt oder indirekt bezieht.<sup>165</sup> Das Gesetz kennt noch andere Definitionen, welche sich aber auf den jeweiligen Abschnitt beziehen.<sup>166</sup>

Finanzinstrumente werden zum Einen durch eine Aufzählung der betroffenen Finanzinstrumente in § 48a Abs 1 Z 3 lit a – h BörseG<sup>167</sup> definiert und zum Anderen werden „alle Instrumente, die zum Handel auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel in einem solchen Markt gestellt wurde, erfasst (§ 48a Abs 1 Z 3 lit i iVm § 48a Abs 1 Z 4 BörseG).“<sup>168</sup>

### b) Publizitätspflichtige Tatsachen - Insiderinformation

§ 82 Abs 6 Satz 1 BörseGaF<sup>169</sup> sprach noch vor seiner Novellierung im Jahr 2004 davon, dass der Emittent eine neue Tatsache zu veröffentlichen hat, die in seinem Tätigkeitsbereich einge-

---

<sup>163</sup> § 48a Abs 1 Z 4 BörseG, welcher die Ad-hoc-Publizitätspflicht für Aktien im Ungeregelten Dritten Markt ausgeschlossen hat, wurde mit BGBl 60/2007 vom 31.07.2007 aufgehoben.

<sup>164</sup> Gruber, ÖBA 2003, 239 (241); Wolfbauer, Der Dritte Markt aus europarechtlicher Sicht, *ecolex* 2001, 236.

<sup>165</sup> Vgl frühere Definition in § 72 BörseG: Emittent ist für Zwecke der Ad-hoc-Publizität „jene Gesellschaft, die den Zulassungsantrag für ein publizitätspflichtiges Marktsegment stellt“.

<sup>166</sup> Siehe § 81a Abs 1 Z 4 BörseG, BGBl I 555/1989.

<sup>167</sup> Die Definition der Finanzinstrumente umfasst danach auch Warenderivate, Zinsausgleichsverfahren, Zins- und Devisenswaps sowie Swaps auf Aktien oder Aktienindexbasis, Kauf- und Verkaufsoptionen sowie gleichwertig abgerechnete Instrumente.

<sup>168</sup> Schuhmacher, Zur Auslegung des neu gefassten Tatbestands des Missbrauchs einer Insiderinformation, ÖBA 2005, 533.

<sup>169</sup> IdF vor seiner Aufhebung durch BGBl I 127/2004.

treten ist, wenn sie wegen ihrer Auswirkung auf den Geschäftsverlauf, die Vermögens- oder Ertragslage geeignet ist, den Kurs der Wertpapiere erheblich zu beeinflussen.<sup>170</sup>

Im Gegensatz zum Jahresabschluss und zum Lagebericht wird nicht die Darstellung des Geschäftsverlaufes bzw der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage bezweckt, sondern es geht um Tatsachen, deren Auswirkung auf den Geschäftsverlauf bzw die Vermögens- oder Ertragslage sich zur Kursbeeinflussung eignen. So eine Tatsache muss nicht zwingend in der Bilanz oder im Lagebericht aufscheinen, deshalb ist hier klar abzugrenzen. Umgekehrt kann eine Tatsache, die noch nicht publizitätspflichtig ist, in der Bilanz aufscheinen. Regelpublizität und Ad-hoc-Publizität sind zwar verwandt, aber nicht deckungsgleich zu sehen.

Beispiele von Tatsachen mit typischer Auswirkung auf den Geschäftsverlauf sind:

Verschmelzungsverträge, Kapitalmaßnahmen, Abschluss neuer Großaufträge, Erwerb- und Veräußerung von wesentlichen Beteiligungen, Überschuldungen, strategische Entscheidungen mit langfristiger Wirkung, Wechsel von Führungspersonen etc.

Aus diesen Beispielen ist abzuleiten, dass das publizitätspflichtige Ereignis von einiger Bedeutung sein muss und Bagatellfälle die Publizitätspflicht somit nicht auslösen. In den Gesetzesmaterialien zum Insiderstrafatbestand des § 48a BörseG wird dies bestätigt. Dort heißt es ua „die Erheblichkeitsschwelle bei der Kursveränderung schließt Bagatellfälle aus“.<sup>171</sup>

Dabei ist jedoch anzumerken, dass eine Tatsache bei einem Unternehmen eine Ad-hoc-Publizitätspflicht auslösen kann, bei einem anderen hingegen nicht. „Entscheidend ist immer die Beurteilung im konkreten Einzelfall.“<sup>172</sup> Wann eine Pflicht zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung bei laufenden Verhandlungen oder verschiedenen Stadien eines „Prozesses“ (zB Unternehmenskauf) besteht, ist schwierig abzugrenzen.

Laut OLG Frankfurt/Main beginnt die Publizitätspflicht bereits dann, wenn der Bereich interner Willensbildung sich zu einer konkreten Tatsache verdichtet hat und das Ergebnis dieses Willensbildungsprozesses gegenüber einem Entscheidungsträger des Unternehmens als konkrete Tatsache objektiv nach außen zu Tage tritt.<sup>173</sup>

---

<sup>170</sup> Wie vorhin erwähnt war diese Präzisierung in der ursprünglichen Fassung des § 82 Abs 6 BörseG nicht enthalten, sondern wurde erst durch die Novelle im Jahr 1996 in das Gesetz aufgenommen.

<sup>171</sup> ErlRV 1110 BlgNR 18. GP, 19 zu § 48a BörseGaF.

<sup>172</sup> Vgl demonstrative Aufzählung in Leitfaden „Insiderhandelsverbote und Ad-hoc-Publizität“ von BAWe und Deutsche Börse AG, 2. Auflage (Mai 1998), 50 ff, 58 f.

<sup>173</sup> ZIP 12/2009, 563 ff (OLG Frankfurt/Main, Beschluss vom 12.02.2009 – 2 Ss-OWi 514/08, ZIP 2008, 2313).

Im nunmehrigen § 48d BörseG<sup>174</sup> wird davon gesprochen, dass Emittenten von Finanzinstrumenten *Insiderinformationen*, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich der Öffentlichkeit bekannt zu geben haben.

Was unter einer Insiderinformation iSd Gesetzes zu verstehen ist, regelt § 48a Abs 1 Z1:

*"Insider-Information" ist 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 wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde. "*

Ebenso sind alle erheblichen Veränderungen auf eine bereits offen gelegte Insiderinformation unverzüglich zu veröffentlichen. Alle Insiderinformationen, die der Öffentlichkeit bekannt gegeben wurden, müssen während eines angemessenen Zeitraumes auf der Internetseite des Emittenten angezeigt werden. Dies war im ursprünglichen § 82 Abs 6 BörseG noch nicht vorgesehen. Eine genaue Zeitspanne ist jedoch nicht normiert.

Darüber hinaus ist wiederum zu beachten, dass Emittenten, für welche Österreich Herkunftsmitgliedstaat<sup>175</sup> ist, gem § 86 Abs 1 BörseG eine Kopie der veröffentlichten Informationen an die FMA, die OeKB und – bei in Österreich börsennotierten Gesellschaften auch – an das Börseunternehmen übermitteln müssen.<sup>176</sup> Dies auch dann, wenn die österreichische Aktiengesellschaft ausschließlich zB in Deutschland börsennotiert ist und sämtliche deutsche Veröffentlichungspflichten erfüllt.

### c) Aufschieben der Veröffentlichungspflicht

§ 82 Abs 6 BörseG idF von 2004 normierte, dass die „FMA den Emittenten auf Antrag von der Veröffentlichungspflicht befreien kann, wenn dadurch die Schädigung berechtigter Interessen des Emittenten verhindert werden kann.“ Der Emittent hat zudem noch zu bescheinigen, dass Anleger dadurch nicht geschädigt werden.

---

<sup>174</sup> Eingeführt durch BGBl I Nr 127/2004.

<sup>175</sup> Vgl § 81a Abs 1 Z 7 BörseG, BGBl I 555/1989.

<sup>176</sup> Vgl Ausführungen in Punkt V.B.1.

§ 48d Abs 2 BörseG regelt dies viel präziser: Der Emittent kann die Bekanntgabe von Insider-Informationen aufschieben, „wenn diese Bekanntgabe seinen berechtigten Interessen schaden könnte, sofern diese Unterlassung nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen, und der Emittent in der Lage ist, die Vertraulichkeit der Information zu gewährleisten.“<sup>177</sup>

Vom Recht, die Bekanntgabe einer Insiderinformation aufzuschieben, haben Emittenten im Jahr 2008 (gleich wie im Jahr 2007) in sechs Fällen Gebrauch gemacht. Damit war die Zahl der Aufschiebe gegenüber dem Jahr 2006 (15), wo diese Regelung erstmals zur Anwendung kam, deutlich geringer. Dies liegt großteils daran, dass viele anfängliche Anwendungsfragen in der Zwischenzeit geklärt werden konnten. Der Regelfall für einen Aufschub sind mehrstufige Entscheidungsprozesse.<sup>178</sup>

Den Terminus „berechtigte Interessen“ könnte man sehr dehnbar auslegen. Der Gesetzgeber präzisiert jedoch seine Vorstellungen in § 48d Abs 2 Z 1 BörseG. Er normiert, dass berechtigte Interessen ua bei laufenden Verhandlungen oder damit verbundenen Umständen, welche bei einer Veröffentlichung gefährdet bzw beeinträchtigt wären, vorliegen. Ebenso, wenn eine Entscheidung des Geschäftsführungsorgans noch der Zustimmung eines anderen Organs im Unternehmen bedarf.

Die Emittenten haben den Zugang zu Insiderinformationen zu kontrollieren, indem sie wirksame Vorkehrungen zu treffen haben, um unbefugten Personen den Zugang zu verweigern bzw Maßnahmen zu treffen, damit Informationen nicht an die Öffentlichkeit gelangen. Die FMA muss von einer etwaigen Aufschiebung der Veröffentlichung unverzüglich benachrichtigt werden.

Gem § 48d Abs 3 BörseG werden noch zwei weitere Tatbestände von der Publizitätspflicht erfasst. Zum Einen ist die absichtliche und gewollte Weitergabe von Insiderinformationen an einen Dritten, welche vom Emittenten oder von in seinem Auftrag oder für seine Rechnung handelnden Personen erfolgt, publizitätspflichtig. Diese Normadressaten haben zeitgleich die Informationen der Öffentlichkeit vollständig und tatsächlich bekannt zu geben. Zum Anderen ist auch die unwissentliche bzw unabsichtliche Weitergabe von Insiderinformationen an Dritte

---

<sup>177</sup> Dies ist mit der deutschen Rechtslage ident.

<sup>178</sup> Vgl Jahresbericht 2008 der FMA vom 16.04.2008, abrufbar unter N.N., <http://www.fma.gv.at/JBInteraktiv/2008/DE/gesamt.htm> (20.12.2010).

publizitätspflichtig. Jedoch ist erst ab Kenntnis der Weitergabe eine Veröffentlichung der Insiderinformation unverzüglich vorzunehmen. Diese Verpflichtungen gelten nicht, wenn die Person, an welche die Information weitergegeben wird, zur Verschwiegenheit verpflichtet ist, unabhängig davon, ob sich diese Verpflichtung aus Rechts- oder Verwaltungsvorschriften, einer Satzung oder einem Vertrag ergibt.

#### d) Qualifikation und Kursrelevanz der Insiderinformation

Relevant für die Verpflichtung zu einer Ad-hoc-Mitteilung ist, dass die Information, wenn sie der Öffentlichkeit bekannt wird, geeignet ist, den Kurs eines Wertpapiers bzw Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen.

Es muss sich weiters um eine genaue Information handeln. Der Zweck liegt darin, dass reine Spekulationen oder unbestimmte Vermutungen ausgeschlossen werden.<sup>179</sup> § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG definiert, was unter einer genauen Information zu verstehen ist: *"Eine Information gilt dann als genau, wenn sie eine Reihe von bereits vorhandenen oder solchen Tatsachen und Ereignissen erfasst, bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft eintreten werden, und darüber hinaus bestimmt genug ist, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Tatsachen oder Ereignisse auf die Kurse von Finanzinstrumenten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zulässt."*<sup>180</sup>

Das bedeutet, dass es sich einerseits um Tatsachen und Ereignisse handeln muss, die bereits eingetreten sind oder mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten werden und andererseits die Informationen spezifisch genug sind, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung auf den Kurs zu ermöglichen.

Eine Insiderinformation muss sich demnach auf eine Tatsache beziehen.<sup>181</sup> Nicht nur bereits eingetretene Ereignisse, sondern auch zukünftige Umstände werden erfasst, wenn sie mit hinreichender Wahrscheinlichkeit eintreten werden. Das Merkmal hinreichende Wahrscheinlichkeit muss sich am Zweck der Gesamtbestimmung orientieren. Das bedeutet, dass Informationen über Tatsachen davon erfasst werden, die den Kurs eines Wertpapiers beeinflussen kön-

---

<sup>179</sup> Vgl mwN *Schuhmacher*, ÖBA 2005, 533 (540).

<sup>180</sup> Vgl § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG, BGBl I 555/1989.

<sup>181</sup> Art 1 Abs 1 RL 2003/124/EG verwendet dabei die Begriffe Umstände oder Ereignisse. Ein anderer Bedeutungsinhalt lässt sich dabei jedoch nicht ausmachen.

nen. Es kommt nicht darauf an, ob und wann dieses Ereignis eintritt, sondern es muss die Wahrscheinlichkeit des Eintritts so hoch sein, dass der Kurs durch die Information darüber beeinflusst werden könnte.

Weiters muss die Information spezifisch genug sein, um einen Schluss auf den Kurs des Wertpapiers zuzulassen. Die Kursbeeinflussung hat jedoch nicht in ihrer Existenz oder Richtung festzustehen. „Denn genau diese Prüfung ist dem im Sinne des Horizonts des verständigen Anlegers definierten Tatbestandsmerkmal der Eignung zur Kursbeeinflussung zugewiesen. Versteht man bereits die Voraussetzung einer genauen Information im Sinne eines konkreten Kursbeeinflussungspotentials, dann wäre diesem weiteren Merkmal der Anwendungsbereich genommen.“<sup>182</sup>

Zu unbestimmte Informationen sollen ausgeschlossen werden. Die Information soll so genau sein, dass sie als Tatsachenbehauptung, die den Kurs beeinflussen kann, gewertet werden kann. Reine Vermutungen oder Gerüchte sind auszuschließen.<sup>183</sup>

Ob auch überprüfbare Werturteile und Prognosen davon umfasst werden, ist fraglich. Dies scheint aus mehreren Gründen für nicht geboten. Zum Einen stellt Erwägungsgrund 31 der Marktmissbrauchs-Richtlinie klar, dass eigene Analysen und Bewertungen, welche aufgrund öffentlicher Angaben erstellt werden, nicht als Insiderinformation angesehen werden sollen. Zum Anderen steht einer Ausweitung des Begriffs der genauen Information der Zweck der Bestimmung, dass ein Informationsungleichgewicht verhindert werden soll, welches aus der eingeschränkten Zugänglichkeit der Information resultiert, entgegen. Wenn hingegen eine bestimmte Stelle oder Person eine Prognose oder Empfehlung abgibt, kann dies eine Insiderinformation sein. Wie in Zeiten der Finanz- und Wirtschaftskrise mehrfach beobachtet werden konnte, kann die Änderung eines Ratings durch Bewertungsagenturen oder einer Prognose über die wirtschaftliche Entwicklung eines Unternehmens geeignet sein, den Wertpapierkurs erheblich zu beeinflussen. Die Tatsache der Bewertung stellt eine Insiderinformation dar, wenn die Bewertung bzw die Prognose geeignet ist, den Kurs zu beeinflussen.<sup>184</sup>

Anzuraten ist eine regelmäßige Berichterstattung des börsennotierten Unternehmens in Form von Zwischenberichten (siehe Regelpublizität). Damit lässt sich die Zahl der Ad-hoc-Meldungen auf ein Minimum beschränken, jedoch nie völlig ersetzen. Wenn die Anleger re-

---

<sup>182</sup> So *Schuhmacher*, ÖBA 2005, 533 (541).

<sup>183</sup> *Cahn*, Das neue Insiderrecht, Der Konzern 2005, 5 (7).

<sup>184</sup> *MwN Schuhmacher*, ÖBA 2005, 533 (541).

gelmäßig über kursrelevante Unternehmensdaten informiert werden, reduziert sich das Risiko, dass unvorhergesehene Geschehnisse zutreffen, die eine Ad-hoc-Mitteilung notwendig machen.

#### e) Eignung zur Kursbeeinflussung

Wie schon erwähnt, ist ein Charakteristikum der Insiderinformation, dass sie, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs eines Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen. Dabei kann es sich um ein Finanzinstrument, auf das sich die Information bezieht, oder um den Kurs abgeleiteter Finanzinstrumente handeln.<sup>185</sup>

Mit Art 1 Abs 2 der Durchführungs-RL 2003/124/EG<sup>186</sup> wurde das bisherige Merkmal der Eignung zur Kursbeeinflussung entscheidend verändert: Eine Eignung zur Kursbeeinflussung liegt demnach bereits vor, wenn ein verständiger Anleger die Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde. Die konkrete Auswirkung auf den Kurs ist nicht festzustellen, wichtig ist der Informationsstand des verständigen Anlegers. Hinzu kommt, dass die Insiderinformation auch nicht die wesentliche oder alleinige Grundlage für das Handeln des Anlegers sein muss, sondern es reicht, wenn diese nur ein Teil des gesamten Informationsstandes war/ist.

„Damit stellt die neue Auslegung des Tatbestandsmerkmals „Kursbeeinflussung“ nicht mehr auf eine zwar ebenfalls ex ante festzustellende tatsächliche Kursbeeinflussungseignung ab, sondern ersetzt das Merkmal durch einen materiellen Informationsbegriff, der auf den Horizont des verständigen Anlegers abstellt.“<sup>187</sup> Daher wird auf die Bewertung durch den Anleger mehr Bedeutung gelegt, als auf die tatsächliche Auswirkung auf den Wertpapierkurs.

Maßstab in der Bewertung ist der verständige Anleger. Dieser hat auf Grundlage von sachlichen Informationen eine Entscheidung zu treffen. Erwägungsgrund 1 RL 2003/124/EG besagt, dass „verständige Investoren ihre Anlageentscheidungen auf Informationen stützen, die ihnen vorab zur Verfügung stehen (verfügbare Ex-ante-Informationen). Die Prüfung der Frage, ob ein verständiger Investor einen bestimmten Sachverhalt oder ein bestimmtes Ereignis im Rahmen seiner Investitionsentscheidung berücksichtigt hätte, sollte folglich anhand der ex ante vorliegenden Informationen erfolgen. Eine solche Prüfung müsste auch die möglichen

---

<sup>185</sup> § 48a Abs 1 Z 1 BörseG, BGBl I 555/1989; Art 1 Z 1 Marktmissbrauchs-RL.

<sup>186</sup> Siehe FN 150.

<sup>187</sup> MwN *Schuhmacher*, ÖBA 2005, 533 (542).

Auswirkungen der Information in Betracht ziehen, insbesondere unter Berücksichtigung der Gesamttätigkeit des Emittenten, der Verlässlichkeit der Informationsquelle und sonstiger Marktvariablen, die das entsprechende Finanzinstrument oder unter den gegebenen Umständen damit verbundene derivative Finanzinstrument beeinflussen dürften.“

In Hinblick auf die Ad-hoc-Publizität muss abgegrenzt werden, ob eine Information einen Einfluss auf die Anlageentscheidung des Anlegers haben kann bzw ob sie Grundlage der Anlageentscheidung sein kann und damit geeignet wäre, die Entscheidung zu beeinflussen. Es ist zu beachten, dass einerseits sämtliche Informationen, welche die Grundlage dieser Anlageentscheidung verändern, erfasst werden, es aber andererseits nicht zu einer Informationsflut für den Anleger und zu einer überhöhten Informationspflicht der Unternehmen führt.

*Schuhmacher* spricht von einer Erheblichkeitsschwelle der Information.<sup>188</sup> Sie ist im Einzelfall anhand der verfügbaren Informationen und der Daten des Unternehmens zu bestimmen. Wichtig dabei ist, dass die Information(en) „einen relevanten Umstand bei der Gesamtwürdigung der Anlageentscheidung darstell(en)t.“<sup>189</sup>

Im Vergleich zur bisherigen Auslegung der Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung ist die Erheblichkeitsschwelle niedriger anzusetzen.<sup>190</sup> Diese Schwelle hat sich an verschiedenen Punkten, wie zB an den verfügbaren Informationen, der Größe des Unternehmens und der Bedeutung für das Unternehmen, zu orientieren.

Man kann die Ad-hoc-Publizität als präventive Maßnahme gegen den Insiderhandel sehen. Die Gewährleistung ausreichender Publizität gegenüber dem Kapitalmarkt ist jedoch Hauptgrund für die Regelung der Ad-hoc-Publizität.

#### **4. Neuerungen im Regelwerk der Wiener Börse**

Aufgrund der Börseturbulenzen im Jahr 2007 mit ausländischen Emittenten hat es eine Änderung des Regelwerks der Wiener Börse gegeben.

---

<sup>188</sup> Schuhmacher, ÖBA, 533 (542 f).

<sup>189</sup> MwN *Schuhmacher*, ÖBA, 533 (543).

<sup>190</sup> So auch ErlRV 546 BlgNR 22 GP 3.

Ab 01.06.2008 traten folgende Änderungen in Kraft.<sup>191</sup>

- „Emittenten mit Sitz außerhalb Österreichs haben die Darstellung gemäß Anhang ./B laufend zu aktualisieren und dem Publikum auf ihrer Website zur Verfügung zu stellen.
- Gesellschaften, die dem Gesellschaftsrecht eines anderen EU-Mitgliedstaates oder EWR-Mitgliedstaates unterliegen und ein Anbot auf Teilnahme am Prime Market stellen, haben eine Verpflichtungserklärung zur Einhaltung eines in diesem Wirtschaftsraum anerkannten Corporate Governance Kodex abzugeben und die Verpflichtungserklärung samt den Erläuterungen zu den Abweichungen sowie einen Verweis auf den eingehaltenen Kodex (Link) auf ihrer Website zu veröffentlichen.“

## **5. § 86 Abs 1 BörseG**

Es ist zudem § 86 Abs 1 iVm § 81a Abs 1 Z 9 iVm § 82 Abs 8 BörseG zu beachten. Zu den „vorgeschriebenen Information“ gem § 81a Abs 1 Z 9 BörseG zählen alle Angaben, die ein Emittent gem § 82 Abs 8 BörseG veröffentlichen muss. Dazu gehören auch sämtliche Veröffentlichungen gem § 48d BörseG. Es wird hiezu auf die Ausführungen zur Regelpublizität verwiesen.<sup>192</sup>

## **6. Sanktionen**

Die Frage, ob und wer für eine unterlassene oder unzureichende Offenlegung haftet, wird ausführlich im Kapitel VI. Folgen der Verletzung der Publizitätsvorschriften in Österreich in Punkt VI.E. Verletzung der Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität erörtert.

# **VI. Folgen der Verletzung der Publizitätsvorschriften in Österreich**

## ***A. Einleitung***

In diesem Kapitel wird dargestellt, welche Konsequenzen eine Verletzung der jeweiligen Publizitätspflichten nach sich zieht bzw ziehen kann. Einerseits werden die in Frage kommenden Ansprüche aufgezeigt und andererseits wird dargelegt, mit welchen Strafen und in welcher Höhe der Verletzende zu rechnen hat.

---

<sup>191</sup> Nunmehr im Regelwerk Prime Market der Wiener Börse AG vom 20.09.2010, 8, 13; abrufbar unter N.N., [http://www.wienerborse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace\\_products/regelwerk\\_primemarket.pdf](http://www.wienerborse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/regelwerk_primemarket.pdf) (20.12.2010).

<sup>192</sup> Vgl Punkt V.B.1.

## ***B. Verletzung der Vorschriften über die Regelpublizität***

### **1. Allgemeines**

Emittenten haben die Pflicht, im Rahmen der Regelpublizität Jahresabschlüsse, Halbjahres- bzw Quartalsberichte zu veröffentlichen, um so das Anlegerpublikum regelmäßig über den Stand und den Erfolg des Unternehmens zu informieren. Erfolgen diese Mitteilungen nicht, stellt dies eine Informationspflichtverletzung dar. Die rechtlichen Konsequenzen einer Pflichtverletzung werden in diesem Kapitel behandelt.

### **2. Folgen**

Es ist zu unterscheiden zwischen unternehmens-, verwaltungs-, zivil- und strafrechtlichen Sanktionen:

#### a) Unternehmensrechtliche Sanktionen

Die §§ 282 und 283 UGB sehen Prüfungspflichten des Firmenbuchgerichtes und Zwangsstrafen vor.

#### (1) § 282 UGB – Prüfungspflicht des Firmenbuchgerichtes

Gem § 282 Abs 1 UGB hat das Firmenbuchgericht zu prüfen, ob die offen zu legenden Unterlagen vollzählig zum Firmenbuch eingereicht wurden und ob – soweit Veröffentlichungen vorgeschrieben sind – diese veranlasst worden sind.

Das Firmenbuchgericht kann gem § 282 Abs 2 UGB innerhalb angemessener Frist die Mitteilung der Bilanzsumme, der Umsatzerlöse (gem § 231 UGB) und der durchschnittlichen Zahl der Arbeitnehmer (gem § 221 Abs 6 UGB) verlangen, falls es zu dem Schluss kommt, dass von der Größe der Gesellschaft abhängige Vorschriften nicht hätten in Anspruch genommen werden dürfen. Ist eine gebotene Veröffentlichung unterblieben, so hat das Gericht diese Tatsache ohne Durchführung eines Verbesserungsverfahrens auf Kosten der Gesellschaft bekanntzumachen. Dies ist jedoch nur auf Antrag eines Gesellschafters, Gläubigers, Betriebsrats oder einer gesetzlichen Interessensvertretung möglich (§ 282 Abs 3 UGB). Die Vorschrift entspricht – mit Ausnahme des Abs 3 – § 329 dHGB.

## (2) § 283 UGB - Zwangsstrafen

§ 283 UGB ist durch das EU-GesRÄG 1996<sup>193</sup> grundlegend geändert worden und erfuhr durch die UGB-Reform eine redaktionelle Anpassung. § 283 UGB sieht eine amtswegige Verhängung von Zwangsstrafen vor. Gem seinem Abs 2 ist eine wiederholte Verhängung zulässig.

Mit Hilfe von Zwangsstrafen wird die Verletzung der Offenlegungspflichten gem §§ 244, 245, 247, 270, 272 und 277 bis 280 UGB sanktioniert. Verstöße gegen Aufstellungsfristen können auch direkt gem § 125 GmbHG bzw § 258 AktG mit Zwangsstrafen<sup>194</sup> sanktioniert werden.<sup>195</sup>

Die Höhe der Zwangsstrafe beträgt bis zu EUR 3.600,00. Wenn die Verpflichteten ihren Pflichten nicht innerhalb von zwei Monaten nachkommen, kann eine weitere Zwangsstrafe bis zu EUR 3.600,00 verhängt werden. Da keine Obergrenze vorgesehen ist, sind weitere Zwangsstrafen möglich, und zwar solange, bis die Offenlegung erfolgt ist.<sup>196</sup>

Kommen die gesetzlichen Vertreter einer mittelgroßen Kapitalgesellschaft iSd § 221 Abs 2 UGB ihren Verpflichtungen auch nach Verhängung einer weiteren Zwangsstrafe nicht nach, beträgt der Höchstbetrag – pro Anlassfall – das Dreifache (EUR 10.800,00), bei einer großen Kapitalgesellschaft iSd § 221 Abs 3 UGB das Sechsfache der Obergrenze (EUR 21.600,00). Als Grundlage für die Größenklasse kann der zuletzt vorgelegte Jahresabschluss herangezogen werden (§ 283 Abs 3 UGB).

Eine verhängte Zwangsstrafe ist auch dann zu vollstrecken, wenn die bestraften Personen ihrer Pflicht nachkommen oder deren Erfüllung unmöglich geworden ist. Es ist jedoch fraglich und mag zu Recht bezweifelt werden, ob die Höhe dieser Strafen ausreichend ist, um eine regelmäßige Veröffentlichung durchsetzen zu können. Vor allem börsennotierte Unternehmen weisen eine Größe auf, die es ihnen erleichtert, diese Strafen „leichter“ zu zahlen als kleinere, nicht börsennotierte Gesellschaften. Dies ist insofern nicht wünschenswert, da es für einen (potentiellen) Anleger in Bezug auf die Kursentwicklung wichtig wäre, aktuelle Berichte (und vor allem Jahresabschlüsse!) vorliegen zu haben, um zu einer fundierten Anlageentscheidung zu kommen. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass börsennotierte Unternehmen, die ihrer Veröf-

---

<sup>193</sup> EU-Gesellschaftsrechtsänderungsgesetz – EU-GesRÄG vom 28.06.1996, BGBl I 304/1996.

<sup>194</sup> Die §§ 125 GmbHG und 258 AktG sehen Zwangsstrafen vor und verweisen auf § 283 Abs 2 bis 4 UGB.

<sup>195</sup> *Straube*, Kommentar zum Handelsgesetzbuch II<sup>2</sup> (2000) § 283 Rz 3.

<sup>196</sup> *Zehetner*, Folgen der Nichtoffenlegung des Jahresabschlusses, *ecolex* 1998, 482 (483).

fentlichungspflicht nicht nachkommen, in aller Regel am Kapitalmarkt von den Aktionären „abgestraft“ werden, indem diese ihre Anteile verkaufen und in „transparentere“ Unternehmen investieren.

Hinzu kommt jedoch, dass bei einer Verletzung von Offenlegungspflichten und Vorliegen der Voraussetzungen auch ein Verstoß gegen § 1 Abs 1 Z 1 UWG gegeben sein kann. Im Falle eines rechtskräftigen Urteils kann zB bei nicht rechtzeitiger Vorlage weiterer Jahresabschlüsse unmittelbar Exekution geführt werden (vgl § 350 EO). Dabei können Beugestrafen bis zu EUR 100.000,00 pro Tag der Nichterfüllung verhängt werden.<sup>197</sup> Eine solche Strafe wäre auch bei großen börsennotierten Unternehmen empfindlich und wirksam.

### (3) Firmenbuchgesetz

Gem § 24 FBG kann bei Unterlassung der Einreichung von Schriftstücken bzw Anmeldungen eine Zwangsstrafe von bis zu EUR 3.600,00 verhängt werden. Zwangsstrafen zur Durchsetzung der Offenlegungsbestimmungen (§§ 277 ff UGB) sind gem § 283 UGB und nicht gem § 24 FBG zu verhängen.<sup>198</sup> § 24 FBG sieht ebenfalls eine weitere Verhängung einer Zwangsstrafe von EUR 3.600,00 vor, wenn der Betroffene innerhalb von zwei Monaten der Aufforderung des Gerichts nicht nachkommt. Eine Wiederholung von Zwangsstrafen ist ebenso zulässig (§ 24 Abs 2 FBG).

### b) Verwaltungsrechtliche Sanktionen

Gem § 48 Abs 1 Z 6 BörseG begeht eine Verwaltungsübertretung und ist mit bis zu EUR 30.000,00 zu bestrafen, wer als Emittent seiner Verpflichtung zur Veröffentlichung, Übermittlung oder Mitteilung gem den §§ 75a und 82 bis 89 BörseG nicht oder nicht rechtzeitig erfüllt oder seine Verpflichtungen gem § 82 Abs 5 BörseG verletzt. Hierunter fallen die Veröffentlichung des Jahresfinanzberichtes (§ 82 Abs 4 BörseG) sowie die Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen (§ 87 Abs 6 BörseG) und des Halbjahresfinanzberichtes (§ 87 Abs 1 BörseG).

Zu beachten ist wiederum die Pflicht zur Übermittlung einer Kopie der veröffentlichten Information an die FMA, die OeKB und gegebenenfalls an das Börseunternehmen gem § 86

---

<sup>197</sup> *Heidinger*, Die Verletzung von Offenlegungspflichten als Wettbewerbsverstoß, RdW 2009/488, 507 f.

<sup>198</sup> *MwN Zetter/Nowotny*, Handelsgesetzbuch<sup>14</sup> (2003) § 283, 180.

Abs 1 BörseG. Bei Verletzung dieser Norm drohen ebenso Strafen von bis zu EUR 30.000,00 pro Verstoß.

Bei Verwaltungsübertretungen gem den §§ 48 und 48c BörseG gilt anstelle der Verjährungsfrist gem § 31 Abs 2 VStG von sechs Monaten eine längere Verjährungsfrist von 18 Monaten.<sup>199</sup>

#### c) Zivilrechtliche Sanktionen

Vorstandsmitglieder, die ihre Obliegenheiten verletzen, sind der Gesellschaft gem § 84 Abs 2 AktG zum Ersatz des daraus entstandenen Schadens verpflichtet. Zu diesen Obliegenheiten zählen die im UGB normierten Pflichten über die Aufstellung des Jahresabschlusses und die Vorschriften gem § 82 AktG über die Führung eines erforderlichen Rechnungswesens und eines internen Kontrollsystems.<sup>200</sup> Dies gilt auch für Geschäftsführer einer GmbH gem § 25 Abs 2 GmbHG. Ebenso können wettbewerbsrechtliche Ansprüche aus der Verletzung von Offenlegungspflichten gegenüber den Gesellschaftsorganen bestehen.<sup>201</sup>

#### d) Strafrechtliche Sanktionen

Neben zivilrechtlichen sind auch strafrechtliche Sanktionen möglich. Gem § 255 Abs 1 Z 1 AktG und § 122 GmbHG ist mit einer Freiheitsstrafe von bis zu einem Jahr oder mit Geldstrafe bis zu 360 Tagessätzen zu bestrafen, wer als Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrates, 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, wie insbesondere Jahresabschluss (Konzernabschluss) und Lagebericht (Konzernlagebericht), die Verhältnisse der Gesellschaft oder mit ihr verbundener Unternehmen oder erhebliche Umstände, auch wenn sie nur einzelne Geschäftsfälle betreffen, unrichtig wiedergibt, verschleiern oder verschweigt.

Es sei auch erwähnt, dass eine grob fahrlässige Beeinträchtigung von Gläubigerinteressen iSd § 159 Abs 1 iVm Abs 3 iVm Abs 5 Z 4 StGB vorliegen kann und im Einzelfall zu prüfen wäre.

---

<sup>199</sup> Vgl § 96a Abs 3 BörseG, BGBl I 555/1989.

<sup>200</sup> Ausführlich dazu *Heidinger*, Aktiengesetz (2007) 183 ff.

<sup>201</sup> *Heidinger*, Die Verletzung von Offenlegungspflichten als Wettbewerbsverstoß, RdW 2009/488, 507 (508).

## ***C. Verletzung der Vorschriften über die Beteiligungspublizität***

### **1. Allgemeines**

In diesem Kapitel werden die Folgen einer Verletzung der Beteiligungspublizität dargestellt. Im Rahmen der Beteiligungspublizität sind Aufsichtsbehörden (FMA), die Wiener Börse bzw der Emittent gem §§ 91 ff BörseG zu informieren, wenn die Beteiligung an einem börsenotierten Emittenten bestimmte Prozenschwellen erreicht, über- oder unterschreitet.

### **2. Folgen**

Die Sanktionen sind zu unterteilen in verwaltungs-, zivil- und strafrechtliche Sanktionen.

#### a) Verwaltungsrechtliche Sanktionen<sup>202</sup>

Eine Verwaltungsübertretung begeht ein Veräußerer oder Erwerber, wenn er seine Meldepflicht gem § 91 BörseG verletzt. Dies kann durch Unterlassen einer Meldung oder durch Veröffentlichung einer Falschmeldung oder einer verspäteten Meldung erfolgen. In so einem Fall wird man gem § 48 Abs 1 Z 5 BörseG mit einer Geldstrafe von bis zu EUR 30.000,00 bestraft, sofern die Tat nicht den Tatbestand einer in die Zuständigkeit der Gerichte fallenden strafbaren Handlung bildet. Gem § 48 Abs 4 BörseG werden die Strafen von der FMA verhängt und ist das VStG anzuwenden.

Gem § 48 Abs 1 Z 6 BörseG begeht eine Verwaltungsübertretung und ist ebenso mit EUR 30.000,00 zu bestrafen, wer als Emittent seine Verpflichtung zur Veröffentlichung, Übermittlung oder Mitteilung gem den §§ 75a und 82 bis 89 BörseG nicht oder nicht rechtzeitig erfüllt oder seine Verpflichtungen gem § 82 Abs 5 BörseG verletzt. Hierunter fällt zB die Veröffentlichung von Mitteilungen gem § 93 iVm § 82 Abs 8 BörseG.

Zu beachten ist zudem die Pflicht zur Übermittlung einer Kopie der veröffentlichten Information an die FMA, die OeKB und gegebenenfalls an das Börseunternehmen gem § 86 Abs 1 BörseG. Bei Verletzung dieser Norm drohen ebenso Strafen von bis zu EUR 30.000,00 pro Verstoß.

---

<sup>202</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 17 Rz 80 f.

Bei Verwaltungsübertretungen gem den §§ 48 und 48c BörseG gilt anstelle der Verjährungsfrist gem § 31 Abs 2 VStG von sechs Monaten eine längere Verjährungsfrist von 18 Monaten.<sup>203</sup>

Es mag wiederum bezweifelt werden, ob eine Strafe von EUR 30.000,00 ihre präventive Wirkung erzielen kann. Denn wie in der Vergangenheit gezeigt, stellt die Aufbringung bzw Bezahlung dieser Beträge für die betroffenen Unternehmen keine große Schwierigkeit dar, da sie in der Regel eine Größe aufweisen, wo solche Beträge nur einen geringen Bruchteil des Umsatzes oder einer anderen relevanten Unternehmenskennzahl ausmachen. In Anbetracht dessen ist eine Strafe wie in der derzeitigen Form zu niedrig angelegt und müsste mMn um einiges erhöht werden, damit dem Ganzen auch eine gewisse Sanktionswirkung beigemessen werden kann. Eine Erhöhung an deutsche Maßstäbe (EUR 200.000,00) wäre zumindest erstrebenswert. Zu überlegen wäre auch, eine Strafe festzusetzen, die sich in Prozent des Umsatzes eines Unternehmens oder des Einkommens einer Einzelperson bemisst, wie dies bereits in Großbritannien umgesetzt wurde.

Eine ebenfalls verwaltungsrechtliche Sanktionsmöglichkeit sieht § 64 Abs 5 BörseG vor. Dieser besagt, dass eine Börsenzulassung zu widerrufen ist, wenn ein Unternehmen seiner Pflicht gem §§ 91 bis 94 BörseG nicht nachkommt. Der Widerruf ist von der Wiener Börse durchzuführen. Jedoch ist zu beachten, dass dieser Vorgang nicht im Ermessen der Wiener Börse liegt, sondern sie dazu verpflichtet ist, bei Vorliegen der Tatsachen bzw Voraussetzungen diese Sanktion zu vollziehen.<sup>204</sup> Der Emittent kann bei nachträglichem Wegfall eines Zulassungserfordernisses oder bei Verletzung der gesetzlichen Pflichten des Emittenten unter Setzung einer angemessenen Nachfrist zur Herstellung des gesetzlichen Zustandes<sup>205</sup> aufgefordert werden. In diesem Fall ist die Zulassung erst nach erfolglosem Fristablauf – jedoch unverzüglich – mittels Bescheides zu widerrufen.<sup>206</sup> Der Anlegerschutz darf hierbei jedoch nicht verletzt werden.

Der Vollständigkeit halber sei noch erwähnt, dass einem Antrag auf Zulassung gem § 64 Abs 4 BörseG von vornherein der Erfolg zu versagen ist, wenn die Erfordernisse gem §§ 66a, 70-73 und 82 Abs 5 BörseG nicht vorliegen. Darüber hinaus kann die Zulassung auch

---

<sup>203</sup> Vgl § 96a Abs 3 BörseG, BGBl I 555/1989.

<sup>204</sup> *Kalss/Zollner*, Stück- und Namensaktien aus börsenrechtlicher Sicht, ÖBA 2002, 595 (596).

<sup>205</sup> *Koziol*, Die Haftung für Fehler bei der Zulassung von Wertpapieren zum Börsehandel, ÖBA 1990, 674 (677).

<sup>206</sup> *MwN Kalss/Zollner*, ÖBA 2002, 595 (596).

versagt werden, wenn sie aufgrund der wirtschaftlichen und rechtlichen Verhältnisse des Emittenten die schutzwürdigen Interessen des anlagesuchenden Publikums verletzen würde.

Ein Umstand, der vor kurzem notwendigerweise beseitigt wurde, ist jener, dass diese Vorschrift nur für den Amtlichen Handel galt, nicht jedoch für den Geregelten Freiverkehr. Dies mag daher kommen, dass die Vorschriften über die Beteiligungspublizität erst im Nachhinein auf den Geregelten Freiverkehr ausgedehnt wurden. Im § 67 Abs 3 BörseGaF wurden die für den Geregelten Freiverkehr bestehenden Widerrufstatbestände geregelt. Diese wurden jedoch nicht um die Verletzung der Offenlegungspflichten gem §§ 91 bis 94 BörseG erweitert. Man konnte sich nur damit behelfen, dass man im Sinne einer analogen Anwendung die Widerrufstatbestände des Amtlichen Handels auch auf den Geregelten Freiverkehr angewendet hatte.<sup>207</sup>

Nunmehr wurde § 67 Abs 3 BörseG novelliert<sup>208</sup> und gänzlich aufgehoben. Der Widerruf der Zulassung im geregelten Markt wird in § 66 Abs 8 BörseG geregelt. Er besagt nunmehr Folgendes: *„Für den Widerruf der Zulassung ist grundsätzlich § 64 Abs 5 BörseG mit der Maßgabe anzuwenden ist, dass in Fällen, die andere als zum amtlichen Handel zugelassene Finanzinstrumente zum Gegenstand haben, statt den Zulassungsvoraussetzungen gemäß § 66a [BörseG] jene gemäß § 68 [BörseG] heranzuziehen sind. Wird die Zulassung zum Handel widerrufen, hat das Börseunternehmen seine Entscheidung in einem der Öffentlichkeit zugänglichen Medium zu veröffentlichen und die FMA vom Widerruf der Zulassung zu verständigen; dabei hat das Börseunternehmen alle einschlägigen Informationen an die FMA zu übermitteln. Die FMA hat die zuständigen Behörden der anderen Mitgliedstaaten über den Widerruf der Zulassung zu informieren.“*

Am 01.08.2009 sind die Bestimmungen des AktRÄG 2009<sup>209</sup> in Kraft getreten, mit welchen unter anderem § 124 AktG neu eingeführt wurde. § 124 AktG gestattet es nunmehr, in der Satzung einer Aktiengesellschaft eine Bestimmung vorzusehen, die ein gänzlich oder teilweises Ruhen der Stimmrechte normiert, wenn die Vorschriften über die Beteiligungspublizität und über Directors' Dealings verletzt werden. Die Sanktionsmöglichkeit ist jedoch ausdrücklich auf das Ruhen der Stimmrechte beschränkt. Sonstige Rechte des Aktionärs ruhen nicht, wonach er an der Hauptversammlung weiterhin teilnehmen darf, ein Auskunfts- und Rederecht hat und Beschlüsse der Hauptversammlung anfechten kann. Auch ein Dividenden-

---

<sup>207</sup> Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 17 Rz 81.

<sup>208</sup> Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 - WAG 2007, vom 31.07.2007, BGBl I 60/2007.

<sup>209</sup> Aktienrechts-Änderungsgesetz 2009 – AktRÄG 2009, vom 31.07.2009, BGBl I 71/2009.

recht kommt dem betreffenden Aktionär weiterhin zu.<sup>210</sup> Diese Sanktion geht mE nicht weit genug, da das deutsche Pendant dazu, § 28 WpHG, ein Ruhen sämtlicher Rechte eines Aktionärs vorsieht.

Es ist zudem nicht klar, „wessen Aktien vom Ruhen der Stimmrechte betroffen sind bzw betroffen sein können.“<sup>211</sup> Kritisch zu betrachten ist auch, ob Stimmrechte, die einem Aktionär zugerechnet werden, von dieser Sanktion ebenfalls erfasst werden.

Sobald die unterlassene oder unrichtige Meldung nachgeholt bzw berichtigt worden ist, sollen die Stimmrechte wieder aufleben. Damit ist es einem Aktionär möglich, die Veröffentlichung einer Meldung bis zum Bekanntwerden des Verstoßes bzw bis kurz vor der Hauptversammlung abzuwarten, ohne dass zusätzliche Sanktionen verhängt werden können. Sobald die (allenfalls bereits vorbereitete) Meldung nachgeholt wurde, kann der Aktionär seine Stimmrechte wieder ausüben. Deshalb ist es ratsam, in der Satzung vorzusehen, dass die Stimmrechte für eine gewisse Dauer nach der Meldung – etwa sechs Monate wie in Deutschland – nicht ausgeübt werden können.<sup>212</sup>

#### b) Zivilrechtliche Sanktionen

Hiezu kommen mehrere Anspruchsgrundlagen in Betracht:

- eine deliktische Haftung gem § 1300 Satz 2 ABGB, § 874 ABGB bzw § 1295 Abs 2 ABGB,
- eine Haftung aufgrund einer Schutzgesetzverletzung gem § 1311 ABGB und
- eine Haftung aufgrund der Verletzung eines Sonderverhältnisses.

Es ist eine Verletzung der Emittentenpflicht gem § 93 BörseG und der Aktionärspflicht gem § 91 BörseG zu unterscheiden.

---

<sup>210</sup> *Zollner*, Stimmrechtsverlust bei Verstoß gegen die Beteiligungspublizität – der neue § 124 AktG, *Der Gesellschafter* 3/2010, 146 (150).

<sup>211</sup> *Zollner*, Stimmrechtsverlust bei Verstoß gegen die Beteiligungspublizität – der neue § 124 AktG, *Der Gesellschafter* 3/2010, 146 (151).

<sup>212</sup> *MwN Zollner*, Stimmrechtsverlust bei Verstoß gegen die Beteiligungspublizität – der neue § 124 AktG, *Der Gesellschafter* 3/2010, 146 (152 f).

Anspruchsberechtigt sind der erwerbende oder der veräußernde Aktionär.<sup>213</sup> Zu ersetzen ist der Vertrauensschaden. Das ist „jener Schaden, den der Anleger im Vertrauen auf die vollständige und richtige Information erlitten hat.“<sup>214</sup> Man muss sich die Frage stellen, wie sich die Vermögenslage des Anlegers bei korrekter Information entwickelt hätte.

Ein nicht ganz unwesentlicher Punkt ist jener der Kausalität. Es muss einen Kausalzusammenhang zwischen der unterlassenen oder unrichtigen Meldung des Emittenten und dem „wirtschaftlich schlechten Erwerb bzw der Veräußerung“ geben. Diesbzgl genügt der Prima-facie-Beweis.<sup>215</sup> Eine Reihe von Klagen geschädigter Anleger sind in der Vergangenheit daran gescheitert, dass die erforderliche Kausalität nicht nachgewiesen werden konnte.<sup>216</sup>

Eine Verjährung tritt nach allgemeinen, schadenersatzrechtlichen Grundsätzen nach drei Jahren ab Kenntnis von Schaden und Schädiger ein.

#### (1) Haftung des Emittenten

Die Folgen eines Verstoßes gegen die Beteiligungspublizität ist mit jenen der Ad-hoc-Publizität zu vergleichen. Beide Publizitätsarten ergänzen sich und erweitern den Informationsstand des Anlegers.

Eine mögliche Haftung des Emittenten kann sich auf die Verletzung eines Schutzgesetzes oder auf Verletzung eines zwischen Emittent und Anleger bestehenden gesetzlichen Sonderverhältnisses stützen. Leichte Fahrlässigkeit ist bereits ausreichend.

Anspruchsberechtigt sind jene Anleger, die „zwischen tatsächlicher Veränderung der Kapitalanteils- bzw Stimmrechtsverhältnisse und deren Publikmachung wegen des Informationsdefizits für sie nachträgliche Erwerbs- oder Veräußerungsgeschäfte tätigen.“<sup>217</sup>

---

<sup>213</sup> MWA Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 17 Rz 87.

<sup>214</sup> Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 43.

<sup>215</sup> Mehr dazu im nächsten Kapitel über die Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht.

<sup>216</sup> Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA, WM 2004, 1801 (1804).

<sup>217</sup> Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 50.

## (2) Haftung der Aktionäre

Bei Überschreiten einer Meldeschwelle sind auch die Aktionäre dazu angehalten bzw verpflichtet, dies dem Emittenten, dem Börseunternehmen und der FMA mitzuteilen. In dieser Veröffentlichungspflicht gem § 91 ff BörseG sieht *Kalss*<sup>218</sup> ein Schutzgesetz, was mMn auch so zu deuten sein mag. Dies gilt nicht nur gegenüber dem Unternehmen und den aktuellen Anlegern, sondern wohl auch gegenüber potentiellen Aktionären. Eine Missachtung führt zu Schadenersatzansprüchen gem § 1311 ABGB. Nach allgemeinen Grundsätzen genügt wiederum leichte Fahrlässigkeit.

Denkbar ist auch ein Verstoß gegen das Verbot des Marktmissbrauchs gem § 48a BörseG, wenn Beteiligungsverhältnisse falsch dargestellt werden und dadurch „falsche oder irreführende Signale in Bezug auf Finanzinstrumente gegeben werden.“<sup>219</sup>

Ebenso ist eine Treuepflichtverletzung gegenüber den anderen Gesellschaftern möglich. Daraus kann sich ebenfalls eine Schadenersatzpflicht ergeben.<sup>220</sup> Eine Treuepflicht besteht gegenüber der Gesellschaft und den anderen Gesellschaftern, nicht jedoch gegenüber potentiellen Investoren.<sup>221</sup> Sie wird nur dann verletzt, wenn „ein Aktionär zu Lasten der Gesellschaft oder insbesondere zu Lasten der übrigen Mitaktionäre Sondervorteile für sich erstreben möchte.“<sup>222</sup> Der meldepflichtige Aktionär muss unter Vorsatz handeln.

*Kalss* spricht hiezu von einem „Missbrauch der Anonymität der Aktien“. Dieser liege dann vor, wenn „bei Nichtoffenlegung einer wesentlichen Beteiligung die Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines Schadens bei der Gesellschaft oder den Mitgesellschaftern besteht.“ Wenn ein Aktionär langsam über die Börse seine Anteile bei einem Unternehmen erhöht, mit der Absicht, das Unternehmen schlussendlich zu übernehmen, könnte den Anlegern bei Unterlassung der Beteiligungsmeldung ein Schaden erwachsen. Diesfalls wäre eine zivilrechtliche Haftung wegen Verletzung der Treuepflicht zu prüfen.<sup>223</sup>

---

<sup>218</sup> *Kalss*, Die rechtliche Grundlage kapitalmarktbezogener Haftungsansprüche (Teil I), ÖBA 2000, 641 (657); *Kalss*, Die Offenlegung von Beteiligungen, ÖBA 1993, 615 (627).

<sup>219</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 51.

<sup>220</sup> *Kalss*, ÖBA 2000, 641 (657); *Kalss*, ÖBA 1993, 615 (626).

<sup>221</sup> *Kalss*, ÖBA 2000, 641 (657).

<sup>222</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 53.

<sup>223</sup> *MwN Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 53.

Es gibt jedoch kein gesetzliches Sonderverhältnis zwischen den Anlegern, da die wirtschaftliche Abhängigkeit fehlt.<sup>224</sup>

### (3) Haftung anderer Personen

Organmitglieder eines Emittenten haften in der Regel nicht, da es keine gesetzliche Grundlage dafür gibt. In Betracht zu ziehen ist eine mögliche Direkthaftung gegenüber den Anlegern aufgrund von § 1300 Satz 2 ABGB, dies jedoch nur bei wissentlicher, falscher Auskunftserteilung (qualifizierter Vorsatz) oder wenn die Auskunft „gegen Belohnung“ erfolgt. Dann ist Wissentlichkeit nicht Voraussetzung.

### c) Strafrechtliche Sanktionen

Eine andere Haftungsgrundlage stellt der Verstoß gegen § 255 Abs 1 Z 1 AktG dar.<sup>225</sup> Diese Norm setzt vorsätzliches Handeln voraus und es ist im Unterschied zu § 1300 Satz 2 ABGB ein bedingter Vorsatz ausreichend.<sup>226</sup>

## ***D. Verletzung der Vorschriften über Directors' Dealings***

### **1. Allgemeines**

Von Directors' Dealings spricht man, wenn Wertpapiere von Personen, die im Unternehmen Führungsaufgaben wahrnehmen, ge- bzw verkauft werden. Diesen Personen gleichgestellt sind natürliche und juristische Personen, die in enger Beziehung zu diesen Führungskräften stehen. Die diesebezüglich relevante Norm ist § 48d Abs 4 BörseG.

Welche Bedeutung den Directors' Dealings – abgesehen davon, dass sie Anlegern eine gewissen Grundlage ihrer eigenen Anlageentscheidungen bieten – zukommt, sieht man in der großen Anzahl an eingegangenen Meldungen im Jahr 2008. In diesem Jahr sind 1.005 Meldungen gem § 91 BörseG bei der FMA eingelangt.<sup>227</sup> Führungskräfte eines Unternehmens haben in der Regel einen Informationsvorsprung über die wirtschaftlichen Verhältnisse im Unternehmen und über die zukünftigen Prognosen bzgl des Unternehmenserfolges. Deshalb haben

---

<sup>224</sup> Kalss, ÖBA 2000, 641 (657).

<sup>225</sup> Vgl strafrechtliche Folgen bei Verletzung der Regelpublizität in VI.B.2.c.

<sup>226</sup> MwN Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 17 Rz 89 und Rz 93; Jabornegg/Geist in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> (2006) § 255 Rz 2.

<sup>227</sup> Jahresbericht 2008 der FMA vom 16.04.2008, abrufbar unter N.N., <http://www.fma.gv.at/IBInteraktiv/2008/DE/gesamt.htm> (20.10.2010).

Börsetransaktionen von solchen Führungskräften eine Signalwirkung an den Markt, an denen sich viele Anleger auch orientieren (können).

## 2. Folgen

### a) Verwaltungsrechtliche Sanktionen

Gem § 48 Abs 1 Z 2 iVm § 48d Abs 4 BörseG ist derjenige mit einer Geldstrafe von bis zu EUR 30.000,00 zu bestrafen, der die Publizitätspflicht verletzt, sofern die Tat nicht den Tatbestand einer in die Zuständigkeit der Gerichte fallenden strafbaren Handlung bildet. Die Bestimmung betrifft hauptsächlich Personen, die bei einem Emittenten von Finanzinstrumenten mit Sitz im Inland Führungsaufgaben wahrnehmen, „und die diesen gleichgestellten Personen gleichermaßen.“<sup>228</sup>

Diese haben gem § 48d Abs 4 leg cit der FMA alle von ihnen getätigten Geschäfte auf eigene Rechnung mit zum Handel auf geregelten Märkten zugelassenen Aktien und aktienähnlichen Wertpapieren des Emittenten oder mit sich darauf beziehenden Derivaten oder mit ihm verbundener Unternehmen (§ 228 Abs 3 UGB) zu melden.

Dem Sitz im Inland ist gleichzuhalten, wenn der Emittent, der seinen Sitz außerhalb des EWR hat, im Inland jährlich ein Dokument nach Art 10 der Richtlinie 2003/71/EG<sup>229</sup> vorlegen muss.

Die Verhängung einer Verwaltungsstrafe setzt schuldhaftes Verhalten voraus. Gem § 5 VStG ist Fahrlässigkeit ausreichend.

---

<sup>228</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 18 Rz 52.

<sup>229</sup> Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, müssen mindestens einmal jährlich ein Dokument vorlegen, das alle Informationen enthält oder auf sie verweist, die sie in den vorausgegangenen zwölf Monaten in einem oder mehreren Mitgliedstaaten und in Drittstaaten aufgrund ihrer Verpflichtungen nach dem Gemeinschaftsrecht und den einzelstaatlichen Vorschriften über die Beaufsichtigung von Wertpapieren, Wertpapieremittenten und Wertpapiermärkten veröffentlicht oder dem Publikum zur Verfügung gestellt haben. Die Emittenten verweisen zumindest auf die Informationen, die gem den Gesellschaftsrichtlinien, der Richtlinie 2001/34/EG und der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19.07.2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards gefordert werden.

## b) Zivilrechtliche Sanktionen

§ 48d Abs 4 BörseG wird als Schutzgesetz gegenüber den Anlegern und der Gesellschaft qualifiziert.<sup>230</sup>

Aufgrund der Ähnlichkeiten wird auf die Ausführungen im vorigen Kapitel über die Verletzung der Vorschriften über die Beteiligungspublizität verwiesen, welche demnach auch auf dieses Kapitel zutreffen.

## *E. Verletzung der Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität*

### **1. Allgemeines**

Die Ad-hoc-Publizität ist in § 48d BörseG neu geregelt worden.<sup>231</sup> Das Gesetz verpflichtet den Emittenten zur sofortigen Veröffentlichung von Tatsachen, welche dazu geeignet sind, den Börsenkurs erheblich zu beeinflussen. Dies soll verhindern, dass Informationen nur sogenannten „Insidern“ – also unternehmenszugehörigen Personen, welche Zugang zu den Unternehmensdaten haben – vorbehalten bleiben, die diese zu ihrem eigenen Vorteil ausnützen könnten.

Das Ziel ist es, die Informationen möglichst allen Marktteilnehmern zur gleichen Zeit zugänglich zu machen. Auf diese Art und Weise verbreiten börsennotierte Unternehmen Neuigkeiten zu ihren Unternehmenskennzahlen oder zu etwaigen bedeutsamen Geschäftsabschlüssen. Dies kann ein Steigen oder Sinken des Aktienkurses an der Börse zur Folge haben.

Es stellt sich die Frage, welche Rechtsfolgen bzw Sanktionen eine unrichtige oder unterlassene Ad-hoc-Mitteilung auslöst. Hierbei wird wiederum unterschieden zwischen verwaltungs-, zivil- und strafrechtlichen Sanktionen.

In manchen Fällen, in denen es möglicherweise sogar bewusst unterlassen wird, eine Ad-hoc-Meldung herauszugeben, um dem Unternehmen vielleicht einen Vorteil daraus zu verschaffen, kann den Anlegern ein beträchtlicher Schaden erwachsen. Davon ausgenommen ist die vom Gesetz erlaubte Möglichkeit, eine Ad-hoc-Meldung aufzuschieben<sup>232</sup>.

---

<sup>230</sup> *Wilhelm*, Falsche oder keine Ad-hoc-Mitteilungen: Schadenersatz trotz allem, *ecolex* 2005, 341.

<sup>231</sup> Davor fand man die Regelung über die Ad-hoc-Publizität in § 82 Abs 6 BörseGaF.

<sup>232</sup> Vgl § 48d Abs 2 BörseG, BGBl I 555/1989.

Manche Sanktionen in diesem Kapitel sind auch auf die Beteiligungspublizität anzuwenden.

## 2. Folgen

### a) Verwaltungsrechtliche Sanktionen

§ 48 Abs 1 Z 2 BörseG sieht eine Strafe von bis zu EUR 30.000,00 vor, wenn gegen die Publizitätspflicht gem § 48d BörseG verstoßen wird, sofern die Tat nicht den Tatbestand einer in die Zuständigkeit der Gerichte fallenden strafbaren Handlung bildet. Die Bestimmung betrifft den Emittenten von Finanzinstrumenten. Die Strafe richtet sich jedoch gem § 9 VStG gegen die Vorstandsmitglieder des Emittenten.

Gem § 48 Abs 1 Z 6 BörseG begeht eine Verwaltungsübertretung und ist mit bis zu EUR 30.000,00 zu bestrafen, wer als Emittent seiner Verpflichtung zur Veröffentlichung, Übermittlung oder Mitteilung gem den §§ 75a und 82 bis 89 BörseG nicht oder nicht rechtzeitig erfüllt oder seine Verpflichtungen gem § 82 Abs 5 BörseG verletzt. Darunter fällt zB die Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung gem § 48d iVm § 82 Abs 8 BörseG.

Zu beachten ist wiederum die Pflicht zur Übermittlung einer Kopie der veröffentlichten Information an die FMA, die OeKB und gegebenenfalls an das Börseunternehmen gem § 86 Abs 1 BörseG. Bei Verletzung dieser Norm drohen ebenso Strafen von bis zu EUR 30.000,00 pro Verstoß.

Bei Verwaltungsübertretungen gem den §§ 48 und 48c BörseG gilt anstelle der Verjährungsfrist gem § 31 Abs 2 VStG von sechs Monaten eine längere Verjährungsfrist von 18 Monaten.<sup>233</sup> Gem § 5 VStG ist zumindest fahrlässiges Verhalten ausreichend.

Es ist – wie schon bei der Beteiligungspublizität erwähnt – fraglich, ob eine Strafe in dieser Größenordnung für die Unternehmen abschreckend bzw präventiv wirken kann. Dem Jahresbericht der Bundeswertpapieraufsicht vom Jahr 2001 folgend, ist „die Verwaltungsstrafe kein wirklich effektives Sanktionsinstrument“<sup>234</sup>. Im Jahr 2001 wurden 16 Vorerhebungen wegen Verletzung der Ad-hoc-Publizität eingeleitet; 169 Unternehmen notierten damals an der Wiener Börse. Die meisten davon wurden wieder eingestellt. Es wurde nur in drei Fällen ein

---

<sup>233</sup> Vgl § 96a Abs 3 BörseG, BGBl I 555/1989.

<sup>234</sup> Gruber, Ad-hoc-Publizität, ÖBA 2003, 239 (248).

Verwaltungsstrafverfahren eingeleitet, mit dem Ergebnis, dass zwei Strafen und eine Ermahnung ausgesprochen wurden.<sup>235</sup>

Gem dem Jahresbericht 2008 der FMA wurden 28 Untersuchungen eingeleitet, 14 davon wieder eingestellt bzw abgeschlossen und 6 zur internen rechtlichen Bearbeitung weitergeleitet.<sup>236</sup>

Wesentlich effektiver war es, Börseunternehmen, welche die Ad-hoc-Publizitätspflicht nicht erfüllen, mit einem Widerruf ihrer Börsenzulassung zu sanktionieren. § 64 Abs 5 und § 67 Abs 3 BörseGaf regelten dies. Mit der Novellierung durch BGBl I 60/2007 wurde § 67 Abs 3 BörseG aufgehoben. § 64 Abs 5 BörseG sanktioniert nur Verletzungen der Pflichten gem den §§ 81 bis 87 und 91 bis 94 BörseG. Die Verletzung der Ad-hoc-Publizität wird davon nicht erfasst.

Diese neue Regelung ist mE unzureichend und inkonsequent. Sie erreicht eine Schlechterstellung des Sanktionssystems. Denn ein (bei schwerwiegenden Verstößen für immer geltender) Widerruf der Börsenzulassung ist als ein wirkungsvolles Druckmittel anzusehen, um Emittenten dazu zu bringen, ihren Publizitätspflichten nachzukommen.

Auch in der alten Fassung des BörseG wurde bei den Vorschriften über das Zulassungsverfahren zum Amtlichen Handel gem § 64 BörseG auf die Ad-hoc-Publizität nicht Bedacht genommen. Ein Widerruf der Börsenzulassung aufgrund einer Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht war nur im Zulassungsverfahren zum Geregelteten Freiverkehr gem § 67 Abs 3 BörseG möglich.

In Frage käme eine analoge Anwendung des § 64 Abs 5 BörseG auch auf § 48d BörseG. Der Anlegerschutz ist jedoch zu beachten.

Eine geplante Änderung des § 48 BörseG soll die Höhe der Verwaltungsstrafe von EUR 30.000,00 auf EUR 60.000,00 erhöhen. Diese maximale Strafhöhe ist trotz aller Bemühungen als viel zu gering anzusehen und wird nicht zu einer Erhöhung der Diszipliniiertheit bei der Veröffentlichung von Ad-hoc-Meldung beitragen können.

---

<sup>235</sup> MwN Gruber, Ad-hoc-Publizität, ÖBA 2003, 239 (248).

<sup>236</sup> Jahresbericht 2008 der FMA vom 16.04.2008, abrufbar unter N.N., <http://www.fma.gv.at/JBInteraktiv/2008/DE/gesamt.htm> (20.10.2010).

Zu befürworten ist daher eine Strafe, welche sich in Prozent des Umsatzes oder einer anderen Kennzahl bemisst. Nur dadurch kann eine faire Bemessung der Strafe sichergestellt werden und kleinere Gesellschaften werden nicht benachteiligt.

#### b) Strafrechtliche Sanktionen

Es besteht ebenfalls das Risiko einer gerichtlichen Strafbarkeit. Wie bei der Regelpublizität und der Beteiligungspublizität ist § 255 Abs 1 Z 1 AktG anzuwenden. Bei einer Ad-hoc-Meldung handelt es sich um einen Bericht, eine Darstellung oder eine Übersicht, der/die sowohl an die Öffentlichkeit als auch an die Gesellschafter gerichtet ist. Strafbar sind die bewusst unterlassene und die bewusst unrichtige Ad-hoc-Mitteilung. Ein Vorsatz zur Tat muss demnach gegeben sein.<sup>237</sup> § 255 AktG steht zudem im Verhältnis echter Konkurrenz zum Betrugstatbestand nach § 146 StGB und ist zusätzlich zu prüfen. Zu beachten ist auch, dass das handelnde Organmitglied „nicht nur sich selbst dem Risiko der Strafverfolgung aussetzt“. Die Aktiengesellschaft unterliegt für strafbares Verhalten ihrer Organe (als Verband iSd § 1 Abs 2 VbVG) ebenso einer strafrechtlichen Verantwortung.<sup>238</sup>

#### c) Zivilrechtliche Sanktionen

In diesem Kapitel wird erörtert, ob und inwieweit eine Schadenersatzpflicht besteht oder bestehen kann. Damit ein Schadenersatzanspruch bestehen kann, müssen Schaden, Kausalität, Rechtswidrigkeit und Verschulden gegeben sein. Zuerst wird jedoch untersucht, wer überhaupt anspruchsberechtigt ist und wer als möglicher Anspruchsgegner in Betracht kommt.

##### (1) Anspruchsberechtigte

Anspruchsberechtigt sind zwei Aktionärsgruppen, wobei zu unterscheiden ist zwischen geschädigten Aktionären, welche die Aktie schon verkauft haben, und haltenden Aktionären.

Potentielle Investoren haben aufgrund einer fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung, die sie von ihrem ursprünglich gedachten Anlageverhalten abgebracht haben, keinen Anspruch auf Scha-

---

<sup>237</sup> Brandl/Hohensinner, *ecolex* 2002, 92 (96).

<sup>238</sup> Knötzl/Baritsch, § 255 AktG: Medienauftritte als Haftungsfälle, *GeS* 2009/2, 62 (64).

denersatz, da es ihnen an einem konkreten Schaden mangelt.<sup>239</sup> Eine versäumte Gewinnchance ist in der Regel nicht ersatzfähig.<sup>240</sup>

Geschädigte Aktionäre sind solche, die sich bereits von der Aktie getrennt haben und ihnen daraus ein Schaden entstanden ist. Nur jene Anleger haben einen Anspruch, die in der Zeit zwischen dem Bestehen der Informationspflicht des Unternehmens und dem tatsächlichen Bekannt werden der veröffentlichungspflichtigen Tatsache Aktien erworben oder veräußert haben.<sup>241</sup>

Die Position des haltenden Aktionärs ist mit jener des geschädigten Aktionärs vergleichbar, mit dem Unterschied, dass dieser die Aktie noch immer besitzt bzw in die Aktie investiert hat, „obwohl eine rechtmäßige Information den Preisabfall schon angezeigt hätte, oder umgekehrt, dass der veräußernde Altanleger in Unkenntnis eines positiven Ereignisses seine Anteile abstößt und dadurch die Wertsteigerung nicht mehr lukrieren kann.“<sup>242</sup> Wichtig dabei ist, dass der haltende Aktionär tatsächlich verkauft hätte und die verzögerte Information einen zusätzlichen Schaden bewirkt hat.

Der Schaden muss, um geltend gemacht werden zu können, realisiert werden. Dies bedeutet, dass die Aktie tatsächlich verkauft wurde und der Schaden somit eingetreten ist, oder dass im Wege der Naturalrestitution dem Emittenten die Aktie gegen Bezahlung des Preises vor der schadensstiftenden Pflichtverletzung übertragen wird.

Der Aktionär muss nicht einen Kursanstieg abwarten, um seine Anteile zu veräußern, sondern kann dies jederzeit machen, auch im Hinblick darauf, dass dem Anleger keine Schadensminderungspflicht trifft.<sup>243</sup>

---

<sup>239</sup> MwN *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 27.

<sup>240</sup> Vgl *Rebhahn*, Entgangene Kapitalmarktzinsen sind positiver Schaden, *ecolex* 1993, 10 (11); auch zur Abgrenzung positiver Schaden – entgangener Gewinn.

<sup>241</sup> MwN *Kalss*, Anlegerinteressen (2001) 330; *Gruber*, ÖBA 2003, 239 (249).

<sup>242</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 25.

<sup>243</sup> Vgl OGH vom 09.03.1999, 4 Ob 353/98 k; *Koziol*, Haftung der Emissionsbank bei unrichtigen und unvollständigen Prospektangaben, ÖBA 1999, 733 (738); *Renner*, Haftungsrisiken beim Börsengang an den Neuen Markt, ÖBA 2001, 589 (600); *Kalss/Oppitz* in *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA (2005) 860.

## (2) Anspruchsgegner

Der Emittent von Finanzinstrumenten ist naturgemäß der „Hauptanspruchsgegner“. Wie schon bei den verwaltungsrechtlichen Sanktionen ausgeführt, spricht § 48d BörseG zumeist vom Emittenten. Daher ist auch bei einem Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizität in erster Linie der Emittent als Haftender heranzuziehen.

Interessanter und auch komplexer im Hinblick auf mögliche Anspruchsgrundlagen wird es bei der Frage, ob auch Organmitglieder des Emittenten für eine fehlerhafte, falsche, verspätete oder unterlassene Ad-hoc-Mitteilung haften können. § 48d Abs 4 BörseG sieht eine Ad-hoc-Meldepflicht für „Personen, welche im Unternehmen Führungsaufgaben<sup>244</sup> wahrnehmen“ vor. Daher ist es denkbar, dass gem §§ 48d Abs 4 BörseG iVm § 48 Abs 1 Z 2 BörseG auch Organmitglieder ähnlich dem Emittenten haften können.

Es ist ebenso zulässig, eine Haftung aus allgemeinen zivilrechtlichen Regeln abzuleiten, wie zB eine Haftung aus Schutzgesetzverletzung, aus Verletzung einer gesetzlichen Sonderbeziehung oder aufgrund einer wissentlich falsch erteilten Auskunft (iSd § 1300 Satz 2 ABGB).

Zusammenfassend ist zu sagen, dass der Kreis der möglichen Anspruchsgegner nicht nur auf den Emittenten bezogen ist, sondern durchaus weit iSd § 48a Abs 1 Z 8 und Z 9 BörseG zu erfassen ist.

## (3) Schaden

Wird die Ad-hoc-Publizitätspflicht verletzt, so kann der Anleger einen Vermögensschaden erleiden. Ein Eingriff in ein absolut geschütztes Rechtsgut liegt nicht vor. Entscheidend ist die Frage, wie sich die Vermögensverhältnisse des Anlegers verändert hätten, wenn korrekt informiert worden wäre.

Ein Beispiel von *Gruber*: „Jemand hat eine Aktie zu einem Preis X gekauft. Hätte der Emittent rechtzeitig über Ertragseinbrüche auf einem wichtigen Absatzmarkt informiert, wäre die Aktie zum Preis X-20 zu haben gewesen. In der Differenz von 20 besteht der Schaden des Anlegers.“<sup>245</sup>

---

<sup>244</sup> Definition in § 48a Abs 1 Z 8 BörseG, mit der definiert wird, dass Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder in jedem Fall hinzuzählen.

<sup>245</sup> *Gruber*, ÖBA 2003, 239 (249).

Zu ersetzen ist jener Schaden, der dem Anleger im Vertrauen auf die vollständige und richtige Information entstanden ist, somit der Vertrauensschaden.<sup>246</sup> Eine weitere Möglichkeit des Anlegers ist es, im Wege der Naturalrestitution „dem Emittenten die Aktie gegen den Preis vor der schadensstiftenden Handlung zu übertragen und so die rechtmäßige Vermögenslage wiederherzustellen.“<sup>247</sup> Das bedeutet, „der Geschädigte ist in Natur so zu stellen, wie er ohne das schädigende Ereignis stünde.“<sup>248</sup> Wenn jedoch eine Naturalherstellung nicht möglich ist oder sie untunlich ist, insbesondere wenn sie mit hohen Kosten verbunden wäre und somit unwirtschaftlich werden würde, ist Geldersatz zu leisten.

Kein Schaden iSd Schadenersatzrechtes tritt ein, wenn eine Ad-hoc-Meldung zeitgerecht und gesetzeskonform veröffentlicht wird, diese aber eine schlechte Nachricht über das Unternehmen bzgl dessen Umsatzes, Gewinns oder oä enthält und der Börsenkurs dieses Unternehmens in der Folge fällt.<sup>249</sup> Denn Vermögensnachteile infolge einer „rechtzeitigen und zutreffenden Ad-hoc-Publizitätsmitteilung stellen ein Marktrisiko aus der Eigenkapitalbeteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft dar und sind nicht ersatzfähig.“<sup>250</sup>

Ein Schaden, den ein Anleger aufgrund einer unterlassenen oder zu spät erfolgten Ad-hoc-Mitteilung erleidet, ist hingegen ersatzfähig. Denn wäre die Mitteilung rechtzeitig bzw überhaupt erfolgt, hätte der Anleger die Aktie gekauft oder nicht gekauft bzw verkauft oder nicht verkauft. Da er die Information, die seine Anlageentscheidung beeinflusst hätte, nicht gekannt hat, konnte er keine für ihn richtige Entscheidung treffen und es entstand dem Anleger somit ein Schaden, der bei Vorliegen der Information nicht eingetreten wäre.

#### (4) Kausalität

Es ist erforderlich, einen Kausalzusammenhang zwischen der unterlassenen oder falschen Ad-hoc-Meldung und dem Erwerb oder der Veräußerung von Aktien herzustellen. Jedoch wird von einem „gelockerten“ Kausalzusammenhang gesprochen.<sup>251</sup> Der geschädigte Anleger muss nicht beweisen, dass er tatsächlich Kenntnis von der Unterlassung oder vom falschen Inhalt der Ad-hoc-Meldung hatte. Er muss den Nachweis erbringen, dass „die unterlassene Mitteilung zum Zeitpunkt der Anlageentscheidung zu erbringen gewesen wäre bzw die fal-

---

<sup>246</sup> MwN *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 4 f.

<sup>247</sup> *Wilhelm*, Abrundung des Anlegerschutzes: § 82a neu Börsegesetz, *ecolex* 2005, 265; *Kalss/Oppitz* in *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 869.

<sup>248</sup> Vgl. „Primat der Naturalrestitution“ in *Koziol/Welser*, Bürgerliches Recht II<sup>13</sup> (2007) 321 ff.

<sup>249</sup> *Kalss*, Anlegerinteressen, 328.

<sup>250</sup> *Gruber*, ÖBA 2003, 239 (249); *Kalss*, Anlegerinteressen, 330.

<sup>251</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 6.

sche oder unvollständige Mitteilung bereits am Markt war.<sup>252</sup> Der prima-facie-Beweis ist ausreichend.

Anders ausgedrückt „genügt der Nachweis, dass eine Informationspflichtverletzung kursrelevant war und der Anleger während der Phase der Desinformation, also zum falschen Preis ge- oder verkauft hat.“<sup>253</sup> Ein Nachweis der Kursrelevanz dürfte dem Anleger nicht allzu schwer fallen, muss er nur den Kurs des Wertpapiers beobachten, wenn der wahre Sachverhalt bekannt gegeben wird. Steigt oder fällt der Kurs unmittelbar darauf, „so spricht der Beweis des ersten Anscheins für die Kursrelevanz der pflichtwidrig nicht bzw falsch mitgeteilten Tatsache.“<sup>254</sup>

*Kalss/Oppitz/Zollner* sprechen noch einen weiteren Punkt bzgl der Kausalität an. Ähnlich wie bei der Prospekthaftung<sup>255</sup> sehen sie eine ausreichende Haftungsgrundlage in einer durch die falsche oder unterlassene Ad-hoc-Mitteilung erzeugten positiven allgemeinen Anlagestimmung. Den Beweis dafür wird man eher kurz nachdem die fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilung erlassen wurde erbringen können. Je länger dieser Zeitpunkt zurückliegt, umso schwieriger wird es zu beweisen, dass man aufgrund dieser Ad-hoc-Mitteilung beeinflusst wurde.<sup>256</sup>

Darüber hinaus wird in der deutschen Literatur zwischen der Transaktionskausalität und Preiskausalität unterschieden.<sup>257</sup> Die Ausführungen diesbzgl werden in Kapitel VIII.E.3.a.2. zur deutschen Ad-hoc-Publizität dargestellt und sind für die österreichische Rechtslage rechtsvergleichend zu betrachten.

Neben dem Kausalzusammenhang sind der Rechtswidrigkeitszusammenhang, das rechtmäßige Alternativverhalten und der Schutzzweck der Norm zu prüfen. Im Rahmen des Rechtswidrigkeitszusammenhangs ist zu untersuchen, ob die „Verletzung der Publizitätspflicht zur schadensstiftenden Kursänderung oder –stabilität geführt hat.“<sup>258</sup>

---

<sup>252</sup> MwN *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 6; *Kalss/Oppitz* in *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung, 867.

<sup>253</sup> MwN, *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung, WM 2004, 1801 (1804).

<sup>254</sup> *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung, WM 2004, 1801 (1804).

<sup>255</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 11 Rz 25.

<sup>256</sup> MwN *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 7.

<sup>257</sup> Vgl mwN *Leuschner*, Zum Kausalitätserfordernis des § 826 BGB bei unrichtigen Ad-hoc-Mitteilungen, ZIP 2008, 1050.

<sup>258</sup> MwN *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 8; *Kalss/Oppitz* in *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung, 868.

## (5) Rechtswidrigkeit

Eine deliktische Schadenersatzpflicht, die Verletzung eines Schutzgesetzes oder die Verletzung eines Sonderverhältnisses wären mögliche Anspruchsgrundlagen.

### (a) Deliktischer Schadenersatz

Wenn Organmitglieder eines Unternehmens wissentlich eine falsche Auskunft erteilen, kommt als Haftungsgrundlage § 1295 Abs 2 ABGB in Betracht. Ebenso ist eine Haftung gem § 1300 Satz 2 ABGB denkbar. Diese Bestimmungen erfordern einen bedingten Schädigungsvorsatz. In Fällen, wo kein Rechtsverhältnis besteht, ist auch § 874 ABGB anzuwenden.<sup>259</sup> § 874 ABGB gibt dem geschädigten Anleger die Möglichkeit, Schadenersatz bei listiger Irreführung zu begehren.

### (b) Verletzung eines Schutzgesetzes

In den börserechtlichen Publizitätsvorschriften ist, wie bereits in den vorigen Kapiteln ausgeführt, ein Schutzgesetz iSd § 1311 ABGB zugunsten der Anleger zu sehen. Eine Verletzung löst eine Schadenersatzpflicht aus.<sup>260</sup> Der Schadenersatzanspruch wegen Schutzgesetzverletzung ist ein deliktischer Anspruch. Deliktische Ansprüche haben gegenüber den vertraglichen Ansprüchen gewisse Nachteile, wie zB in der Gehilfenhaftung. Deshalb ist es für den Anspruchsberechtigten besser, den Anspruch auf eine vertragsähnliche Sonderbeziehung – wie im nächsten Punkt ausgeführt – zu stützen.

Eine mögliche Anspruchsgrundlage ist ebenso § 255 Abs 1 AktG. Diese Norm wird als Schutzgesetz zugunsten der Anleger angesehen.<sup>261</sup> Werden Verhältnisse der Gesellschaft vorsätzlich unrichtig wiedergegeben, verschleiert oder verschwiegen, kommt es zu einer gerichtlichen Strafbarkeit.<sup>262</sup> Falsche Darstellungen in Interviews bzw Medienberichten können ebenso gem § 255 AktG strafbar sein.<sup>263</sup>

---

<sup>259</sup> *Koziol*, Haftpflichtrecht II<sup>2</sup> (1984) 21.

<sup>260</sup> Vgl bereits OGH vom 22.06.1993, 1 Ob 22/92, *Harrer* in *Schwimann*, ABGB Praxiskommentar VII<sup>2</sup> (1997) § 1311 Rz 4; *Karollus*, Funktion und Dogmatik der Haftung aus Schutzgesetzverletzung (1992) 92.

<sup>261</sup> *Kalss/Oppitz* in *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 862; MwN *Gelbmann*, Strafrechtliche Absicherung der Corporate Governance, GesRZ 2003, 20 (26f); *Brandl/Hohensinner*, *ecolex* 2002, 96; *Dehn*, Die Haftung des Abschlussprüfers nach § 275 HGB (nF), ÖBA 2002, 377 (389); MwN *Jabornegg/Geist* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup>, § 255 Rz 4.

<sup>262</sup> Verkürzte Darstellung des § 255 Abs 1 AktG, da schon im Kapitel über die strafrechtlichen Folgen einer Verletzung der Regelpublizität näher ausgeführt wurde.

<sup>263</sup> Vgl *Knötzl/Baritsch*, § 255 AktG: Medienauftritte als Haftungsfall, GeS 2009/2, 62 ff.

### (c) Verletzung eines Sonderverhältnisses

In der Pflicht des Emittenten zur Ad-hoc-Publizität kann man ein gesetzliches Sonderverhältnis zwischen Emittent und Anleger sehen.<sup>264</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner* sehen dabei eine Fortentwicklung der culpa-in-contrahendo-Haftung. Dies deshalb, weil die Anleger auf Informationen des Emittenten angewiesen sind. Die Information wird vom Emittenten selbst „produziert“ bzw kennt in der Regel er sie als erstes.<sup>265</sup>

Eine Sonderbeziehung zwischen Anlegern und Organmitgliedern als Grundlage einer Haftung anzusehen, ist hingegen schwer denkbar bzw begründbar. Organmitglieder können in einem sehr großen Ausmaß auf die Dispositionen der Anleger einwirken, sei es durch Falschinformationen oder durch Unterlassen der Veröffentlichung von wichtigen Informationen. Deshalb ist auch das Vertrauen der Anleger in die Organmitglieder wichtig für deren Anlageentscheidung. Daher kann man eine Haftung aufgrund eines Sonderrechtverhältnisses bejahen, jedoch ist ein strenger Maßstab anzuwenden.<sup>266</sup> Denkbar wäre auch eine Vertreter- oder Gehilfenhaftung.<sup>267</sup> Diesen treffen vorvertragliche Schutz- und Auskunftspflichten.<sup>268</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner* stellen zwei Möglichkeiten dar, welche alternativ für eine etwaige Haftung vorliegen müssen<sup>269</sup>: Der Gehilfe oder Vertreter muss ein ausgeprägtes eigenes wirtschaftliches Interesse am Zustandekommen des Vertrages haben<sup>270</sup> oder er muss bei den Vertragsverhandlungen in besonderem Maß besonderes Vertrauen in Anspruch genommen und die Verhandlungen dadurch beeinflusst haben.<sup>271</sup>

### (6) Verschulden

Beim Verschulden sind die verschiedenen Anspruchsgrundlagen unterschiedlich zu betrachten.

---

<sup>264</sup> *Kalss*, ÖBA 2000, 641 (655 f); *Kalss*, Anlegerinteressen, 327; *Brandl/Hohensinner*, *ecolex* 2002, 92 (94 f); *Gruber*, ÖBA 2003, 239 (250 f); *Kalss/Oppitz* in *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 857.

<sup>265</sup> MwN *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 13 ff.

<sup>266</sup> MwN *Brandl/Hohensinner*, *ecolex* 2002, 92 (96).

<sup>267</sup> *Kalss*, Anlegerinteressen, 333; *Brandl/Hohensinner*, *ecolex* 2002, 92 (97); *Kalss/Oppitz* in *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 863; ablehnend *Gruber*, ÖBA 2003, 239 (251).

<sup>268</sup> *Koziol/Welser*, Bürgerliches Recht II<sup>13</sup>, 19, 355 ff; *Karner* in *Koziol/Bydlinski/Bollenberger*, ABGB Kurzkomentar<sup>2</sup> (2007) § 1313a Rz 10; *Bollenberger* in *Koziol/Bydlinski/Bollenberger*, ABGB Kurzkomentar<sup>2</sup>, § 874 Rz 3; *Welser*, Vertretung ohne Vollmacht (1970) 101.

<sup>269</sup> MwN *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 19.

<sup>270</sup> Vgl OGH vom 29.10.1996, 4 Ob 2308/96 g.

<sup>271</sup> OGH vom 08.07.2003, 5 Ob 120/03 p; OGH vom 14.11.2000, 4 Ob 252/00 p; MwN *Koziol*, Zur Haftung des Anlagevermittlers wegen unrichtiger Information, ÖBA 2001/991, 819 (821); OGH vom 01.04.1998, 9 ObA 320/97 t, SZ 71/63.

Beim Ersatzanspruch gem § 1300 ABGB wegen wissentlicher Falscherteilung einer Auskunft bedarf es der Wissentlichkeit bzgl des Rats bzw der Schädigungsabsicht. „Um die Haftung zu begründen, muss die Auskunft oder der Rat zu Schädigungszwecken erteilt worden sein; gehaftet wird daher nur, wenn der eingetretene Schaden vom Vorsatz umfasst ist.“ Hierfür genügt der bedingte Schädigungsvorsatz.<sup>272</sup>

Gem § 874 ABGB ist ein bedingter Vorsatz erforderlich, nicht jedoch eine absichtliche Schädigung.<sup>273</sup>

Im Anspruch gem § 1295 Abs 2 ABGB wird eine Schädigungsabsicht vorausgesetzt, bedingter Vorsatz ist ausreichend dafür.<sup>274</sup> Bei der Verletzung eines Schutzgesetzes oder eines gesetzlichen Sonderverhältnisses ist nach allgemeinen Vorschriften leichte Fahrlässigkeit ausreichend.<sup>275</sup>

Bei der Haftung von Organmitgliedern ist nach dem Anspruch gem § 255 Abs 1 Z 1 AktG iVm § 1311 ABGB nur die vorsätzliche Veröffentlichung einer falschen oder unvollständigen Information haftungsbegründend. Ansonsten genügt wiederum die leichte Fahrlässigkeit.

## VII. RECHTSVERGLEICH: Publizitätsvorschriften in Deutschland

### A. Einleitung

Die Publizitätsvorschriften in Deutschland sind jenen aus Österreich sehr ähnlich. Aufgrund dieser Tatsache und des großen Umfangs wird darauf verzichtet, die Regelungen detailliert darzustellen. Vielmehr soll das Ziel sein, einen besseren Überblick über die Materie zu schaffen und die vorhandenen Gemeinsamkeiten bzw Unterschiede herauszuarbeiten. Hinsichtlich tiefergehender Ausführungen wird auf die zitierten Quellenangaben verwiesen.

Es werden wiederum die Bereiche Regelpublizität, Beteiligungspublizität, Directors' Dealings und Ad-hoc-Publizität in dieser Reihenfolge untersucht und anschließend die Folgen einer etwaigen Publizitätspflichtverletzung behandelt.

---

<sup>272</sup> Karner in *Koziol/Bydlinski/Bollenberger*, ABGB Kurzkommentar<sup>2</sup>, § 1300 Rz 4; OGH vom 14.11.2000, 4 Ob 252/00 p.

<sup>273</sup> *Rummel* in *Rummel*, Kommentar zum ABGB I<sup>3</sup> (2000) § 870 Rz 2; *Bollenberger* in *Koziol/Bydlinski/Bollenberger*, ABGB Kurzkommentar<sup>2</sup>, § 870 Rz 1, § 874 Rz 2.

<sup>274</sup> *Reischauer* in *Rummel*, Kommentar zum ABGB II/1<sup>3</sup> (2002) § 1295 Rz 58.

<sup>275</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 22.

Die österreichischen Vorschriften sind aufgrund der europarechtlichen Vorgaben ähnlich ausgestaltet und daher ergänzend zu betrachten.

## **B. Regelpublizität**

### **1. Allgemeines**

Die Vorschriften zur Regelpublizität dienen dazu, die Öffentlichkeit regelmäßig mit Informationen bezüglich eines Emittenten von Aktien zu informieren.

### **2. Jahresabschluss<sup>276</sup>**

Im Wesentlichen besteht die Regelpublizität<sup>277</sup> aus dem jährlich zu erstellenden und offenzulegenden Jahresabschluss. Dieser besteht aus der Bilanz sowie der Gewinn- und Verlustrechnung (§ 242 dHGB). Die Jahresbilanz ist zum Schluss eines jeden Geschäftsjahres aufzustellen. Dieses kann wie in Österreich kürzer (Stichwort „Rumpfgeschäftsjahr“) als 12 Monate sein, darf diesen Zeitraum aber nicht überschreiten.

Der Jahresabschluss ist gem § 264 Abs 1 dHGB<sup>278</sup> bei Kapitalgesellschaften um den Anhang<sup>279</sup> und den Lagebericht<sup>280</sup> zu ergänzen. Darüber hinaus sind der Jahresabschluss und der Lagebericht von den gesetzlichen Vertretern in den ersten drei Monaten des Geschäftsjahres für das vergangene Geschäftsjahr aufzustellen. Kleine Kapitalgesellschaften<sup>281</sup> trifft die Verpflichtung hinsichtlich des Lageberichts nicht.

Gem § 264 Abs 2 dHGB hat der Jahresabschluss „unter Beachtung der Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Emittenten zu vermitteln.“<sup>282</sup>

Erleichterungen für Tochterunternehmen eines gem § 290 dHGB und § 11 PubLG<sup>283</sup> zur Konzernrechnungslegung verpflichteten Mutterunternehmens sehen § 264 Abs 3 und Abs 4 dHGB vor.

---

<sup>276</sup> Vgl Winkeljohann/Philipps in Ellrott, Beck'scher Bilanz-Kommentar<sup>6</sup> (2006) § 242 Rz 1ff, § 243 Rz 1 ff.

<sup>277</sup> Vgl Ausführungen in Assman in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 3 ff.

<sup>278</sup> Handelsgesetzbuch - Gesetz vom 10.05.1897 (RGBl I, 219); zuletzt geändert durch Gesetz vom 31.07.2009 (BGBl I; 2512) mWv 05.08.2009.

<sup>279</sup> Vgl §§ 284 – 288 dHGB.

<sup>280</sup> Vgl § 289 dHGB.

<sup>281</sup> Vgl § 267 Abs 1 dHGB.

<sup>282</sup> MwN Förtschle/Kroner in Ellrott, Beck'scher Bilanz-Kommentar<sup>6</sup>, § 264 Rz 37 ff.

Ein Unternehmen kann ihren Jahresabschluss auch nach den IFRS-Regeln erstellen. Die Anwendung der IFRS ist grundsätzlich weder von der Rechtsform noch von der Größe abhängig.<sup>284</sup> Ein IFRS-Abschluss besteht aus Bilanz, GuV, Kapitalfluss- bzw Finanzierungsrechnung, Eigenkapitalveränderungsrechnung sowie einem dem Anhang vergleichbaren Erläuterungsteil.<sup>285</sup>

Die gesetzlichen Vertreter von Kapitalgesellschaften haben gem § 325 dHGB den Jahresabschluss beim Betreiber des elektronischen Bundesanzeigers elektronisch einzureichen. Er ist unverzüglich nach seiner Vorlage an die Gesellschafter, jedoch spätestens vor Ablauf des zwölften Monats des dem Abschlussstichtag nachfolgenden Geschäftsjahres mit dem Bestätigungsvermerk oder dem Vermerk über dessen Versagung, dem Lagebericht, der Erklärung gem § 161 dAktG, dem Vorschlag über die Ergebnisverwendung und dessen Beschluss elektronisch einzureichen. In Österreich muss der Jahresabschluss bereits 9 Monate nach Abschluss des Bilanzjahres im Firmenbuch veröffentlicht werden.

### **3. Jahresfinanzbericht**

Ein Emittent hat gem § 37v Abs 1 WpHG für den Schluss eines jeden Geschäftsjahres einen Jahresfinanzbericht zu erstellen und spätestens 4 Monate nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres zu veröffentlichen. Der Jahresfinanzbericht muss zudem auf einer Website des Emittenten öffentlich zugänglich gemacht werden. Sein Mindestinhalt ist in den §§ 37v Abs 2 WpHG geregelt. Auch gem § 65 Abs 1 der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse<sup>286</sup> (kurz FWBO) muss der Emittent zum Schluss eines jeden Geschäftsjahrs einen Jahresfinanzbericht in Form eines Einzeldokuments oder mehrerer Dokumente, nach den Vorgaben des § 37v Abs 2 und Abs 3 WpHG oder – falls er verpflichtet ist, einen Konzernabschluss und Konzernlagebericht aufzustellen – nach den Vorgaben des § 37y Nr. 1 WpHG erstellen.

---

<sup>283</sup> Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen (Publizitätsgesetz - PubLG) - Gesetz vom 15.08.1969 (BGBl I, 1189, 1970 I, 1113); zuletzt geändert durch Artikel 7 Gesetz vom 10.11.2006 (BGBl I, 2553) mWv 21.08.1969.

<sup>284</sup> Vgl Förtschle/Kroner in Ellrott, Beck'scher Bilanz-Kommentar<sup>6</sup>, § 264 Rz 135.

<sup>285</sup> Vgl Förtschle/Kroner in Ellrott, Beck'scher Bilanz-Kommentar<sup>6</sup>, § 264 Rz 137.

<sup>286</sup> Vgl Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, Stand 29.11.2010, Seite 38 f; N.N., [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb\\_navigation/info\\_center?object\\_id=84XHLM922NSGDDE](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_navigation/info_center?object_id=84XHLM922NSGDDE), (28.12.2010).

Der Jahresfinanzbericht muss in deutscher und englischer Sprache abgefasst sein. Emittenten mit Sitz im Ausland können den Jahresfinanzbericht ausschließlich in englischer Sprache abfassen. Gem § 65 Abs 2 der Börsenordnung hat der Emittent den Jahresfinanzbericht spätestens vier Monate nach Ablauf eines jeden Geschäftsjahres der Geschäftsführung in elektronischer Form zu übermitteln. Gem Abs 3 leg cit bleiben gesetzliche Vorschriften über den Jahresfinanzbericht unberührt. Die Geschäftsführung kann Emittenten von den Anforderungen nach Absatz 1 Satz 1 ganz oder teilweise ausnehmen, soweit die Emittenten gleichwertigen Regeln eines Drittstaates unterliegen oder sich solchen Regeln ganz oder teilweise unterwerfen.

Die Regelungen sind jenen in Österreich ähnlich, daher wird an dieser Stelle auf die Ausführungen in Punkt V.B. verwiesen.

#### **4. Zwischenberichte**

Zur Regelpublizität gehört auch die Erstellung von Zwischenberichten. Eine häufigere Veröffentlichung von Zwischenberichten, zB vierteljährlich, steht den Unternehmen freiwillig zu und wird auch des Öfteren genutzt, um den Anlegern eine bessere Transparenz bieten zu können.

Ebenso sieht Punkt 7.1.1 Satz 2 des Deutschen Corporate Governance Kodex (kurz DCGK)<sup>287</sup> vor, dass Anteilseigner und Dritte während des Geschäftsjahres durch Zwischenberichte unterrichtet werden sollen. Dieser Punkt stellt eine Empfehlung dar.

Wie der Jahresabschluss sollen auch die Zwischenberichte unter Beachtung international anerkannter Rechnungslegungsgrundsätze aufgestellt werden.

In den §§ 37w und 37x WpHG und in § 66 der FWBO<sup>288</sup> sind die Regelungen hinsichtlich der Erstellung von Halbjahres- bzw Quartalsfinanzberichten normiert:

---

<sup>287</sup> Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 26.05.2010, abrufbar unter N.N., <http://www.corporate-governance-code.de>, <https://www.ebundesanzeiger.de> (20.10.2010); N.N., <http://www.bmj.de> (20.10.2010).

<sup>288</sup> Vgl Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, Stand 29.11.2010, Seite 38 f; N.N., [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb\\_navigation/info\\_center/INTEGRATE/zpd?object\\_id=84XHGZ360NSGDDE](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_navigation/info_center/INTEGRATE/zpd?object_id=84XHGZ360NSGDDE) (28.12.2010).

#### a) Halbjahresfinanzberichte

Halbjahresfinanzberichte sind gem § 37w WpHG für die ersten sechs Monate eines jeden Geschäftsjahres zu erstellen. Der Halbjahresfinanzbericht muss in deutscher und englischer Sprache abgefasst sein. Emittenten mit Sitz im Ausland können den Halbjahresfinanzbericht ausschließlich in englischer Sprache abfassen. Der Bericht ist innerhalb von zwei Monaten nach dem Ende des Berichtszeitraums zu veröffentlichen. Der Mindestinhalt des Halbjahresfinanzberichtes ist in § 37w Abs 2 WpHG angeführt.

#### b) Quartalsfinanzberichte / Zwischenmitteilungen

Quartalsfinanzberichte sind gem § 66 Abs 2 FWBO zum Stichtag des ersten und des dritten Quartals eines jeden Geschäftsjahres zu erstellen. Sie müssen ebenfalls in deutscher und englischer Sprache abgefasst sein. Emittenten mit Sitz im Ausland haben wiederum die Möglichkeit den Quartalsfinanzbericht ausschließlich in englischer Sprache zu verfassen. Innerhalb von zwei Monaten nach Ende des jeweiligen Quartals muss der Bericht der Geschäftsführung in elektronischer Form übermittelt werden.

Wenn keine Quartalsfinanzberichte veröffentlicht werden, hat ein Emittent gem § 37x Abs 1 WpHG in einem Zeitraum zwischen 10 Wochen nach Beginn und 6 Wochen vor Ende der ersten und zweiten Hälfte eines Geschäftsjahres jeweils eine Zwischenmitteilung zu veröffentlichen.

### **5. Ausnahmen**

In § 37z WpHG werden Ausnahmen von den Veröffentlichungspflichten gem §§ 37v bis 37y WpHG normiert.

### **6. Sanktionen**

Die Frage, ob und wer für eine unterlassene oder unzureichende Offenlegung haftet, wird ausführlich im Kapitel VIII. Folgen der Verletzung der Publizitätsvorschriften in Deutschland in Punkt VIII.B. Verletzung der Vorschriften über die Regelpublizität erörtert.

## **C. Beteiligungspublizität**

### **1. Allgemeines<sup>289</sup>**

Die Beteiligungspublizität dient dazu, aktuelle bzw potentielle Investoren über die Beteiligungsverhältnisse einer börsennotierten Aktiengesellschaft und deren Änderungen zu informieren. Der Beteiligungspublizität zugrunde liegende Normen sind die §§ 21 – 30 WpHG<sup>290</sup>.

Durch die Beteiligungspublizität soll die Funktionalität des Kapitalmarktes gewährleistet werden und Anleger durch die Transparenz der Beteiligungsverhältnisse geschützt werden.<sup>291</sup>

Damit soll auch dem Missbrauch von Insiderinformationen Einhalt geboten werden.<sup>292</sup>

### **2. Entstehungsgeschichte**

Die §§ 21 – 30 WpHG entsprechen den Vorgaben der Transparenz-Richtlinie I<sup>293</sup>. Die Umsetzung war zwar bis zum 01.01.1991 geplant, sie trat jedoch erst am 01.01.1995 in Kraft. Grund dafür waren rechtspolitische Diskussionen. Es wurde zB bis zuletzt gefordert, es bei der 10 %-Schwelle, welche die Transparenz-RL I vorsieht, zu belassen.<sup>294</sup> Die Transparenz-RL I wurde 2001 aufgehoben und von den Bestimmungen in Art 85 ff Koordinierungs-RL<sup>295</sup> übernommen.

Im Jahr 2004 wurde von der Transparenz-RL II<sup>296</sup> in dessen Art 9 ff die „Information über bedeutende Beteiligungen“ neu geregelt. Die Meldeschwellen sind neu festgesetzt, die Eingangsmeldeschwelle auf 5 % herabgesetzt, die Zurechnungstatbestände neu formuliert, das Meldeverfahren reformiert und die Meldung beim Erwerb eigener Aktien ausdrücklich geregelt worden. Die Regelungen der Transparenz-RL II wurden durch das Transparenzrichtlinie-

---

<sup>289</sup> Vgl weitere Ausführungen im Kapitel V.C.1.

<sup>290</sup> Wertpapierhandelsgesetz (kurz WpHG) idF der Bekanntmachung vom 09.09.1998 (BGBl I S 2708); zuletzt geändert durch Gesetz vom 31.07.2009 (BGBl I S 2512) mWv 05.08.2009.

<sup>291</sup> *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, vor § 21 Rz 18 ff.

<sup>292</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 17 Rz 5; *Kalss/Zollner*, Markttransparenz bei Put- und Call-Optionen, *ecolex* 2002, 22.

<sup>293</sup> Richtlinie des Rates vom 12.12.1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen, 88/627/EWG, Abl. EG Nr. L 348 vom 17.12.1988, 62.

<sup>294</sup> *MwN Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, Vor § 21 Rz 2.

<sup>295</sup> Richtlinie 2001/34/EG über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen vom 28.05.2001, Abl. EG Nr. L 184 vom 06.07.2001, 1 ff („Kapitalmarktpublizitäts-RL“).

<sup>296</sup> Richtlinie 2004/109/EG vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, Abl. EG Nr. L 390 vom 31.12.2004, 38 („Transparenz-RL“).

Umsetzungsgesetz (TUG)<sup>297</sup> im Januar 2007 in das deutsche Recht umgesetzt. Die erste Meldeschwelle wurde auf drei Prozent heruntersgesetzt.<sup>298</sup> Für Market Maker und Verwahrstellen besteht unter gewissen Voraussetzungen bis zur 10 %-Schwelle keine Meldepflicht.<sup>299</sup>

Weitere Umsetzungsmaßnahmen, soweit sie Gesetzesänderungen erforderten, erfolgten im Rahmen des Investmentänderungsgesetzes, das am 28.12.2007 in Kraft getreten ist.<sup>300</sup> Mit der am 21.03.2008 in Kraft getretenen Transparenzrichtlinie-Durchführungsverordnung (TranspRLDV)<sup>301</sup> erfolgten weitere Änderungen. Die letzten Änderungen ergaben sich durch das Risikobegrenzungsgesetz.<sup>302</sup> Wesentliche Änderungen durch das Risikobegrenzungsgesetz sind ua der 6-monatige Rechtsverlust im Falle eines Verstoßes gegen wertpapierhandelsrechtliche Meldepflichten und dass Inhaber wesentlicher Beteiligungen künftig die mit der Beteiligung verfolgten Ziele sowie die Herkunft der finanziellen Mittel dem Emittenten bekannt geben müssen.<sup>303</sup>

Zu den gesetzlichen Regelungen in den §§ 21 ff WpHG treten die Ausführungen im Emittentenleitfaden der BaFin<sup>304</sup>. Das nunmehr in der zweiten Auflage erschiene Werk wurde am 20.05.2009 veröffentlicht<sup>305</sup> und löst die Voraufgabe aus dem Jahr 2005 ab. Mit dem neuen Leitfaden wurden sieben neue Kapitel, ua jenes über die „Information über bedeutende Stimmrechtsanteile“, eingeführt. Der Emittentenleitfaden dient als Erläuterung der WpHG-Regelungen. Im Verhältnis zu Dritten kommt ihm jedoch „keine wie auch immer geartete rechtliche Bindungswirkung zu. Da der Emittentenleitfaden jedoch eine Selbstbindung der

---

<sup>297</sup> Vgl Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenz-RL-Umsetzungsgesetz), vom 05.01.2007, verkündet in BGBl I 2007 Nr 1 vom 10.01.2007, 10.

<sup>298</sup> Vgl BGBl I 2007 Nr 1, 13; in Österreich besteht derzeit ein Entwurf der Übernahmekommission, der ebenfalls eine Herabsetzung der ersten Meldeschwelle von derzeit fünf auf künftig drei Prozent vorsieht. Eine Umsetzung ist derzeit jedoch nicht absehbar.

<sup>299</sup> Vgl *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 7/2009, 265 (268).

<sup>300</sup> Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz), BGBl I 2007, S 3089 vom 21.12.2007.

<sup>301</sup> Verordnung zur Umsetzung der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission vom 08.03.2007 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 (Transparenzrichtlinie-Durchführungsverordnung - TranspRLDV), BGBl I 2008, S 408.

<sup>302</sup> Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz), BGBl I 2008, S 1666 vom 12.08.2008.

<sup>303</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 2009 vom 28.04.2009, 127.

<sup>304</sup> Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (kurz BaFin), vgl N.N., <http://www.bafin.de/> (20.10.2010).

<sup>305</sup> Vgl *Krämer/Heinrich*, Emittentenleitfaden „reloaded“, ZIP 37/2009, 1737 ff; abrufbar unter N.N., [http://www.bafin.de/cln\\_115/nn\\_721290/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Leitfaeden/emittentenleitfaden\\_2009.templateId=raw.property=publicationFile.pdf/emittentenleitfaden\\_2009.pdf](http://www.bafin.de/cln_115/nn_721290/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Leitfaeden/emittentenleitfaden_2009.templateId=raw.property=publicationFile.pdf/emittentenleitfaden_2009.pdf), (20.10.2010).

Verwaltung erzeugt, entfaltet er hierdurch gegenüber den Normadressaten eine zumindest mittelbare Außenwirkung.<sup>306</sup>

### 3. Regelungszweck<sup>307</sup>

Die Transparenz-RL I hat zum Zweck, „durch angemessene Unterrichtung über die Beteiligungsverhältnisse an börsennotierten Gesellschaften zum Einen die Anleger zu schützen und zum Anderen ihr Vertrauen in die Wertpapiermärkte zu stärken und dadurch zum Dritten die Funktionstüchtigkeit der Wertpapiermärkte zu fördern.“<sup>308</sup> In der Begründung des Regierungsentwurfs werden als Zweck der §§ 21 ff WpHG die Ziele der Transparenz-RL genannt. Wie bereits erwähnt, sollen die Normen zur Beteiligungspublizität auch dem Missbrauch von Insiderinformationen entgegenwirken. Nicht zuletzt sind die Zusammensetzung des Aktionärskreises sowie der Umfang der frei gehandelten Aktien („free float) ein wesentliches Kriterium für Investitionsentscheidungen des (institutionellen) Anlegers und in weiterer Folge auch für die Entwicklung des Aktienkurses.<sup>309</sup>

Es ist aus der Sicht des Anlegers wichtig zu sehen, wer wesentliche Beteiligungen hat sowie deren maßgebliches Anwachsen und Verringern zu beobachten. Dies erhöht die Transparenz des Kapitalmarktes. Es ist mitunter relevant, dass ein potentieller Anleger weiß, ob jemand über 90 % der Aktien (im Hinblick auf ein Squeeze-Out-Verfahren) oder etwa eine Sperrminorität besitzt, damit er in weiterer Folge strategische Überlegungen anstellen und sich überlegen kann, ob ein Investment sinnvoll wäre.

### 4. Verhältnis zur Ad-hoc-Publizität

Es ist möglich, dass die Voraussetzungen der Normen des § 15 Abs 1 und der §§ 21 ff WpHG zugleich erfüllt sind. Das Überschreiten einer meldepflichtigen Schwelle ist ein Ereignis, das den Kurs einer Aktie erheblich beeinflussen kann und somit auch eine Ad-hoc-Publizitätspflicht auslöst.

Die §§ 15 und 21 ff WpHG sind nebeneinander anwendbar, da sie unterschiedliche Tatbestandsvoraussetzungen und Rechtsfolgen haben und sich in ihrem normativen Zweck unter-

---

<sup>306</sup> *Krämer/Heinrich*, Emittentenleitfaden „reloaded“, ZIP 37/2009, 1737 (1738).

<sup>307</sup> Ausführlich dazu *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, Vor § 21 Rz 18 ff.

<sup>308</sup> *MwN Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, Vor § 21 Rz 20.

<sup>309</sup> Vgl *Heinrich* in *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 21 Rz 2.

scheiden.<sup>310</sup> Vielmehr schließt § 15 WpHG die Lücken, die von den §§ 21 ff WpHG freigelassen werden. Auch wenn keine meldepflichtigen Schwellen gem §§ 21 ff WpHG überschritten werden, sondern die Beteiligung in deren Rahmen aufgestockt oder verringert wird, kann dies dennoch eine Ad-hoc-Meldepflicht auslösen, da die Höhe der aktuellen Beteiligung bzw deren Änderung den Aktienkurs erheblich beeinflussen kann.

## 5. § 21 WpHG – Mitteilungspflichten des Meldepflichtigen

### a) Allgemeines

Sinn und Zweck dieser Vorschrift ist es, das betroffene börsennotierte Unternehmen und die BaFin über eine Veränderung von maßgeblichen Beteiligungsverhältnissen in Kenntnis zu setzen. Gem § 26 WpHG hat die Gesellschaft in der Folge eine Meldung zu veröffentlichen, um die Anleger davon in Kenntnis zu setzen.

### b) Voraussetzungen

#### (1) Normadressat

Adressat des § 21 Abs 1 Satz 1 WpHG ist jede natürliche und juristische Person, welcher die Stimmrechte aus den ihr gehörenden Anteilen zustehen, dh der Aktionär selbst.<sup>311</sup> Dabei ist es unerheblich, ob diese ihren Wohnsitz im In- oder im Ausland hat und gleich welche Staatsangehörigkeit sie besitzt. Eine juristische Person ist unabhängig von ihrem Sitz und ihrer Rechtsform meldepflichtig.<sup>312</sup>

Die Mitteilungspflichten beziehen sich auf Stimmrechte von Emittenten, für welche die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist. Die Meldepflicht des § 21 WpHG besteht einerseits dann, wenn der Emittent seinen Sitz in Deutschland hat und seine Aktien an einem organisierten Markt in Deutschland, einem anderen Staat der EU oder des EWR zugelassen sind, oder er andererseits seinen Sitz in einem Drittstaat hat, seine Aktien an einem organisierten Markt in Deutschland, einem anderen Staat der EU oder des EWR zugelassen sind und das jährliche Dokument nach § 10 Wertpapierprospektgesetz<sup>313</sup> (kurz „WpPG“) bei der BaFin

---

<sup>310</sup> MwN *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, Vor § 21 Rz 57 ff.

<sup>311</sup> Vgl *Heinrich* in *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 21 Rz 4.

<sup>312</sup> MwN *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 21 Rz 9 ff.

<sup>313</sup> Fassung aufgrund des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 16.07.2007 (BGBl I S 1330, m.W.v. 01.11.2007).

hinterlegt wird.<sup>314</sup> Die Meldepflicht des Aktionärs besteht unabhängig von dessen Nationalität oder Wohnsitz. Dieser kann auch im Ausland seinen Wohnsitz haben, ebenso kann die Gesellschaft, welche eine Beteiligung hält, ihren Sitz im Ausland haben.<sup>315</sup>

Das gleiche gilt, wenn die Tatbestände des § 22 WpHG im Ausland erfüllt werden. Diese können sich „auch nach einer ausländischen – nämlich der durch das Vertrags- oder Gesellschaftsstatut berufenen – Rechtsordnung richten.“<sup>316</sup> Bei Zertifikaten, welche Aktien vertreten, trifft die Mitteilungspflicht konsequenterweise – und zwar ausschließlich – den Inhaber der Zertifikate.<sup>317</sup>

## (2) Beteiligungsdauer

Nach § 21 WpHG ist es irrelevant, wie lange die Aktien im Besitz des Meldepflichtigen waren.<sup>318</sup>

## (3) Schwellenwerte

§ 21 Abs 1 Satz 1 WpHG bestimmt die Schwellenwerte. Demnach wird man meldepflichtig, wenn man 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 und 75 % der Stimmrechte überschreitet. Zu beachten ist, dass mit Erreichen der Kontrollmehrheit iHv 30 % zusätzlich die übernahmerechtlichen Mitteilungspflichten gem § 35 Abs 1 WpÜG<sup>319</sup> zu beachten sind.<sup>320</sup> In Deutschland „fehlen“ – im Gegensatz zu Österreich – somit die Schwellen bei 35, 40, 45 und 90-%. Zum Unterschied von Österreich haben die Deutschen jedoch bereits die 3-%-Schwelle eingeführt.

Die Einführung der 3 %-Meldeschwelle, welche über die Vorgaben der EU-Richtlinie hinausgeht, bietet für viele Marktteilnehmer, vor allem für den Emittenten, ein erhöhtes Maß an Transparenz. „Emittenten mit traditionell niedrigen Präsenzen auf ihren Hauptversammlungen dürften hiervon besonders profitieren. Da dieses Instrument zur Erhöhung der Kapitalmarkttransparenz auch in anderen wichtigen europäischen Ländern eingesetzt wird, ist auch kein

---

<sup>314</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 128.

<sup>315</sup> Nottmeier/Schäfer, Praktische Fragen im Zusammenhang mit §§ 21, 22 WpHG, AG 1997, 87 (90); Schuster, Die internationale Anwendung des Börsenrechts (1996) 457 ff.

<sup>316</sup> Schneider in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 21 Rz 23.

<sup>317</sup> Vgl § 21 Abs 1 S 2 WpHG.

<sup>318</sup> Vgl Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, Jahresbericht 2001 vom 29.04.2002, 37: „Für die Schwelle von 10 Prozent gilt dies auch für Unternehmen, die kurzfristig Unterschiedsbeträge zwischen Erwerbs- und Veräußerungspreis nutzen wollen“.

<sup>319</sup> Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) vom 20.12.2001 (BGBl I S 3822); zuletzt geändert durch Artikel 3 des Gesetzes vom 30.07.2009 (BGBl I S 2479).

<sup>320</sup> Vgl Heinrich in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 21 Rz 5.

negativer Wettbewerbseffekt auf den deutschen Kapitalmarkt zu erwarten. Als Beispiele sind hier Italien oder Großbritannien zu nennen.<sup>321</sup>

Die Schwellenwerte beziehen sich nur auf den Stimmrechtsanteil, nicht auf den Kapitalanteil.<sup>322</sup> Wie die Stimmrechtsquote zu berechnen ist und wie die einzelnen Typen von Aktien (Stammaktien, Mehrstimmrechtsaktien, stimmrechtslose Vorzugsaktien, Namensaktien, eigene Aktien) zu behandeln sind, beschreiben *Assmann/Schneider* ausführlich.<sup>323</sup> Grundsätzlich ist dabei zu erwähnen, dass die Berechnung der Stimmrechtsquote dem Verhältnis der dem Aktionär zustehenden Stimmen zu der Gesamtzahl der Stimmrechte der Gesellschaft nachgeht.<sup>324</sup>

#### (4) Erreichen, Über- oder Unterschreiten der Schwellenwerte

Meldepflichtig wird einerseits derjenige, der die Schwellenwerte durch den Erwerb oder die Veräußerung erreicht, überschreitet oder unterschreitet, andererseits die betroffene Gesellschaft durch Veröffentlichung einer entsprechenden Mitteilung. Dies muss nicht durch Erwerb oder Veräußerung geschehen, sondern kann auch durch entsprechende Zurechnung oder Nicht-Zurechnung gem § 22 WpHG erfolgen.

#### (5) Erwerb und Veräußerung

Es stellt sich die Frage, wann eine Meldepflicht ausgelöst wird. Soll dies schon bei Abschluss eines Kaufvertrages, der noch nicht erfüllt ist, erfolgen oder erst dann entstehen, wenn der Meldepflichtige Aktionär geworden ist. Die zweite Möglichkeit würde dem Missbrauch der Veröffentlichungspflichten Tür und Tor öffnen, denn dann bräuchte man nur mehr Verträge abschließen und die Erfüllung hinauszögern, bis ein entsprechend gewollter hoher Stimmrechtsanteil vorliegt und dann eine Veröffentlichung vornehmen. Deshalb ist der zweiten Ansicht nicht zu folgen.<sup>325</sup>

„Ein Erwerb liegt erst ab dem Moment vor, an dem der Erwerber das Eigentum an den Aktien erlangt hat (idR Datum der Depotgutschrift).“ Bei einer Veräußerung ist die Ausbuchung aus

---

<sup>321</sup> Positiv demgegenüber die Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zum Entwurf für ein Transparenz-RL-Umsetzungsgesetz vom September 2006.

<sup>322</sup> MwN *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 21 Rz 28 ff.

<sup>323</sup> Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 21 Rz 33 ff; vgl auch *Heinrich* in *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 21 Rz 5 ff.

<sup>324</sup> MwN *Heinrich* in *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 21 Rz 6.

<sup>325</sup> Siehe auch ausführlich dazu *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 21 Rz 70 ff.

dem Depot des Veräußerers entscheidend.<sup>326</sup> Das rechtsgeschäftliche Verfügungsgeschäft ist somit ausschlaggebend.<sup>327</sup>

Laut BaFin ist eine Saldierung zulässig, womit keine Mitteilung erforderlich ist, wenn innerhalb eines Tages die gleichen Schwellen erst überschritten und dann unterschritten werden (oder auch umgekehrt).<sup>328</sup> Sofern mehrfache Schwellenüber- bzw unterschreitungen an einem Tag erfolgen, ist eine Mitteilung mit dem Stimmrechtsanteil am Ende des Tages ausreichend.<sup>329</sup>

#### (6) Begriff des Emittenten

§ 21 WpHG sprach früher von einer börsennotierten Gesellschaft. § 21 Abs 2 WpHGaF definierte diese, als eine Gesellschaft mit Sitz im Inland, deren Aktien zum Handel an einem organisierten Markt<sup>330</sup> zugelassen sind. Daher bestand somit keine Meldepflicht, wenn eine Gesellschaft im Inland an der Börse notierte, jedoch ihren Sitz im Ausland hatte.

Durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz wurde der Anwendungsbereich auf die Emittenten, für welche die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, erweitert. Ein solcher Emittent ist in § 2 Abs 6 iVm § 21 Abs 2 WpHG definiert. Mitteilungspflichtig sollen künftig alle Gesellschaften sein, die den inländischen oder europäischen Kapitalmarkt in Anspruch nehmen.<sup>331</sup>

#### c) Mitteilungspflichten der involvierten Personen

Wie bereits erwähnt, muss der Meldepflichtige gem § 21 Abs 1 WpHG den Emittent, von dem die Stimmrechte gehalten werden, und die BaFin gesondert informieren. Gem § 26 WpHG hat jeder Inlandsemittent diese Informationen unverzüglich, jedoch spätestens drei Handelstage nach Zugang der Mitteilung zu veröffentlichen. Darüber hinaus hat der

---

<sup>326</sup> *Renz/Rippel*, BKR 7/2009, 265 (266).

<sup>327</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 2009, 130.

<sup>328</sup> *Renz/Rippel*, BKR 7/2009, 265 (266); anders *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 21 Rz 26.

<sup>329</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 2009, 132.

<sup>330</sup> Gem § 2 Abs 5 WpHG versteht man unter einem organisierten Markt ein im Inland, in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum betriebenes oder verwaltetes, durch staatliche Stellen genehmigtes, geregeltes und überwachtes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach festgelegten Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt oder das Zusammenbringen fördert, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt.

<sup>331</sup> *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 21 Rz 78 ff.

Emittent die Mitteilung unverzüglich – aber nicht vor ihrer Veröffentlichung – dem Unternehmensregister zur Speicherung zu übermitteln. Ein Inlandsemittent hat weiters nach § 26a WpHG die Gesamtzahl der Stimmrechte bei Veränderungen am Ende eines jeden Kalendermonats für die Berechnung der Schwellen zu veröffentlichen.<sup>332</sup>

### (1) Inhalt

Der Inhalt der Mitteilungen muss der Wahrheit entsprechen. Falsche Mitteilungen sind nicht nur unzulässig, sie können vielmehr sogar „betrügerischen Charakter haben, wenn sie der Kursmanipulation dienen.“<sup>333</sup> Es ist daher geboten, im Zweifel mehr zu veröffentlichen als nötig, damit es im Nachhinein keine Probleme geben kann.

Die Mitteilung muss enthalten<sup>334</sup>:

- „Name bzw Firma und Anschrift des Meldepflichtigen;
- welcher Schwellenwert erreicht, über- oder unterschritten wurde;
- den Tag des Erreichens, Überschreitens oder Unterschreitens;
- die genaue Höhe des zum Zeitpunkt der Meldung gehaltenen Stimmrechtsanteils; und
- gegebenenfalls die Angaben nach § 22 Abs 1 und Abs 2, und zwar unter Angabe der verwirklichten Zurechnungstatbestände.“

### (2) Form

Die Mitteilung hat schriftlich in deutscher und englischer Sprache zu ergehen und muss unterschrieben werden. Lediglich gegenüber dem Emittenten und der BaFin wird die Möglichkeit einer Übermittlung per Telefax eingeräumt.<sup>335</sup>

### (3) Frist

Die Mitteilung hat unverzüglich nach dem Über- oder Unterschreiten bzw Erreichen des Schwellenwertes zu erfolgen, spätestens jedoch innerhalb von vier Handelstagen unter Beachtung von § 22 Abs 1 und Abs 2 WpHG. Der Tag, an dem der Zeitpunkt der Kenntnis oder des Kennenmüssens fällt, wird in die Berechnung der Frist nicht miteingerechnet. Es besteht wei-

---

<sup>332</sup> *Renz/Rippel*, BKR 7/2009, 265 (270 f).

<sup>333</sup> *MwN Schneider in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 21 Rz 113.

<sup>334</sup> Vgl *Schneider in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 21 Rz 114 f; genaueres zu den aufgezählten Punkten vgl Rz 116 ff, *mwN Heinrich in Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 21 Rz 9; Muster einer Mitteilung und Veröffentlichung gem §§ 21 ff WpHG, Stand 04.03.2007, abrufbar unter NN, <http://www.bafin.de> (20.10.2010).

<sup>335</sup> *MwN Schneider in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 21 Rz 127.

ters die Möglichkeit bei bestehenden Zweifeln, die Auskunft eines Rechtsanwaltes oder Wirtschaftsprüfers einzuholen. Die Frist ist gewahrt, wenn die Mitteilung innerhalb der Frist zugegangen ist.<sup>336</sup>

Gem § 21 Abs 1 Satz 3 WpHG beginnt die Meldefrist „mit dem Zeitpunkt, zu dem der Meldepflichtige Kenntnis davon hat oder nach den Umständen haben musste, dass sein Stimmrechtsanteil die genannten Schwellen erreicht, überschreitet oder unterschreitet.“ Der Zeitpunkt der Kenntnisnahme wird zwei Handelstage nach dem Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der genannten Schwellen vermutet.<sup>337</sup>

Es genügt, wenn ein Organmitglied eines geschäftsführenden Organs diesbezüglich Kenntnis erlangt. „Die Kenntnis eines Aufsichtsratsmitglieds oder von nachgeordneten Mitarbeitern reicht nicht aus.“ Anders jedoch, „wenn der nachgeordnete Mitarbeiter mit der Wahrnehmung der entsprechenden Aufgaben betraut ist.“<sup>338</sup>

## 6. § 22 WpHG – Zurechnung von Stimmrechten

### a) Allgemeines

§ 22 WpHG setzt Art 7 und 8 der Transparenz-RL I ins deutsche Recht um. Der Sinn dieser Vorschrift ist es, dem Meldepflichtigen alle Stimmrechte zuzurechnen, auf die er von Rechts wegen oder faktisch Einfluss hat oder haben kann. Ein weiterer Zweck ist es, das Anlegerpublikum bzw die Öffentlichkeit über die Entstehung und das Bestehen wesentlicher Beteiligungen zu informieren.<sup>339</sup> Es soll eine Umgehung der Mitteilungspflichten gem § 21 WpHG verhindert bzw einer solchen entgegengewirkt werden und eine weit reichende Transparenz der Kontrollverhältnisse gewährleistet werden.<sup>340</sup>

### b) Grundsatz der mehrfachen Zurechnung

Es gilt der Grundsatz der doppelten Meldepflicht. Das bedeutet, dass Stimmrechte über denselben Anteil, eine Veröffentlichungs- bzw Meldepflicht von mehreren Personen auslösen können.

---

<sup>336</sup> Vgl § 130 Abs 1 BGB.

<sup>337</sup> *Renz/Rippel*, BKR 7/2009, 265 (266).

<sup>338</sup> *MwN Schneider in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 21 Rz 135.

<sup>339</sup> *MwN Schneider in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 22 Rz 3 f.

<sup>340</sup> Vgl *Heinrich in Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 22 Rz 1; kritisch zur Reichweite der bisherigen Regelung *Schneider in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 22 Rz 4 f.

### c) Grundsatz der Kettenzurechnung

Eine Kettenzurechnung ist in den §§ 22 Abs 1 Satz 2 und 22 Abs 1 Satz 1 Nr. 2-6 WpHG geregelt. Dem Meldepflichtigen stehen zudem Tochterunternehmen des Meldepflichtigen für die Zurechnung gleich und werden in voller Höhe zugerechnet.

### d) Tatbestände

„Für die Mitteilungspflichten nach § 21 Abs 1 und 1a WpHG stehen den Stimmrechten des Meldepflichtigen Stimmrechte aus Aktien des Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, gleich,

- die einem Tochterunternehmen des Meldepflichtigen gehören,
- die einem Dritten gehören und von ihm für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten werden,
- die der Meldepflichtige einem Dritten als Sicherheit übertragen hat, es sei denn, der Dritte ist zur Ausübung der Stimmrechte aus diesen Aktien befugt und bekundet die Absicht, die Stimmrechte unabhängig von den Weisungen des Meldepflichtigen auszuüben,
- an denen zugunsten des Meldepflichtigen ein Nießbrauch bestellt ist,
- die der Meldepflichtige durch eine Willenserklärung erwerben kann,
- die dem Meldepflichtigen anvertraut sind oder aus denen er die Stimmrechte als Bevollmächtigter ausüben kann, sofern er die Stimmrechte aus diesen Aktien nach eigenem Ermessen ausüben kann, wenn keine besonderen Weisungen des Aktionärs vorliegen.“<sup>341</sup>

Zu den einzelnen Tatbeständen wird auf die Fachliteratur verwiesen.<sup>342</sup>

## 7. § 23 WpHG - Nichtberücksichtigung von Stimmrechten

Mit § 23 Abs 1 WpHG wurde Art 9 Transparenz-RL I in das deutsche Recht eingefügt. Stimmrechte aus Aktien einer börsennotierten Gesellschaft bleiben bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils unter gewissen Voraussetzungen unberücksichtigt („Handelsbestandsbefreiung“). Ein Befreiungsantrag ist nicht erforderlich.

---

<sup>341</sup> Vgl § 22 Abs 1 WpHG.

<sup>342</sup> MwN *Heinrich* in *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 22 Rz 3 ff; *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 22 Rz 30 ff; vgl auch *Renz/Rippel*, BKR 7/2009, 265 (267 f).

Diese Befreiung gilt nur für Unternehmen,

- „die Wertpapierdienstleistungen iSd § 2 Abs 3 WpHG erbringen und ihren Sitz in einem Mitgliedstaat der EU oder in einem anderen Vertragsstaat des EWR haben,
- die betreffenden Aktien im Handelsbestand halten oder zu halten beabsichtigen und dieser Anteil nicht mehr als 5 % der Stimmrechte beträgt und
- die sicherstellen, dass die Stimmrechte aus den betreffenden Aktien nicht ausgeübt und nicht anderweitig genutzt werden, um auf die Geschäftsführung des Emittenten Einfluss zu nehmen.“<sup>343</sup>

Market Maker sind ebenfalls unter gewissen Voraussetzungen von der Mitteilungspflicht befreit. Die Person muss dabei in ihrer Eigenschaft als Market Maker handeln, eine Zulassung nach § 32 Abs 1 Satz 1 WpHG iVm § 1 Abs 1a Satz 2 Nr 4 KWG haben und darf nicht in die Geschäftsführung des Emittenten eingreifen und keinen Einfluss auf den Emittenten dahingehend ausüben, die betreffenden Aktien zu kaufen oder den Preis der Aktien zu stützen. Der Market Maker muss die BaFin unverzüglich, spätestens innerhalb von vier Handelstagen unter Angabe der betroffenen Aktien davon informieren (per Post oder per Fax), dass er als Market Maker tätig ist. Die Stimmrechte, die in dessen Bestand gehalten werden, gelten bis 10 % minus ein Stimmrecht vollumfänglich als befreit.<sup>344</sup>

Der Gestaltungsspielraum eines Unternehmens, und damit die Möglichkeit eine Umgehung der Mitteilungspflichten gem § 21 WpHG zu erreichen, hat sich möglicherweise durch § 23 WpHG erhöht, da es den Unternehmen nunmehr ermöglicht wird, den wahren Umfang ihrer Anlage zu verschleiern.

## **8. Sanktionen**

Die Frage, ob und wer für eine unterlassene oder unzureichende Offenlegung haftet, wird ausführlich im Kapitel VIII. Folgen der Verletzung der Publizitätsvorschriften in Deutschland in Punkt VIII.C. Verletzung der Vorschriften über die Beteiligungspublizität erörtert.

---

<sup>343</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 158; vgl § 23 WpHG.

<sup>344</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 160; Renz/Rippel, BKR 7/2009, 265 (269).

## ***D. Directors' Dealings***

Directors' Dealings sind in § 15a WpHG geregelt. Die Ausführungen beziehen sich auf die derzeit aktuellste Fassung nach Umsetzung des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes.<sup>345</sup>

### **1. § 15a WpHG**

#### a) Allgemeines

Die Regelung der Directors' Dealings ist mit jener in Österreich sehr ähnlich, deshalb wird die deutsche Norm gekürzt dargestellt und hiezu vor allem auf die Unterschiede geachtet. Die Veröffentlichungspflicht von Eigengeschäften bei Personen mit Führungsaufgaben wurde mit dem 4. FFG<sup>346</sup> erstmals eingeführt.

#### b) Anwendungsbereich

##### (1) Persönlicher Anwendungsbereich

Der persönliche Anwendungsbereich bezieht sich gem § 15a Abs 1 Satz 1 WpHG auf Personen, welche bei einem Emittenten von Aktien Führungsaufgaben wahrnehmen. Welche Personen damit konkret gemeint sind, wird in seinem Abs 2 festgelegt: *„Personen mit Führungsaufgaben im Sinne des Absatzes 1 Satz 1 sind persönlich haftende Gesellschafter oder Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten sowie sonstige Personen, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind.“*<sup>347</sup>

Die deutsche Rechtslage sieht wie in Österreich eine Einbeziehung von Personen vor, die in enger Beziehung zu Personen mit Führungsaufgaben stehen. Damit soll eine Umgehung der Meldepflicht verhindert werden.<sup>348</sup> Hinsichtlich der Mitteilungspflicht bei juristischen Personen und sonstigen Einrichtungen wird auf die weitergehenden Ausführungen im Emittentenleitfaden 2009 der BaFin verwiesen.<sup>349</sup>

---

<sup>345</sup> Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 16.07.2007, BGBl I S 1330 mWv 01.11.2007.

<sup>346</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz), BGBl I S 2010 vom 21.06.2002.

<sup>347</sup> Vgl dazu *BaFin*, Emittentenleitfaden 2009, 85.

<sup>348</sup> Vgl § 15a Abs 1 Satz 2 iVm Abs 3 WpHG; *BaFin*, Emittentenleitfaden 2009, 85 f.

<sup>349</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 2009, 86 ff.

## (2) Sachlicher Anwendungsbereich

Die Verpflichtung gilt gem § 15a Abs 1 Satz 3 WpHG nur bei Emittenten von Aktien, die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen sind oder – und dies wurde neu eingefügt – zum Handel an einem ausländischen organisierten Markt<sup>350</sup> zugelassen sind, sofern der Emittent seinen Sitz im Inland hat oder es sich um Aktien eines Emittenten mit Sitz außerhalb der Europäischen Union und des EWR handelt, für welche die Bundesrepublik Deutschland Herkunftsstaat iSd Wertpapierprospektgesetzes ist.

### c) Frist zur Offenlegung

Führungspersonen haben eigene Geschäfte binnen fünf Arbeitstagen dem Emittenten und der BaFin mitzuteilen. Die österreichische Rechtslage sieht dieselbe Frist vor. Die Mitteilungspflicht ist keine höchstpersönliche, jedoch trifft die Führungsperson eine Organisations- und Überwachungspflicht.<sup>351</sup>

Der Emittent muss jedoch gem § 15a Abs 4 Satz 1 WpHG die Information gem Abs 1 leg cit unverzüglich veröffentlichen und gleichzeitig der BaFin mitteilen. Die Veröffentlichungspflicht trifft somit ausschließlich den Emittenten. Darüber hinaus muss die Information unverzüglich, jedoch nicht vor ihrer Veröffentlichung, dem Unternehmensregister iSd § 8b dHGB zur Speicherung übermittelt werden.

Zu beachten ist, dass in § 15a WpHG eine längere Frist als in § 21 WpHG vorgesehen ist. Im Falle des § 21 WpHG ist nämlich eine Frist von vier Arbeitstagen vorgesehen. Dies bedeutet, dass möglicherweise eine Veröffentlichung gem § 15a WpHG durch die Frist des § 21 WpHG zeitlich enger begrenzt wird. Dies könnte der Fall sein, wenn durch einen Aktienkauf oder –verkauf einer Führungsperson ein relevanter Schwellenwert über- oder unterschritten wird und somit eine Meldepflicht gem §§ 21 ff WpHG besteht.

Details hinsichtlich der Art und Weise der Veröffentlichung finden sich im Emittentenleitfaden 2009 der BaFin.<sup>352</sup>

---

<sup>350</sup> Siehe Definition in § 2 Abs 5 WpHG.

<sup>351</sup> MwN Fischer zu Cramburg/Royé in Heidelberg, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 15a WpHG Rz 6.

<sup>352</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 93 ff.

#### d) Bagatellgrenze

Gem § 15a Abs 1 Satz 5 WpHG beträgt die Bagatellgrenze<sup>353</sup> wie in Österreich EUR 5.000,00 im Kalenderjahr. Bis zu dieser Grenze besteht keine Mitteilungspflicht. Kommt man darüber hinaus, muss man alle Geschäfte in diesem Zeitraum nachmelden. „Zur Berechnung der Grenze von EUR 5.000,00 sind die Geschäfte der Führungspersonen und der mit diesen in enger Beziehung stehenden Personen kumulativ heranzuziehen.“ Bei solchen Geschäften, deren Wert nicht bezifferbar ist, kann der Wert bei der Berechnung der Bagatellgrenze zu Gunsten der mitteilungspflichtigen Personen mit EUR 0,00 angenommen werden.<sup>354</sup>

## 2. Sanktionen

Die Frage, ob und wer für eine unterlassene oder unzureichende Offenlegung haftet, wird ausführlich im Kapitel VIII. Folgen der Verletzung der Publizitätsvorschriften in Deutschland in Punkt VIII.D. Verletzung der Vorschriften über Directors' Dealings erörtert.

## *E. Ad-hoc-Publizität*

### 1. Allgemeines<sup>355</sup>

Die Ad-hoc-Publizität ist eine kapitalmarktrechtliche Informationspflicht. Sie dient als insiderrechtliche Präventivmaßnahme, da die laufende bzw unverzügliche Veröffentlichung von publizitätspflichtigen Tatsachen den so genannten Insidern ihre Vorteile aus einem Informationsvorsprung nimmt, welche sie zum Nachteil mancher Anleger bzw hauptsächlich zu ihrem eigenen Vorteil nutzen könnten.<sup>356</sup> Mit der Publizierung werden die kursrelevanten Sachverhalte der Öffentlichkeit bekannt gemacht und diese verlieren ihre Eigenschaft als Insiderinformation. Jeder Anleger sollte über dieselben Informationen verfügen können, um eine möglichst große Transparenz bieten zu können und somit eine Chancengleichheit der Marktteilnehmer zu ermöglichen.

---

<sup>353</sup> Herabgesetzt durch das AnSVG in Umsetzung von Art 6 Abs 2 der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG.

<sup>354</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 2009, 89.

<sup>355</sup> Vgl ergänzend die (einleitenden) Ausführungen zur österreichischen Rechtslage.

<sup>356</sup> *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 7.

## 2. Entstehung

Die Ad-hoc-Publizität wurde im Zuge der Umsetzung der Börsenzulassungs-Richtlinie vom 05.03.1979<sup>357</sup> durch die Börsengesetznovelle 1986 eingeführt. Zunächst in den §§ 44 - 44d dBörsG geregelt wurde sie nach Einführung des WpHG<sup>358</sup> in dessen § 15 begründet.<sup>359</sup>

Mit Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie vom 28.01.2003<sup>360</sup> und der zu dieser ergangenen Durchführungs-Richtlinie 2003/124/EG vom 22.12.2003 sowie durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) vom 28.10.2004<sup>361</sup> wurde die Ad-hoc-Publizität im Wesentlichen neu gestaltet.

Die Zahl der Ad-hoc-Mitteilungen hat sich seit deren Einführung im Jahr 1995 vervielfacht. Im Jahr 1999 wurden bereits 3.417 Mitteilungen verzeichnet, im Gegensatz zu 1.856 Mitteilungen ein Jahr zuvor. Im Jahr 2000 erreichten die Ad-hoc-Meldungen mit 5.693 Mitteilungen einen Höchststand. Dieser rasante Anstieg hatte mehrere Gründe: Die Unternehmen, welche der Ad-hoc-Publizität unterlagen, nahmen stark zu, die Anlage in Wertpapiere wurde zunehmend interessanter und insbesondere junge Unternehmen nutzten die Möglichkeit von Ad-hoc-Mitteilungen als Mittel von Investor-Relations-Aktivitäten<sup>362</sup>.

Im darauffolgenden Jahr ging die Anzahl auf 5.421 Mitteilungen leicht zurück.<sup>363</sup> Diesen Rückgang führte man darauf zurück, dass „die Anzahl der überflüssigen Meldungen abgenommen hat“<sup>364</sup>. Dies wurde dadurch verstärkt, dass mit dem 4. FFG 2002<sup>365</sup> das Verbot der Veröffentlichung überflüssiger Angaben in Ad-hoc-Mitteilungen eingefügt wurde. Die Zahl

---

<sup>357</sup> Richtlinie 79/279/EWG des Rates vom 05.03.1979; vgl Rz 78.

<sup>358</sup> Eingeführt durch Art 1 des Gesetzes über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz – 2.FFG), BGBl I 1994, S 1749; vom 26.07.1994; vgl hierzu eine umfassende Darstellung von *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, Einl. Rz 12 ff.

<sup>359</sup> Gemeinschaftsrechtliche Grundlage waren Art 68 und Art 81 der Börsenzulassungs-Richtlinie vom 28.5.2001, ABI EG Nr L 184, 06.07.2001, 1.

<sup>360</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation („Marktmissbrauchs-RL“), Abl 2003 L 96/16 vom 12.04.2003.

<sup>361</sup> Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), BGBl I 2004, S 2630 vom 28.10.2004.

<sup>362</sup> Investor Relations (IR) ist ein Synonym für die Finanzkommunikation einer Aktiengesellschaft mit Aktionären bzw Investoren, Analysten und Finanzmedien. Ziel der IR ist es, der Financial Community all jene Informationen zur Verfügung zu stellen, damit die Entwicklung des Unternehmenswertes eingeschätzt werden kann, um die Erwartungen des Marktes zu steuern.

<sup>363</sup> Siehe die Zusammenstellung im Jahresbericht des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel (BAWe) für 2001 vom 29.04.2002, 31, 58.

<sup>364</sup> Jahresbericht des BAWe für 2001 vom 29.04.2002, 32.

<sup>365</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz), BGBl I 2002, S 2010 vom 21.06.2002.

der Ad-hoc-Mitteilungen ging daraufhin nahezu stetig zurück, bis sie im Jahr 2009 die Anzahl von 2.657 Ad-hoc-Mitteilungen erreichte.<sup>366</sup>

Lag der inhaltliche Schwerpunkt der Ad-hoc-Meldungen anfangs noch bei Mitteilungen über den Jahresabschluss und zu Zwischenergebnissen, liegt er mittlerweile bei Mitteilungen über strategische Unternehmensentscheidungen, wie zB Erwerb von Beteiligungen oder Veränderung der Unternehmensstruktur.<sup>367</sup>

### 3. Zweck der Ad-hoc-Publizität<sup>368</sup>

#### - Schutzzweck

Die Ad-hoc-Publizität dient, wie schon im Rahmen der Darstellung der österreichischen Rechtslage gezeigt, der Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. § 15 WpHG dient damit dem Schutz des potentiellen Anlegers. Auch die Markttransparenz und die Preiswahrheit sollen, durch Verhinderung der Bildung von unangemessenen Börsepreisen durch etwaige Informationsdefizite der Anleger, gesichert werden. Durch die unmittelbare Veröffentlichungspflicht soll der Kreis der Insider möglichst klein gehalten werden und der Zeitraum eines Insiderwissens möglichst kurz gehalten werden.

#### - Insiderrechtliche Präventivmaßnahme

Durch die unmittelbare Veröffentlichung einer Insiderinformation wird dieser die Eigenschaft als eine solche genommen. Insidergeschäfte können das Vertrauen der Anleger auf einen seriösen Markt erheblich erschüttern. Die Funktionsfähigkeit des Marktes ist sehr von diesem Vertrauen abhängig. Im Hinblick auf die Vorbeugung bzw Begrenzung der Möglichkeiten zur Durchführung von Insidergeschäften ist die Regelung der Ad-hoc-Publizität aus dem Börsengesetz<sup>369</sup> herausgenommen und den insiderrechtlichen Bestimmungen des WpHG zugeordnet worden.

---

<sup>366</sup> Jahresbericht der BaFin für 2009 vom 25.05.2010, 184; abrufbar unter N.N., [http://www.bafin.de/cln\\_171/nn\\_722604/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Jahresberichte/2009/jb\\_2009\\_gesamt.templateId=raw.property=publicationFile.pdf/jb\\_2009\\_gesamt.pdf](http://www.bafin.de/cln_171/nn_722604/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Jahresberichte/2009/jb_2009_gesamt.templateId=raw.property=publicationFile.pdf/jb_2009_gesamt.pdf) (20.10.2010).

<sup>367</sup> Vgl mwN Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 24.

<sup>368</sup> Vgl ergänzend die Ausführungen zur österreichischen Rechtslage in Kapitel V.E; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 27 ff mwN.

<sup>369</sup> Vormals in § 44a dBörsG aF.

- Verhältnis zu den anderen Publizitätsarten

Die Ad-hoc-Publizität ist eine Ergänzung der Regelpublizität und soll diese nicht verdrängen. Es kann jedoch so sein, dass gewisse Ereignisse, welche der Regelpublizität unterliegen, wie zB Jahresabschlüsse, Zwischenberichte etc, unter bestimmten Voraussetzungen bereits vorher der Ad-hoc-Publizität gem § 15 WpHG unterliegen können.<sup>370</sup> Das bedeutet, dass in solchen Fällen nicht gewartet werden darf, bis der Zeitpunkt der Veröffentlichung des Jahresabschlusses vorliegt.<sup>371</sup> Gemeint ist jedoch, dass nicht der gesamte Jahresabschluss bzw Zwischenbericht zu veröffentlichen ist, sondern nur die Information, welche nicht der Öffentlichkeit bekannt ist und als kurserheblich anzusehen ist, wie zB Prognosen und Plandaten.<sup>372</sup> Bei zukünftigen Ereignissen hat der BGH in einer Entscheidung die Latte für die Ad-hoc-Pflicht hoch angesetzt: Eine Ad-hoc-Pflicht besteht bei in der Zukunft liegenden Ereignissen nur, wenn deren Eintritt mit hoher Wahrscheinlichkeit angenommen werden kann. Der BGH verwendet die Begriffe „ausreichend präzise“ und „hinreichend wahrscheinlich“ und nennt eine Eintrittswahrscheinlichkeit von mehr als 50 %.<sup>373</sup>

#### 4. Überblick über die wesentlichen Änderungen des § 15 WpHG durch das AnSVG<sup>374</sup>

Nachstehend erfolgt ein kurzer Überblick über die wesentlichen Änderungen, welche das AnSVG gebracht hat.

- Gegenstand der Veröffentlichung

Nach der alten Rechtslage musste ein Emittent solche nicht öffentlichen Tatsachen veröffentlichen, welche in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten und wegen ihrer Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet waren, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen.<sup>375</sup>

---

<sup>370</sup> Bekanntmachung des BAWe zum Verhältnis von Regelpublizität und Ad-hoc-Publizität vom 09.07.1996, Bundesanzeiger Nr. 133/8167 vom 09.07.1996, abrufbar unter N.N., [http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/038\\_deutsche\\_bekanntmachungen/deutsche\\_bekanntmachungen\\_pdfs/bekanntmachung\\_bawe\\_9\\_7\\_1996.pdf](http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/038_deutsche_bekanntmachungen/deutsche_bekanntmachungen_pdfs/bekanntmachung_bawe_9_7_1996.pdf) (20.10.2010).

<sup>371</sup> MwN Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 35 f.

<sup>372</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 59.

<sup>373</sup> Vgl BGH vom 25.02.2008, II ZB 9/07.

<sup>374</sup> Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz - AnSVG), BGBl I 2004, 2630 vom 28.10.2004; Diekmann/Sustmann, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz - AnSVG), NZG 2004, 929.

<sup>375</sup> Vgl § 15 Abs 1 Satz 1 WpHG aF.

Nach neuer Rechtslage muss ein Emittent alle Insiderinformationen, welche ihn unmittelbar betreffen, veröffentlichen. Dabei macht es keinen Unterschied, ob diese in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind oder nicht.

- Normadressaten

Gem der früheren Rechtslage galt die Veröffentlichungspflicht nur für den Emittenten von Aktien. Nunmehr gilt diese Pflicht auch für vom Emittenten beauftragte oder für dessen Rechnung handelnde Personen, welche Insiderinformationen befugterweise an nicht zur Vertraulichkeit verpflichtete Personen mitteilen oder zugänglich machen.<sup>376</sup>

- Verfahren und Inhalt der Veröffentlichung

Das Verfahren zur Veröffentlichung und die Anforderungen zum Inhalt von Ad-hoc-Mitteilungen sind nunmehr in den §§ 4 – 9 WpAIV<sup>377</sup> geregelt, welche auf Grund der Ermächtigung in § 15 Abs 7 Satz 1 WpHG erlassen wurde.

- Befreiung von der Veröffentlichungspflicht

Entsprechend der alten Rechtslage musste ein Emittent, welcher die Befreiung von der Veröffentlichungspflicht erwirken wollte, auf Grund eines entsprechenden Antrags die Genehmigung durch die BaFin erwirken. Nach neuer Rechtslage kann der Emittent auf dem Weg der Selbstbefreiung gem § 15 Abs 3 WpHG iVm §§ 6 f WpAIV diese Befreiung durchsetzen.

## 5. Tatbestände

§ 15 Abs 1 WpHG kennt drei Tatbestände einer Publizitätspflicht:

- Der Grundtatbestand in § 15 Abs 1 Satz 1 WpHG verpflichtet den Inlandsemittenten von Finanzinstrumenten, ihn unmittelbar betreffende Insiderinformationen unverzüglich zu veröffentlichen.
- Gem § 15 Abs 1 Satz 4 WpHG muss derjenige, der als Emittent oder als eine Person, die in dessen Auftrag oder auf dessen Rechnung handelt, im Rahmen seiner Befugnis einem anderen Insiderinformationen mitteilt oder zugänglich macht, die Information

---

<sup>376</sup> Vgl § 15 Abs 1 Satz 4 WpHG.

<sup>377</sup> Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV) vom 13.12.2004, BGBl I S 3376.

zeitgleich veröffentlichen, es sei denn, der andere ist rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet.

- § 15 Abs 1 Satz 5 WpHG verpflichtet den Emittenten oder die Person, die einem anderen befugtermaßen, aber unwissentlich eine Insiderinformation mitgeteilt oder zugänglich gemacht hat, die Veröffentlichung unverzüglich nachzuholen.

## **6. § 15 Abs 1 Satz 1 WpHG – 1. Fall**

Früher unterlagen der Ad-hoc-Publizitätspflicht nur jene Emittenten von Finanzinstrumenten, welche zum Handel an einem inländischen organisierten Markt zugelassen waren oder für die der Emittent eine solche Zulassung beantragt hat. In der aktuellen Fassung<sup>378</sup> dieser Bestimmung kommt dieser Passus nicht mehr vor. Das Gesetz spricht nunmehr von „Inlandsemitenten von Finanzinstrumenten“.

### **a) Inlandsemittent**

§ 2 Abs 7 WpHG definiert Inlandsemitenten als „Emittenten, für die die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, mit Ausnahme solcher Emittenten, deren Wertpapiere nicht im Inland, sondern lediglich in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zugelassen sind, soweit sie in diesem anderen Staat Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten nach Maßgabe der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (ABl. EU Nr. L 390 S. 38) unterliegen.“

Ebenfalls Inlandsemitenten sind „Emittenten, für die nicht die Bundesrepublik Deutschland, sondern ein anderer Mitgliedstaat der Europäischen Union oder ein anderer Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum der Herkunftsstaat ist, deren Wertpapiere aber nur im Inland zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind.“<sup>379</sup>

---

<sup>378</sup> Fassung aufgrund des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 05.01.2007 (BGBl I 2007 Nr 1, 10).

<sup>379</sup> Vgl § 2 Abs 7 Z 2 WpHG.

## b) Finanzinstrumente

Die in diesen Märkten zugelassenen Finanzinstrumente bzw jene, für die ein entsprechender Antrag gestellt wurde, unterliegen der Publizitätspflicht. Der Begriff der Finanzinstrumente wird nunmehr in § 15 Abs 1 Satz 1 WpHG verwendet und löst den weniger weit gehenden Begriff der Wertpapiere ab. Dadurch wurde der Anwendungsbereich der Ad-hoc-Publizität ausgeweitet. Die Definition findet man in § 2 Abs 2b WpHG. Sie umfasst Wertpapiere gem § 2 Abs 1, Geldmarktinstrumente iSv § 2 Abs 1a, Derivate iSv § 2 Abs 2 und Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren (Bezugsrechte, Optionen auf Zeichnung junger Aktien).<sup>380</sup>

## c) Adressat der Norm

Normadressat des § 15 WpHG ist der Emittent<sup>381</sup>, wobei es unerheblich ist, ob dieser im Inland oder im Ausland ansässig ist. Die emittierten Finanzinstrumente müssen im Amtlichen Handel oder im Geregelteten Markt zugelassen sein oder es muss ein entsprechender Antrag gestellt worden sein.<sup>382</sup>

## d) Publizitätspflichtige Informationen

Unter den publizitätspflichtigen Informationen werden jene Insiderinformationen gezählt, die den Emittenten unmittelbar betreffen.<sup>383</sup> Früher wurden nur Tatsachen erfasst, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten und nicht öffentlich bekannt waren, vorausgesetzt sie waren wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen, oder im Fall zugelassener Schuldverschreibungen die Fähigkeit des Emittenten, seinen Verpflichtungen nachzukommen, zu beeinträchtigen.

Dies hat zu einer beträchtlichen Ausweitung des Anwendungsbereiches der Ad-hoc-Publizitätspflicht geführt.<sup>384</sup> Nicht jede Insiderinformation muss jedoch eine Publizitätspflicht auslösen.

---

<sup>380</sup> Ausführlich zu § 2 Abs 2b WpHG vgl *Assmann in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 2 Rz 58 ff.

<sup>381</sup> Vgl Punkt VII.E.6.a.; *Assmann in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 44 ff.

<sup>382</sup> *Grunewald/Schlitt*, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 289.

<sup>383</sup> *Grunewald/Schlitt*, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 289 f.

<sup>384</sup> *Dreyling*, Die Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, *Der Konzern* 2005, 1 (3); *Simon*, Die neue Ad-hoc-Publizität, *Der Konzern* 2005, 13 (14).

Mit der Ausweitung der Publizitätspflicht kommt auf die Anleger eine Fülle an Ad-hoc-Meldungen zu, was gewiss nicht nur Vorteile hat. Derartige Meldungen führen auch zu Kosten, welche mittelbar an die Aktionäre weitergegeben werden.<sup>385</sup> Darüber hinaus kann es passieren, dass in der Fülle von Ad-hoc-Meldungen, welche nicht alle von großer Relevanz sind, da die Emittenten eher zu viele als zu wenige Meldungen publizieren, die wirklich wichtigen Informationen untergehen.<sup>386</sup>

Der Begriff der Insiderinformation leitet sich aus der Begriffsbestimmung des § 13 Abs 1 WpHG ab.<sup>387</sup>

#### e) Unmittelbarer Emittentenbezug

Wie bereits erwähnt, unterliegt der Emittent nur der Ad-hoc-Publizität gem § 15 Abs 1 WpHG, wenn die Insiderinformation diesen unmittelbar betrifft. Dies kann den Emittenten bzw das Unternehmen an sich oder die von ihm emittierten Finanzinstrumente betreffen.<sup>388</sup> § 15 Abs 1 Satz 3 WpHG besagt, dass dies „insbesondere“ dann aufträte, wenn es sich um Umstände handelt, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind. Diese Bestimmung ist jedoch demonstrativ zu sehen. Es handle sich bloß um ein „Regelbeispiel“, das an die bisherige Rechtslage anknüpft.<sup>389</sup> Daher werden auch Insiderinformationen erfasst, die nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind. Diese können auch von außen kommen.<sup>390</sup>

#### (1) Im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetretene Insiderinformation

Maßnahmen der Geschäftsführung und die Handlungen der Organe des Emittenten sind klar im Tätigkeitsbereich des Emittenten einzuordnen und somit in diesem gem § 15 Abs 1 WpHG eingetreten. Dabei ist es unerheblich, ob sich diese Handlungen im<sup>391</sup> oder außerhalb des „räumlich-betrieblichen Bereiches des Unternehmens abgespielt haben“.<sup>392</sup>

---

<sup>385</sup> Dies kann mehrere Auswirkungen haben. Höhere Kosten führen zu einem geringeren Gewinn und – falls einer ausgeschüttet wird – zu einer geringeren Dividende.

<sup>386</sup> *Dreyling*, *Der Konzern* 2005, 1 (3).

<sup>387</sup> Umfangreiche Darstellung des § 13 Abs 1 WpHG: vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider*, *WpHG*<sup>5</sup>, § 13 Rz 4 ff.

<sup>388</sup> *Assmann* in *Assmann/Schneider*, *WpHG*<sup>5</sup>, § 15 Rz 56.

<sup>389</sup> *Fischer* zu *Cramburg/Royé* in *Heidel*, *Aktienrecht und Kapitalmarktrecht*<sup>2</sup>, § 15 Rz 4.

<sup>390</sup> Vgl *Simon*, *Der Konzern*, 13 (15); *Grunewald/Schlitt*, *Einführung in das Kapitalmarktrecht*, 290, *Diekmann/Sustmann*, *NZG* 2004, 929 (934).

<sup>391</sup> Beispiele: Erfindungen, Entwicklung neuer Produkte, aber auch Unfälle und Veruntreuungen.

<sup>392</sup> Beispiele hierzu in *Assmann* in *Assmann/Schneider*, *WpHG*<sup>5</sup>, § 15 Rz 59.

Wichtig und nicht zu übersehen ist der Fall, dass auch ein mehrstufiger Planungs- bzw Entscheidungsprozess eine Ad-hoc-Publizitätspflicht auslösen kann.<sup>393</sup> Bei solchen mehrstufigen Prozessen ist es mitunter schwierig, den „richtigen“ Zeitpunkt für die Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung zu finden.<sup>394</sup> Es besteht jedoch die Möglichkeit zur Befreiung von der Veröffentlichungspflicht, wenn dem Emittenten mit einer solchen frühzeitigen Information etwaige Nachteile entstehen würden. Da vor allem der Begriff der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“ sehr einzelfallbezogen ist, sind Emittenten bei rechtlich oder zeitlich „gestreckten“ Entscheidungsprozessen gut beraten, wenn sie frühzeitig die Voraussetzungen für eine Selbstbefreiung gem § 15 Abs 3 WpHG prüfen.<sup>395</sup>

Die BaFin hat einen Katalog in ihrem Emittentenleitfaden<sup>396</sup> publiziert, in welchem sie kurserhebliche Vorgänge aufzählt. Diese Aufzählung ist jedoch als bloß demonstrative „Empfehlung“ und keineswegs als ein abschließender, verbindlicher Katalog anzusehen.

## (2) Von außen kommende Insiderinformation

Wie vorhin erwähnt, können auch Insiderinformationen, welche den Emittenten unmittelbar betreffen, von außen kommen. Dabei ist wiederum abzugrenzen zwischen Informationen, welche zwar von außen kommen, jedoch den Emittenten nicht unmittelbar betreffen, und solchen Informationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen.

### **(a) Von außen kommende Insiderinformation ohne unmittelbaren Emittentenbezug:**

Das sind zB Ereignisse, die zu den allgemeinen Marktdaten zu zählen sind. Dabei ist jedoch auch darauf zu achten, ob diese Marktdaten für den Emittenten kurserhebliche Auswirkungen haben. Dann handelt es sich in der Regel um den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformationen.

Ein in der heutigen Zeit ebenfalls wichtiges Thema ist die Entwicklung von Rohstoffpreisen. Diese stellt nur in seltenen Fällen eine ad-hoc-publizitätspflichtige Information dar. Eine Information ist diesbzgl nur offenlegungspflichtig, wenn sie für den Emittenten einen außerge-

---

<sup>393</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 58; Simon, Der Konzern 2005, 13 (15 f).

<sup>394</sup> Vgl die Entscheidungen: OLG Frankfurt/Main, Beschluss vom 12.02.2009 – 2 Ss-OWi 514/08; OLG Stuttgart vom 22.04.2009, ZIP 2009, 962; Ausführungen dazu in Krämer/Heinrich, Emittentenleitfaden „reloaded“, ZIP 37/2009, 1737 (1739).

<sup>395</sup> Krämer/Heinrich, Emittentenleitfaden „reloaded“, ZIP 37/2009, 1737 (1740); vgl Kapitel VII.E.9.

<sup>396</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 56 f.

wöhnlichen Produktionskostenfaktor darstellt und die Preise beeinflusst<sup>397</sup>, wie dies zB bei Fluggesellschaften der Fall ist.

Die BaFin hat ebenfalls in ihrem Emittentenleitfaden einen Katalog über den Emittenten mittelbar betreffende Informationen aufgestellt, welcher wie vorhin bereits erwähnt, als demonstrativ zu werten ist.<sup>398</sup>

#### **(b) Von außen kommende Insiderinformation mit unmittelbarem Emittentenbezug:**

Hiezu zählen etwa Informationen, wonach ein Emittent einen Großauftrag bekommen soll, über eine Änderung des (externen) Ratings eines Emittenten oder über die Entscheidungen einer Behörde, welche den Emittenten betreffen. Auch dem Emittent bekannt gewordene „Vorhaben zur Ausübung von Aktionärsrechten“ sind unmittelbare Insiderinformationen, wenn sie eine gewisse hinreichende Wahrscheinlichkeit haben und kurserheblich sind, wie zB das Vorhaben eines „Squeeze Out“.<sup>399</sup>

#### f) Befreiung von der Veröffentlichungspflicht

Der Emittent kann unter besonderen Voraussetzungen von der Veröffentlichungspflicht befreit werden. Darauf wird unter Punkt VII.E.9. genauer eingegangen.

### **7. § 15 Abs 1 Satz 4 und Satz 5 WpHG – 2. Fall**

§ 15 Abs 1 Satz 4 und Satz 5 WpHG regeln die Weitergabe von Insiderinformationen und die Pflicht zu deren unverzüglichen Veröffentlichung. Sie setzen Art 6 Abs 3 der Marktmissbrauchs-Richtlinie<sup>400</sup> um. Das Ziel ist wiederum, den Marktteilnehmern bzw den Anlegern die Möglichkeit zu gewährleisten, dass Dritte nicht früher als die Öffentlichkeit von Insiderinformationen erfahren.

---

<sup>397</sup> Vgl *Simon*, Der Konzern 2005, 13 (17); *Ziemons*, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 537 (541).

<sup>398</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 2009, 54.

<sup>399</sup> Vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 68 f.

<sup>400</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation („Marktmissbrauchs-RL“), Abl 2003 L 96/16 vom 12.04.2003.

a) Norm

§ 15 Abs 1 Satz 4 WpHG normiert: „*Wer als Emittent oder als eine Person, die in dessen Auftrag oder auf dessen Rechnung handelt, im Rahmen seiner Befugnis einem anderen Insiderinformationen mitteilt oder zugänglich macht, hat diese gleichzeitig nach Satz 1 zu veröffentlichen und dem Unternehmensregister im Sinne des § 8b des Handelsgesetzbuchs zur Speicherung zu übermitteln, es sei denn, der andere ist rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet.*“

b) Adressatenkreis

Diese Vorschrift richtet sich an den Emittenten oder an eine in dessen Auftrag oder auf dessen Rechnung handelnde Person.<sup>401</sup> Bei einer im Auftrag des Emittenten handelnden Person, ist jede Person gemeint, die auf Veranlassung des Emittenten handelt. Ein rechtsverbindlicher Auftrag ist nicht erforderlich.<sup>402</sup>

c) Begriffsbestimmung

Gem Satz 4 leg cit ist jede Mitteilung oder Zugänglichmachung einer Insiderinformation zu veröffentlichen. Die Begriffe „mitteilen“ und „zugänglich machen“ sind mit jenen Begriffen in § 14 Abs 1 Z 2 WpHG gleich zu sehen. Die Mitteilung ist erfolgt, „wenn die Information willentlich oder unter grober Außerachtlassung der gebotenen Sorgfalt an einen anderen weitergereicht wird.“ Es ist auch die Verwendung des Wortes „Weitergabe“ in diesem Zusammenhang als synonym möglich. Wie und wodurch die Insiderinformation mitgeteilt wurde, ist unerheblich.<sup>403</sup>

Im Gegensatz zur Mitteilung wird eine Insiderinformation zugänglich gemacht, wenn der Insider „lediglich die Voraussetzungen schafft“, von einer Insiderinformation Kenntnis zu erlangen. Ein Beispiel dafür wäre, die Weitergabe eines Codewortes, mit dem man den Zugang zu elektronisch gespeicherten Informationen bekommt.<sup>404</sup>

Wichtig ist jedoch, dass nicht jede Insiderinformation zu veröffentlichen und Gegenstand dieser Regelung ist, sondern dass es sich um eine den Emittenten unmittelbar betreffende In-

---

<sup>401</sup> Die Definition des Emittenten ist mit jener in Punkt VII.E.6.a. ident.

<sup>402</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 112.

<sup>403</sup> mwN Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 14 Rz 65 ff.

<sup>404</sup> Vgl mwN Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 14 Rz 66.

siderinformation handeln muss.<sup>405</sup> Die Weitergabe muss wissentlich erfolgen, und zwar muss sich das Wissen auf die Weitergabe an sich und auf die Eigenschaft der weitergegebenen Information als Insiderinformation beziehen. Es ist auch davon auszugehen, dass eine wissentliche Weitergabe willentlich erfolgt und eine versehentliche Weitergabe keine Ad-hoc-Publizitätspflicht auslöst. Vielmehr ist dann § 15 Abs 1 Satz 5 WpHG anzuwenden.

#### d) Vertraulichkeitsverpflichtung

Gem dem letzten Halbsatz entfällt die Veröffentlichungspflicht, wenn derjenige, dem die Insiderinformation mitgeteilt oder zugänglich gemacht wird, rechtlich (durch Vertrag oder Gesetz) zur Vertraulichkeit verpflichtet ist. Spezielle Vertraulichkeitsvereinbarungen sind nicht erforderlich.<sup>406</sup> Der Emittent darf „die Informationen nur an Personen weitergeben, die diese zur Erfüllung ihrer Aufgaben benötigen, zB Rechtsanwälte und Wirtschaftsprüfer.“<sup>407</sup>

#### e) Zeitpunkt der Veröffentlichung

Wenn die Voraussetzungen des § 15 Abs 1 Satz 4 WpHG erfüllt sind, ist die mitgeteilte oder zugänglich gemachte Insiderinformation unverzüglich zu veröffentlichen. Dies soll zeitgleich mit der Mitteilung geschehen, sodass zum gleichen Zeitpunkt wie der Dritte die Öffentlichkeit von der Insiderinformation Kenntnis erlangt. Eine Befreiung von der Veröffentlichungspflicht gem § 15 Abs 3 WpHG ist nicht möglich, da § 15 Abs 3 WpHG eine solche nur von der Veröffentlichung gem § 15 Abs 1 Satz 1 WpHG vorsieht.<sup>408</sup>

### 8. § 15 Abs 1 Satz 5 – 3. Fall

#### a) Norm

*„Erfolgt die Mitteilung oder Zugänglichmachung der Insiderinformation nach Satz 4 unwissentlich, so ist die Veröffentlichung und die Übermittlung unverzüglich nachzuholen.“*

#### b) Adressatenkreis

§ 15 Abs 1 Satz 5 baut auf § 15 Abs 1 Satz 4 WpHG auf. Der Adressatenkreis ist derselbe.<sup>409</sup>

---

<sup>405</sup> Vgl Simon, Der Konzern 2005, 13 (18).

<sup>406</sup> MwN Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 117.

<sup>407</sup> Fischer zu Cramburg/Royé in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 15 WpHG Rz 7.

<sup>408</sup> Vgl Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 121.

<sup>409</sup> Vgl Punkt VII.E.7.b.

### c) Begriffsbestimmungen

Hier gilt dasselbe wie für den vorigen Punkt. Der Unterschied zu § 15 Abs 1 Satz 4 WpHG liegt darin, dass es sich hierbei um die Regelung der unwissentlichen Mitteilung bzw. Zugänglichmachung von Insiderinformationen handelt. Eine unwissentliche ist mit einer unwillentlichen Mitteilung oder Zugänglichmachung gleichzusetzen.

Diese liegt dann vor, wenn jemand nicht weiß bzw. erkennt, dass er eine Insiderinformation als solche weitergibt und auch dann, wenn jemand nicht erkennt, dass „er eine Handlung vornimmt, mit der er einem anderen eine Insiderinformation mitteilt oder zugänglich macht.“<sup>410</sup>

### d) Vertraulichkeitsverpflichtung

Wie bei § 15 Abs 1 Satz 4 WpHG entfällt die Pflicht zur Nachholung einer unwissentlich oder unwillentlich weitergegebenen Insiderinformation, wenn die Person, der die Information mitgeteilt bzw. zugänglich gemacht wurde, rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet ist.<sup>411</sup>

### e) Zeitpunkt der Veröffentlichung

Wenn einem Anderen eine Insiderinformation unwissentlich oder unwillentlich weitergegeben oder zugänglich gemacht wird, so ist die Veröffentlichung zwar nicht zeitgleich durchzuführen, jedoch muss sie unverzüglich nachgeholt werden, sobald man erkennt, dass eine solche Weitergabe stattgefunden hat. Dabei ist jedoch auch darauf zu achten, ob die betreffende Insiderinformation nicht zwischenzeitlich schon der Öffentlichkeit bekannt wurde. Dies würde eine Veröffentlichung gem § 15 Abs 1 Satz 5 WpHG als nicht mehr notwendig erscheinen lassen.

Eine Befreiung von der Veröffentlichungspflicht gem § 15 Abs 3 WpHG ist, aus demselben Grund wie im vorigen Kapitel beschrieben, nicht möglich, da § 15 Abs 3 WpHG eine solche nur für Veröffentlichungen gem § 15 Abs 1 Satz 1 WpHG vorsieht.

---

<sup>410</sup> Vgl. Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 123.

<sup>411</sup> Vgl. Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 126.

## 9. Befreiung von der Veröffentlichungspflicht - § 15 Abs 3 WpHG

### a) Allgemeines

§ 15 Abs 3 WpHG setzt Art 6 Abs 2 der Marktmissbrauchs-RL<sup>412</sup> um.

Gem § 15 Abs 1 Satz 5 WpHGaF konnte die Aufsichtsbehörde auf Antrag des Emittenten diesen von der Ad-hoc-Publizitätspflicht befreien, sofern die Information geeignet war, den berechtigten Interessen des Emittenten zu schaden. Diese Möglichkeit besteht auch nach der nach dem AnSVG geänderten Rechtslage, mit dem Unterschied, dass nunmehr der Emittent eigenverantwortlich zu entscheiden hat, ob ein Aufschub der Veröffentlichung notwendig ist.<sup>413</sup>

Ob dies einem Missbrauch der Veröffentlichungspflicht förderlich ist oder nicht, ist differenziert zu sehen, weil nunmehr die Aufsichtsbehörde nicht über einen Aufschub zu entscheiden hat. Den Unternehmen muss man jedoch zu Gute halten, dass der jetzigen Lösung kein langwieriges Verfahren bzgl des Aufschubs der Veröffentlichungspflicht vorangeht und auch die Aufsichtsbehörden in dieser Hinsicht entlastet werden. Es muss hingegen von der Aufsicht eine strenge Prüfung im Nachhinein erfolgen, ob ein Aufschub gerechtfertigt war oder nicht, um eben den Anfangs angesprochenen Missbrauchsgedanken zu entkräften.

Die Befreiung von der Veröffentlichungspflicht bezieht sich nur auf § 15 Abs 1 Satz 1 WpHG und nicht auf dessen Sätze 4 und 5. Nachdem eine Voraussetzung des Aufschubs weggefallen ist, muss die Veröffentlichung unverzüglich nachgeholt werden.

Über die nachholende Veröffentlichung sind die in § 15 Abs 4 Satz 1 WpHG angeführten Stellen, darunter insbesondere die BaFin, durch Vorabmitteilung zu informieren.<sup>414</sup> Hierbei muss der Emittent der BaFin die Gründe für die Befreiung unter Angabe des Zeitpunktes der Entscheidung über den Aufschub der Veröffentlichung mitteilen.<sup>415</sup>

---

<sup>412</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation („Marktmissbrauchs-RL“), Abl 2003 L 96/16 vom 12.04.2003.

<sup>413</sup> Dies entscheidet der Vorstand der AG.

<sup>414</sup> Vgl § 15 Abs 3 Satz 3 WpHG.

<sup>415</sup> Vgl § 15 Abs 3 Satz 4 WpHG.

## b) Befreiungsvoraussetzungen

§ 15 Abs 1 Satz 1 WpHG stellt drei Voraussetzungen für den Aufschub der Veröffentlichung dar:

- Der Aufschub ist zum Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten erforderlich;
- es ist nicht zu befürchten, dass der Aufschub zu einer Irreführung der Öffentlichkeit führt, und
- der Emittent kann die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten.

### (1) Berechtigte Interessen

Wann und ob ein berechtigtes Interesse am Aufschub einer Ad-hoc-Mitteilung gegeben ist, entscheidet sich nach den Bestimmungen in § 15 Abs 7 WpHG iVm § 6 WpAIV<sup>416</sup>. Ein solches ist gegeben, „wenn die Interessen des Emittenten an der Geheimhaltung der Information die Interessen des Kapitalmarktes an einer vollständigen und zeitnahen Veröffentlichung überwiegen.“ Das Gesetz erwähnt zwei Regelbeispiele, auf die an dieser Stelle nicht näher eingegangen wird. Bei Interesse wird auf die Regelungen des WpAIV, insbesondere zu dessen §§ 6 ff, verwiesen.

Berechtigte Interessen des Emittenten am Aufschub einer Ad-hoc-Mitteilung sind jedenfalls dann nicht gegeben, wenn der Emittent – auch zu Recht – davon ausgeht, dass die Veröffentlichung negativer Insiderinformationen seinem Unternehmen bzw seinem Geschäft schaden könnte.<sup>417</sup>

Wann ein berechtigtes Interesse anzunehmen ist, zeigen folgende zwei Beispiele:<sup>418</sup>

- „Wenn die Veröffentlichung einer Maßnahme, welche bereits vom Vorstand getroffen wurde, und nur mehr der Zustimmung des Aufsichtsrats bedarf, diese Zustimmung bzw die Durchführbarkeit der Maßnahme gefährden würde.
- Bei einer Neuentwicklung von Produkten oder Erfindungen, um alle diesbzgl Rechte, wie zB Patentrechte, Lizenzrechte ua, abzusichern.“

Ein berechtigtes Interesse wird auch bei „Gefährdung des Ergebnisses oder des Ganges laufender, kursrelevanter Verhandlungen“ bestehen.<sup>419</sup> Aufgrund einer Interessensabwägung ist

---

<sup>416</sup> Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung, BGBl I 2004, S 3376 vom 13.12.2004.

<sup>417</sup> Vgl Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 152.

<sup>418</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 66.

<sup>419</sup> Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 292.

zu ermitteln, ob die berechtigten Interessen des Emittenten am Aufschub der Veröffentlichung die Interessen des Kapitalmarktes an einer vollständigen und zeitnahen Veröffentlichung einer Insiderinformation überwiegen.<sup>420</sup>

## (2) Keine Irreführung der Öffentlichkeit

Eine weitere Voraussetzung für die Befreiung von der Veröffentlichungspflicht gem § 15 Abs 1 Satz 1 WpHG ist, dass die Öffentlichkeit nicht in die Irre geführt wird. Um das beurteilen zu können, ist eine Ex-Ante-Betrachtung notwendig.<sup>421</sup> Es ist auf den Zeitpunkt abzustellen, in dem die Veröffentlichungspflicht entsteht.<sup>422</sup>

Eine Irreführung ist dann anzunehmen, wenn der Öffentlichkeit bzw den Anlegern Informationen vorliegen, die mit der zu veröffentlichenden Information in Widerspruch stehen. Das Verfolgen einer „no comment policy“ ist laut BaFin erlaubt.<sup>423</sup>

Es ist eine schwierige Abgrenzung vorzunehmen, da es problematisch ist, wenn der Kapitalmarkt nicht über alle kursrelevanten Informationen verfügt.<sup>424</sup>

## (3) Gewährleistung der Vertraulichkeit

Letzte Voraussetzung für einen Aufschub der Ad-hoc-Publizitätsverpflichtung ist, dass der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleistet bzw gewährleisten kann.

§ 7 WpAIV konkretisiert dies und normiert, dass der Emittent während der Befreiung nach § 15 Abs 3 Satz 1 WpHG den Zugang zur Insiderinformation zu kontrollieren hat. Dies hat dadurch zu geschehen, dass der Emittent „wirksame Vorkehrungen dafür trifft, dass andere Personen als solche, deren Zugang zu Insiderinformationen für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben beim Emittenten unerlässlich ist, keinen Zugang zu dieser Information erlangen und

---

<sup>420</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2005, 66; Simon, Der Konzern 2005, 13 (19); Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 155 ff, Fischer zu Cramburg/Royé in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 15 WpHG Rz 15 ff.

<sup>421</sup> Ziemons, NZG 2004, 537 (543).

<sup>422</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 158 ff.

<sup>423</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15, Rz 160; BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 67: „Der Emittent darf aber während des Befreiungszeitraums aktiv keine Signale setzen, die zu der noch nicht veröffentlichten Insiderinformation in Widerspruch stehen.“; Simon, Der Konzern 2005, 13 (20).

<sup>424</sup> Simon, Der Konzern 2005, 13 (20); Fischer zu Cramburg/Royé in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 15 WpHG Rz 16.

dass er die Informationen unverzüglich bekannt geben kann, wenn er nicht länger in der Lage ist, ihre Vertraulichkeit zu gewährleisten.“

Der Begriff „unerlässlich“ ist als „normalerweise<sup>425</sup> benötigen“ zu verstehen und zu lesen.<sup>426</sup> Verlangt wird nur die Kontrolle des Zugangs zur Insiderinformation.<sup>427</sup> Welche Maßnahmen der Emittent trifft, um diesen Zugang zu kontrollieren und die Vertraulichkeit der Insiderinformation zu gewährleisten, liegt in seinem Ermessen. Anzuraten ist eine Aufzeichnung bzw. Dokumentation der ergriffenen Maßnahmen. Diese ist nicht zwingend geboten<sup>428</sup>, jedoch ist sie als Beweis heranzuziehen, dass die Voraussetzungen für einen Aufschub der Veröffentlichungspflicht gegeben waren. Dies kann hilfreich bei Sanktionen bzw. Schadenersatzklagen sein.<sup>429</sup>

c) Nachholung der Veröffentlichung gem § 15 Abs 3 Satz 2 WpHG

Wenn eine Voraussetzung für den Aufschub wegfällt, lebt sogleich die Veröffentlichungspflicht wieder auf. Die Veröffentlichung ist unverzüglich nachzuholen.<sup>430</sup>

Falls Gerüchte über den Sachverhalt einer Insiderinformation aufkommen, ist es strittig, ob eine Pflicht zur Veröffentlichung geboten erscheint. Die hM<sup>431</sup> bejaht dies, jedoch nur für den Fall, dass im Bereich des Emittenten eine Vertrauenslücke entstand. Wenn ein von außen kommendes Gerücht auftritt, dann sind die Voraussetzungen für den Aufschub weiterhin gegeben.<sup>432</sup> Eine Veröffentlichungspflicht besteht auch dann nicht, wenn Details der Insiderinformation ganz oder in Teilen öffentlich bekannt werden und der Emittent eine Vertraulichkeitslücke in seiner Sphäre ausschließen kann.<sup>433</sup>

Gegenstand der Veröffentlichung ist die Insiderinformation, und zwar die jeweils aktuelle Fassung der Insiderinformation.<sup>434</sup> Die zu veröffentlichende Tatsache kann sich im Laufe der

---

<sup>425</sup> Das entspricht dem Maßstab zur Formulierung der Befugnis zur Weitergabe einer Insiderinformation iSv § 14 Abs 1 Z 2 WpHG; vgl Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 14 Rz 74.

<sup>426</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 162 f.

<sup>427</sup> Sethe in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15b Rz 38 f.

<sup>428</sup> Anders Brandi/Süßmann, Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Folgen für Ablauf und Gestaltung von M&A-Transaktionen, AG 2004, 642 (650), allerdings ohne Begründung, woraus sich diese Pflicht zur Dokumentation ergeben soll.

<sup>429</sup> Simon, Der Konzern 2005, 13 (21), mwN Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 165.

<sup>430</sup> Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 293.

<sup>431</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 67 f; Brandi/Süßmann, AG 2004, 642 (652 f).

<sup>432</sup> MwN Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 168.

<sup>433</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 68.

<sup>434</sup> Simon, Der Konzern 2005, 13 (22); Ziemons, NZG 2004, 537 (543).

Zeit bzw während des Aufschubs verändert haben. Würde man nunmehr den alten Stand der Dinge veröffentlichen, würde dies nichts mehr mit der Wirklichkeit zu tun haben, und die Information wäre irreführend.

Gem § 15 Abs 3 Satz 3 iVm § 15 Abs 4 WpHG sind die in § 15 Abs 4 Satz 1 WpHG angegebenen Stellen über die nachholende Veröffentlichung vorab zu informieren. In diese Vorabmitteilung sind die Angaben gem § 8 Abs 1 WpAIV anzuführen. Gem § 15 Abs 3 Satz 4 WpHG hat der Emittent „die Gründe für die Befreiung zusammen mit der Mitteilung nach Absatz 4 Satz 1 der BaFin unter Angabe des Zeitpunktes der Entscheidung über den Aufschub der Veröffentlichung mitzuteilen“. Dies hat den Anforderungen des § 8 Abs 5 WpAIV zu entsprechen. Hinsichtlich der Form ist § 9 WpAIV zu beachten.<sup>435</sup>

## 10. Veröffentlichung

### a) Inhalt

Gem WpHG werden einige Anforderungen an den Inhalt der Ad-hoc-Meldung gestellt. § 15 Abs 1 Satz 6 WpHG regelt, dass „in einer Veröffentlichung genutzte Kennzahlen im Geschäftsverkehr üblich sein und einen Vergleich mit den zuletzt genutzten Kennzahlen ermöglichen müssen“.

§ 15 Abs 2 WpHG normiert die zulässigerweise in die Ad-hoc-Meldung aufzunehmenden Angaben. § 5 Abs 1 Satz 1 und 2 WpHG regeln die zulässige Sprache der veröffentlichten Meldung. Darüber hinaus gibt es in § 15 WpHG und in der WpAIV noch spezielle Anforderungen je nach Art der Ad-hoc-Mitteilung.<sup>436</sup>

#### (1) Zulässige Kennzahlen

Die in der Ad-hoc-Meldung verwendeten Kennzahlen müssen gem § 15 Abs 1 Satz 6 WpHG im Geschäftsverkehr üblich sein. Sie müssen auch einen Vergleich mit den zuletzt genutzten Kennzahlen zulassen.

Was man unter „Kennzahlen, die im Geschäftsverkehr üblich“ sind, versteht, ist nicht klar abzugrenzen. Der Gesetzgeber hatte ursprünglich den Geschäftsverkehr in seiner Gesamt-

---

<sup>435</sup> Vgl Ausführungen zur Vorabmitteilung Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 175 ff.

<sup>436</sup> Vgl Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 210 ff.

heit<sup>437</sup> vor Augen und hat nur solche Kennzahlen als „üblich“ angesehen, welche von einer „großen Anzahl von Unternehmen über einen gewissen Zeitraum tatsächlich verwendet wurden“.<sup>438</sup> Im Emittentenleitfaden werden jedoch auch Kennzahlen aufgezählt, die von den Unternehmen besonders häufig verwendet werden – sozusagen branchenspezifisch übliche Kennzahlen –, welche „übliche“ Kennzahlen gem § 15 Abs 1 Satz 6 WpHG sein können.<sup>439</sup> Darunter sind Kennzahlen wie: Umsatz, Ergebnis pro Aktie, Jahresüberschuss, Cashflow, Eigenkapitalquote, Ergebnis vor Zinsen und Steuern usw.

„Die Veröffentlichung von Kennzahlen durch eine Ad-hoc-Mitteilung ist allerdings nur dann erforderlich, wenn es sich um eine Insiderinformation handelt“.<sup>440</sup>

## (2) Unzulässige Angaben

Gem § 15 Abs 2 Satz 1 WpHG dürfen sonstige Angaben, welche die Voraussetzungen des Abs 1 offensichtlich nicht erfüllen, auch in Verbindung mit veröffentlichungspflichtigen Informationen im Sinne des Absatzes 1, nicht veröffentlicht werden. In den 1990er Jahren gab es einen Missbrauch von Ad-hoc-Meldungen. Viele Unternehmen nutzten diese Möglichkeit zu Zwecken der Werbung für das Unternehmen und der Öffentlichkeitsarbeit. Manche versuchten mit „aufpolierten“ Ad-hoc-Mitteilungen, den eigenen Aktienkurs in die Höhe zu treiben. Zuerst gingen die Aufsichtsbehörde<sup>441</sup> und dann der Gesetzgeber<sup>442</sup> gegen diesen Missbrauch vor. Nunmehr werden gem § 15 Abs 2 Satz 1 WpHG solche Ad-hoc-Mitteilungen mit offensichtlich überflüssigen Angaben verboten.

Die Gesetzesbegründung rechtfertigt die Vorschrift folgendermaßen:

„Die Ad-hoc-Publizität soll dazu beitragen, dass Marktteilnehmer frühzeitig über marktrelevante Informationen verfügen, damit sie sachgerechte Anlageentscheidungen treffen können. Dieses Transparenzziel kann die Ad-hoc-Publizität aber nicht erreichen, wenn gänzlich oder zum Teil unnötige Veröffentlichungen dazu führen, dass es für den durchschnittlichen Anle-

---

<sup>437</sup> MwN Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 194.

<sup>438</sup> Das entspricht einerseits dem im Rundschreiben der BaFin vom 26.11.2002 zu Grunde liegenden Ansatz, zur Ermittlung der Üblichkeit von Kennzahlen die Geschäftsberichte börsennotierter Unternehmen auszuwerten und andererseits der Auslegung des Merkmals „üblicherweise zugänglicher Geschäftsverkehr“ in § 20 Abs 1 GWB (Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen).

<sup>439</sup> Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 61.

<sup>440</sup> Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 62.

<sup>441</sup> Vgl Jahresbericht des BAWe für 2000 vom 12.06.2001, 27, abrufbar unter N.N.,

[http://www.bafin.de/clin\\_161/nn\\_992916/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Jahresberichte/Archiv Wertpapi eraufsicht/jb\\_00\\_wa.templateId=raw.property=publicationFile.pdf/jb\\_00\\_wa.pdf](http://www.bafin.de/clin_161/nn_992916/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Jahresberichte/Archiv_Wertpapi eraufsicht/jb_00_wa.templateId=raw.property=publicationFile.pdf/jb_00_wa.pdf) (20.10.2010).

<sup>442</sup> Vgl Art 2 Z 7 lit a des 4. FFG.

ger unmöglich wird, die wirklich kursrelevanten Informationen zu erkennen. Um hier entgegen zu wirken, ist es erforderlich, die Veröffentlichung offensichtlich überflüssiger Ad-hoc-Mitteilungen zu verhindern. Mit dem eingefügten Satz 3<sup>443</sup> wird des Weiteren dem Vertrauen der Anleger in die Richtigkeit des gesamten Inhalts der veröffentlichten Ad-hoc-Mitteilung Rechnung getragen. Die Veröffentlichung einfacher Behauptungen ist offensichtlich überflüssig und hat daher zu unterbleiben.“<sup>444</sup>

Mit „offensichtlich überflüssigen“ Angaben werden alle Angaben gemeint, welche „aus der Perspektive des verständigen Emittenten in keinem sachlichen Zusammenhang mit der publizitätspflichtigen Information stehen.“<sup>445</sup> Damit soll unterbunden werden, dass börsennotierte Unternehmen die Ad-hoc-Meldungen als Marketinginstrumente missbrauchen.<sup>446</sup>

Die BaFin stellt in ihrem Emittentenleitfaden klar, dass es auch überflüssig und missbräuchlich ist, Zwischenberichte und Jahresabschlüsse in voller Länge zu publizieren.<sup>447</sup> Ebenso ist eine Ad-hoc-Mitteilung überflüssig, wenn „unter keinen Umständen“<sup>448</sup> eine ad-hoc-publizitätspflichtige Insiderinformation vorliegt, da sie entweder nicht kurserheblich ist oder den Emittenten nicht unmittelbar betrifft.

### (3) Sprache

Die neue Sprachregelung in § 3b WpAIIV unterscheidet zwischen unterschiedlichen Klassen von Normadressaten des § 15 Abs 1 Satz 1 Halbsatz 1 WpHG.<sup>449</sup> Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Veröffentlichung der Mitteilung in deutscher, englischer oder (in besonderen Fällen) etwaigen sonstigen EU- bzw EWR-Sprachen zu erfolgen hat.

---

<sup>443</sup> Damit ist § 15 Abs 1 Satz 3 WpHG aF gemeint, welcher dem jetzigen § 15 Abs 2 Satz 1 WpHG entspricht.

<sup>444</sup> Siehe Begründung in RegE 4.FFG BR-Drucks. 936/01 (neu) vom 14.11.2001, 244; abrufbar unter N.N., [http://www.jura.uni-augs-burg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040\\_deutsche\\_gesetzgebungsgeschichte/ffg4\\_viertes\\_finanzmarktfoerderungsgesetz\\_geschichte/ffg4\\_pdfs/BBD936\\_01\\_ON\\_1-418\\_o.pdf](http://www.jura.uni-augs-burg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/ffg4_viertes_finanzmarktfoerderungsgesetz_geschichte/ffg4_pdfs/BBD936_01_ON_1-418_o.pdf) (20.10.2010).

<sup>445</sup> Vgl Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15, Rz 202.

<sup>446</sup> Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 296.

<sup>447</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 59, 71.

<sup>448</sup> MwN Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 203.

<sup>449</sup> Detaillierte Beschreibung in Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15, Rz 208 ff.

## b) Verfahren der Veröffentlichung

### (1) Allgemeines

Der Emittent muss sich an das gesetzlich zwingend vorgesehene Veröffentlichungsverfahren halten. Nach der ordnungsgemäßen Veröffentlichung kann eine Information auf jede andere erdenkliche Art und Weise bekannt gemacht werden.

Das Verfahren beginnt mit der Vorabmitteilung an die in § 15 Abs 4 Satz 1 Z 1-3 WpHG genannten Stellen. Kurz danach – hier gilt als Richtwert ein Zeitraum von 30 Minuten<sup>450</sup> – hat die Veröffentlichung der Insiderinformation gem § 5 Abs 1 WpAIV zu erfolgen. Die Veröffentlichung muss der BaFin gem § 15 Abs 5 Satz 2 WpHG mittels Übersendung der Veröffentlichung belegt werden.

Gem § 15 Abs 4 Satz 4 WpHG kann die BaFin gestatten, dass Emittenten mit Sitz im Ausland die Mitteilung nach Satz 1 leg cit gleichzeitig mit der Veröffentlichung vornehmen, wenn dadurch die Entscheidung der Geschäftsführung über die Aussetzung oder Einstellung der Ermittlung des Börsenpreises nicht beeinträchtigt wird.

### (2) Unverzüglichkeit

Die Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung muss unverzüglich erfolgen, dh ohne schuldhaftes Zögern des Emittenten<sup>451</sup>. Es ist jedoch gestattet, dass der Emittent einen angemessenen Prüfungszeitraum<sup>452</sup> hat, in dem er prüft, ob eine Veröffentlichungspflicht entstanden ist oder nicht. Zu dieser Prüfung kann der Emittent auch externe Berater (wie zB Rechtsanwälte) hinzuziehen. Der Zeitpunkt der Veröffentlichungspflicht ist von den Börsenhandelszeiten getrennt zu betrachten und unabhängig davon vorzunehmen. Der Emittent hat Vorkehrungen zu treffen, damit er seine Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten unverzüglich vornehmen kann:

„Hierzu gehört ua, dass bei vorhersehbaren Insiderinformationen entsprechende Vorarbeiten geleistet werden, die eine zeitliche Verzögerung weitestgehend vermeiden. Wenn die Insiderinformation an einer Stelle des Unternehmens entsteht, die nicht berechtigt ist, über die Veröffentlichung zu entscheiden, muss durch die unternehmensinterne Organisation sichergestellt

---

<sup>450</sup> Fischer zu Cramburg/Royé in Heidelberg, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 15 WpHG Rz 23.

<sup>451</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 80.

<sup>452</sup> MwN Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 249.

sein, dass die Information unverzüglich einer entscheidungsberechtigten Person oder einem solchen Gremium zugeleitet wird. Dem Emittenten bleibt Zeit, mögliche Auswirkungen eines Ereignisses sorgfältig daraufhin zu prüfen, ob ein veröffentlichungspflichtiger Umstand vorliegt. Notfalls ist der Emittent angehalten, sich des Rates von Experten zu bedienen. Eine Grenze ist bei rechtsmissbräuchlichem Verhalten zu ziehen.<sup>453</sup>

Ebenso muss eine Ad-hoc-Mitteilung, welche in deutscher und englischer Sprache verfasst wurde, unverzüglich der Öffentlichkeit mitgeteilt werden. Man darf nicht zuwarten bis eine Übersetzung in die englische Sprache erfolgt ist. Es ist jedoch möglich, die englische Fassung innerhalb von 24 Stunden nach Veröffentlichung der deutschen Version nachträglich zu veröffentlichen.<sup>454</sup>

### (3) Vorabmitteilung

#### **(a) Pflicht zur Mitteilung**

Die Pflicht zur Vorabmitteilung ergibt sich aus § 15 Abs 4 Satz 1 WpHG. Der Emittent hat die zu veröffentlichende Information vor der Veröffentlichung

- der Geschäftsführung der inländischen organisierten Märkte, an denen die Finanzinstrumente zum Handel zugelassen sind,
- der Geschäftsführung der inländischen organisierten Märkte, an denen Derivate gehandelt werden, die sich auf die Finanzinstrumente beziehen, und
- der Bundesanstalt mitzuteilen.

Diese Pflicht trifft wiederum den Emittenten oder eine Person, die in dessen Auftrag und auf dessen Rechnung handelt. Wenn die Insiderinformation den Emittenten nicht unmittelbar betrifft oder eine Befreiung gem § 15 Abs 3 WpHG vorliegt, so ist auch keine Mitteilung gem § 15 Abs 4 Satz 1 notwendig.<sup>455</sup> § 15 Abs 4 Satz 3 WpHG gestattet Emittenten mit Sitz im Ausland, eine Vorabmitteilung zeitgleich mit der Ad-hoc-Mitteilungsveröffentlichung vorzunehmen.

---

<sup>453</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 2009, 80.

<sup>454</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 2009, 80.

<sup>455</sup> *MwN Assmann in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 256.

## **(b) Inhalt der Mitteilung**

§ 8 Abs 1 WpAIV regelt den Inhalt einer Vorabmitteilung gem § 15 Abs 4 WpHG . Demnach sind ua anzugeben:

- der Wortlaut der vorgesehenen Veröffentlichung,
- der vorgesehene Zeitpunkt der Veröffentlichung und
- ein Ansprechpartner des Emittenten mit Rufnummer.

Die BaFin erachtet es für zwingend erforderlich, um eventuell auftretende Fragen unverzüglich klären zu können, dass der in der Vorabmitteilung genannte Ansprechpartner auch ab dem Zeitpunkt der Übermittlung der Vorabmitteilung unter der genannten Telefonnummer erreichbar ist.<sup>456</sup>

Für ergänzende Informationen bei Ad-hoc-Berichtigungen gem § 15 Abs 2 Satz 2 WpHG, bei Ad-hoc-Mitteilungen wegen Informationsweitergabe gem § 15 Abs 1 Satz 4 und 5 WpHG und in Hinblick auf den Aufschub der Veröffentlichung gem § 15 Abs 3 Satz 1 WpHG wird auf die § 8 Abs 2 Satz 1 und 2, Abs 3, 4 und 5 WpAIV verwiesen.<sup>457</sup>

## **(c) Form und Zeitpunkt der Mitteilung**

Gem § 9 Abs 1 WpAIV sind Mitteilungen gem § 8 WpAIV schriftlich mittels Telefax zu übersenden. Die BaFin kann jedoch Verlangen, dass die eigenhändig unterschriebene Mitteilung auf dem Postweg nachzureichen ist. Gem § 9 Abs 2 WpAIV ist es zulässig, die Mitteilungen gem § 8 WpAIV im Wege der Datenfernübertragung zu übersenden, wenn es nach dem Stand der Technik möglich ist, die Vertraulichkeit und Unversehrtheit der Daten durch Verschlüsselungsverfahren zu gewährleisten.

Die Übermittlung der Vorabmitteilung an die BaFin und an die Geschäftsführungen der Börsen soll idR 30 Minuten vor der Veröffentlichung erfolgen. „Der Zeitraum darf nur mit Zustimmung der jeweils zuständigen Börsengeschäftsführung abgekürzt werden. Dabei ist zu beachten, dass eine Zustimmung nur während der üblichen Bürozeiten (60 Minuten vor Beginn des Börsenhandels und während der Börsenhandelszeit der jeweiligen Börse) möglich

---

<sup>456</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 73.

<sup>457</sup> MwN Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 263 ff.

ist. Die Verkürzung des Zeitraumes zwischen Vorabmitteilung und Veröffentlichung der Ad-hoc-Meldung muss auf Ausnahmefälle beschränkt bleiben.“<sup>458</sup>

#### (4) Durchführung der Veröffentlichung

Gem § 5 Abs 1 Z 1 WpAIV hat die Veröffentlichung über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem zu erfolgen, „das bei Kreditinstituten, nach § 53 Abs 1 Satz 1 des Kreditwesengesetzes tätigen Unternehmen, anderen Unternehmen, die ihren Sitz im Inland haben und an einer inländischen Börse zur Teilnahme am Handel zugelassen sind, und Versicherungsunternehmen weit verbreitet ist.“

Gem Z 2 leg cit hat die Veröffentlichung im Internet unter der Adresse des Emittenten zu erfolgen, sofern dieser über eine solche verfügt und dies „für die Dauer von mindestens einem Monat, wobei die Hauptseite einen deutlich erkennbaren Hinweis auf eine Seite mit Informationen für Anleger zu enthalten hat, unter der die Veröffentlichung leicht aufzufinden sein muss.“

In der Praxis erfolgt die Veröffentlichung – nicht nur in Deutschland – fast ausschließlich durch sog Ad-hoc-Dienstleister, die vom Emittenten beauftragt werden. Es sind dies zB die

- Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (DGAP)<sup>459</sup>,
- euro adhoc<sup>460</sup>,
- Business Wire<sup>461</sup> und
- Hugin<sup>462</sup>, einer Tochtergesellschaft der NYSE Euronext.

Diese bekommen die zu veröffentlichende Mitteilung per Onlineformular, welche zuerst an die BaFin und die Deutsche Börse und danach an Nachrichtendienste wie Bloomberg und Reuters weitergeleitet und über diese veröffentlicht wird.

Wie vorhin schon erwähnt, ist der Vorabversand an die BaFin und die Börsenaufsicht auch per Fax verpflichtend. Die anschließende Weiterleitung und Veröffentlichung erfolgt zB bei der DGAP genau 30 Minuten nach dem Vorabversand an BaFin und Börse. Die Börsenführung trifft in dieser Zeit insbesondere die Entscheidung, ob bei einer Nachricht, auf welche

---

<sup>458</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 73.

<sup>459</sup> Vgl N.N., <http://www.dgap.de/> (20.10.2010).

<sup>460</sup> Vgl N.N., <http://www.euroadhoc.com/> (20.10.2010).

<sup>461</sup> Vgl N.N., <http://www.businesswire.com/portal/site/home/about/> (20.10.2010).

<sup>462</sup> Vgl N.N., <http://www.hugin.com/content/aboutus.asp> (20.10.2010).

extreme Kursreaktionen erwartet werden, für eine gewisse Weile die offizielle Preisermittlung und somit der Börsenhandel ausgesetzt wird.

Darüber hinaus ist eine Übermittlung der Meldungen an das Unternehmensregister<sup>463</sup> verpflichtend, das als einzige offizielle Zentralstelle alle Ad-hoc-Mitteilungen auch veröffentlicht.

Zur Sprache siehe VII.E.10.a.3.

#### (5) Folgepflichten

„Ad-hoc-Mitteilungen, die ein Emittent veröffentlicht hat, sind nach § 10 Abs 1 WpPG<sup>464</sup> in das sog. „Jährliche Dokument“ aufzunehmen, das der Emittent, mit weiteren in der Vorschrift angeführten Angaben, mindestens einmal jährlich dem Publikum zur Verfügung zu stellen hat.“<sup>465</sup> Dies ist in § 10 Abs 1 Satz 2 WpPG geregelt.

### **11. Sanktionen**

Die Frage, ob und wer für eine unterlassene oder unzureichende Offenlegung haftet, wird ausführlich im Kapitel VIII. Folgen der Verletzung der Publizitätsvorschriften in Deutschland in Punkt VIII.E. Verletzung der Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität erörtert.

## **VIII. Folgen der Verletzung der Publizitätsvorschriften in Deutschland**

### ***A. Einleitung***

Im Vorhinein ist zu erwähnen, dass bei den deutschen Regelungen wiederum Ähnlichkeiten mit den österreichischen Normen vorhanden sind und daher eine Zusammenschau notwendig erscheint, da diese ausführlicher behandelt werden. Insbesondere im Bereich der zivilrechtlichen Sanktionen sind die Ausführungen zur österreichischen Rechtslage vergleichend zu betrachten.

---

<sup>463</sup> Vgl N.N., <https://www.unternehmensregister.de> (20.10.2010).

<sup>464</sup> Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu beröffentlichen ist (Wertpapierprospektgesetz – WpPG), BGBl I 1698, in Kraft getreten am 28.06.2005 bzw 01.07.2005, zuletzt geändert durch das Gesetz vom 19.12.2008 (BGBl I S 2794) mWv 25.12.2008.

<sup>465</sup> Vgl Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 282.

## ***B. Verletzung der Vorschriften über die Regelpublizität***

### **1. Allgemeines**

Im Bereich der Regelpublizität werden im 6. Unterabschnitt im dHGB Straf- und Bußgeldvorschriften in den §§ 331 bis 335 dHGB<sup>466</sup> normiert. Auf Grund der besseren Übersichtlichkeit werden etwaige verwaltungs-, zivil- und strafrechtliche Sanktionen in den Unterkapiteln zusammenfassend dargestellt. Darüber hinaus sind im WpHG weitere verwaltungsrechtliche Sanktionen vorgesehen.

Das deutsche Handelsgesetzbuch regelt in den §§ 331 ff Sanktionen gegen Verstöße der Regelpublizität. Drei dieser Tatbestände werden im Folgenden näher betrachtet, da sie mitunter die wichtigsten Regelungen sind. Bei tiefergehendem Interesse wird auf die §§ 331 ff dHGB (6. Unterabschnitt, 3. Buch HGB) verwiesen.

### **2. Unternehmensrechtliche Sanktionen**

#### a) § 331 dHGB – Unrichtige Darstellung<sup>467</sup>

§ 331 dHGB sanktioniert die unrichtige Darstellung in der Eröffnungsbilanz, im Jahresabschluss, im Lagebericht oder im Zwischenabschluss nach § 340a Abs 3 dHGB. Es wird dabei differenziert, ob es sich um eine unrichtige Wiedergabe oder eine Verschleierung der Verhältnisse handelt.<sup>468</sup>

Dieses Delikt kann nur von einem Mitglied des vertretungsberechtigten Organs oder des Aufsichtsrats, sofern dieser obligatorisch ist, begangen werden. Strafbar ist nur das vollendete Delikt. Der Versuch bleibt straffrei. § 331 dHGB ist ein Vorsatzdelikt. Für eine Strafbarkeit genügt allerdings bedingter Vorsatz.<sup>469</sup>

Der Verstoß gegen § 331 dHGB wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit einer Geldstrafe geahndet.

---

<sup>466</sup> Handelsgesetzbuch vom 10.05.1897 (RGBI I S 219), zuletzt geändert durch Gesetz vom 31.07.2009 (BGBl I S 2512) mWv 05.08.2009.

<sup>467</sup> Umfassend dargestellt in *Hoyos/Huber* in *Ellrott*, Beck'scher Bilanz-Kommentar, § 331 Rz 1 ff.

<sup>468</sup> Vgl *Hoyos/Huber* in *Ellrott*, Beck'scher Bilanz-Kommentar, § 331 Rz 10 ff.

<sup>469</sup> Vgl *Hoyos/Huber* in *Ellrott*, Beck'scher Bilanz-Kommentar, § 331 Rz 23.

*Hoyos/Huber* sehen in § 331 dHGB ein Schutzgesetz iSd § 823 Abs 2 dBGB zugunsten der Gläubiger, Arbeitnehmer und Gesellschafter, was wiederum bedeuten würde, dass Personen, welche aufgrund einer Straftat gem § 331 dHGB einen Vermögensschaden erlitten haben, zivilrechtlich vom Täter Schadenersatz verlangen könnten.<sup>470</sup>

b) § 334 dHGB – Bußgeldvorschriften

§ 334 dHGB sanktioniert Verstöße gegen bestimmte Vorschriften zum Jahres- und Konzernjahresabschluss bzw zum Lage- und Konzernlagebericht als Ordnungswidrigkeit mit einer Geldbuße. Diese Vorschriften sind zB jene über Form und Inhalt des Jahresabschlusses, über seine Bewertung, über die Gliederung der Bilanz und GuV usw.<sup>471</sup> Es kann eine Geldbuße bis zu EUR 50.000,00 festgelegt werden.<sup>472</sup>

c) § 335 dHGB – Festsetzung von Zwangsgeld

Abschließend ist § 335 dHGB zu erwähnen, welcher die Festsetzung von Zwangsgeld als Beugemittel vorsieht. Der Zweck des Zwangsgeldes ist von jenem des Bußgeldes zu unterscheiden. Ein Zwangsgeld kommt bei Nichteinhaltung formeller Pflichten, ein Bußgeld bei Nichteinhaltung materieller Pflichten in Frage.<sup>473</sup> Gem § 335 dHGB kann ein Ordnungsgeld zwischen EUR 2.500,00 und EUR 25.000,00 als Beugemittel festgesetzt werden.

Das Zwangsgeld kann auch kumuliert mit einer Strafe oder einer Geldbuße festgelegt werden. Ein rechtswidriges Verhalten ist Voraussetzung, jedoch ist kein Verschulden erforderlich.

### 3. Verwaltungsrechtliche Sanktionen

Bei einer vorsätzlichen oder leichtfertigen Verletzung der Regelpublizität kommen Sanktionen in Form einer Ordnungswidrigkeit gem § 39 Abs 2 Z 2 lit n – p, Z 5 lit g – i, Z 6 sowie Z 24 und 25 WpHG in Betracht. Die Strafobergrenze liegt gem § 39 Abs 4 WpHG bei EUR 200.000,00.

---

<sup>470</sup> Vgl *Hoyos/Huber* in *Ellrott*, Beck'scher Bilanz-Kommentar, § 331 Rz 40.

<sup>471</sup> *Hoyos/Huber* in *Ellrott*, Beck'scher Bilanz-Kommentar, § 334 Rz 10 ff.

<sup>472</sup> Vgl § 334 Abs 3 dHGB.

<sup>473</sup> *Hoyos/Huber* in *Ellrott*, Beck'scher Bilanz-Kommentar, § 335 Rz 1 ff.

## ***C. Verletzung der Vorschriften über die Beteiligungspublizität***

### **1. Allgemeines**

Die Vorschriften über die Beteiligungspublizität sind in den §§ 21 ff WpHG geregelt. Auf die einleitenden Worte zur deutschen Beteiligungspublizität wird an dieser Stelle verwiesen.<sup>474</sup>

### **2. Verwaltungsrechtliche Sanktionen**

#### a) Rechtsverlust

Gem § 28 WpHG<sup>475</sup> kommt es zu einem vorübergehenden Verlust aller Rechte aus der Aktie für die Zeit, in welcher die Meldepflicht nicht erfüllt wird. Auch Stimmrechte, welche gem § 22 WpHG zugerechnet wurden, sind davon erfasst. Dies gilt nicht für Ansprüche auf Bilanzgewinn oder auf Abwicklungsüberschuss, wenn die Mitteilung nicht vorsätzlich unterlassen wurde und nachgeholt worden ist.<sup>476</sup> Bedenklich ist, dass sich die Regelung nur auf vorsätzliches Handeln beschränkt und somit missbräuchlicher Auslegung zuträglich ist.

Sofern sich die Verletzung der Mitteilungspflicht auf die Höhe der Beteiligung bezieht, ist seit 19.08.2008<sup>477</sup> eine schärfere Sanktionierung vorgesehen. Der Rechtsverlust endet demnach bei vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Verletzung der Mitteilungspflichten erst sechs Monate nach (nachgeholt) Veröffentlichung der erforderlichen Mitteilung.<sup>478</sup> Diese Regelung erfährt jedoch insoweit eine Einschränkung, da der Rechtsverlust nicht gilt, „wenn die Abweichung bei der Höhe der in der vorangegangenen unrichtigen Mitteilung angegebenen Stimmrechte weniger als 10 % des tatsächlichen Stimmrechtsanteils beträgt und keine Mitteilung über das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten einer der in § 21 WpHG genannten Schwellen unterlassen wird.“<sup>479</sup> Wenn der Meldepflichtige mehrere Meldungen unterlassen hat, ist strittig, ob er „nur“ die letzte Meldung oder alle Meldungen nachholen muss.<sup>480</sup> Die sechsmonatige Frist beginnt jedoch mit Nachholung der letzten Mitteilung zu laufen.

Zu unterscheiden ist zw Mitgliedschafts- und Vermögensrechten; erstere erlöschen nur vorübergehend, zweitere erlöschen endgültig. Eine nachträgliche Wiederauflebung durch Nachho-

---

<sup>474</sup> Vgl Punkt VII.C.1.

<sup>475</sup> Fassung aufgrund des Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz) vom 12.08.2008 (BGBl I S 1666) mWv 19.08.2008.

<sup>476</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 168.

<sup>477</sup> Inkrafttreten des Risikobegrenzungsgesetzes.

<sup>478</sup> MwN Krämer/Heinrich, Emittentenleitfaden „reloaded“, ZIP 37/2009, 1737 (1742).

<sup>479</sup> Renz/Rippel, BKR 7/2009, 265 (272); BaFin, Emittentenleitfaden 2009, 169.

<sup>480</sup> Schneider in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 28 Rz 271.

lung der Mitteilung ist nicht möglich.<sup>481</sup> Damit erlöschen Ansprüche auf Dividende, Bezugsrechte, Ansprüche auf Liquidationserlös und sonstige Vermögensrechte. Ein Rechtsverlust umfasst auch alle sonstigen Mitwirkungs- und Mitverwaltungsrechte des Meldepflichtigen, wie zB „das Recht zur Teilnahme an der Hauptversammlung einschließlich des Antragsrechts, das Auskunftsrecht, die Befugnis zur Einberufung der Hauptversammlung, die Befugnis zur Geltendmachung von Ersatzansprüchen nach § 147 AktG, die Befugnis zur Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen nach § 245 AktG usw.“<sup>482</sup>

Ein Erlöschen aller Rechte aus einer Aktie trifft den Aktionär wohl am meisten, da er keine strategische Funktion damit mehr ausüben kann. In Österreich ist mit Umsetzung des AktRÄG 2009<sup>483</sup> § 124 AktG neu eingeführt worden, welcher es nunmehr gestattet, in der Satzung einer Aktiengesellschaft eine Bestimmung vorzusehen, die ein gänzlich oder teilweises Ruhen der Stimmrechte normiert, wenn die Vorschriften der Beteiligungspublizität verletzt werden. Die Sanktionsmöglichkeit ist jedoch nur auf das Ruhen der Stimmrechte beschränkt.

#### b) Bußgeld

Gem § 39 Abs 2 Z 2 lit e WpHG handelt ordnungswidrig, „wer vorsätzlich oder leichtfertig entgegen § 21 Abs 1 Satz 1 oder 2 oder Abs 1a oder § 25 WpHG, jeweils auch in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach § 21 Abs 3 WpHG, eine Mitteilung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig macht.“ Gem § 39 Abs 4 WpHG ist eine Strafe von bis zu EUR 200.000,00 möglich. Fraglich ist jedoch, ob ein Bußgeld präventiv wirken kann.

Im Vergleich zur österreichischen Rechtslage, wo eine Strafe von bis zu EUR 30.000,00 festgesetzt werden kann, ist zumindest der Schluss zu ziehen, dass eine Strafe von bis zu EUR 200.000,00 eine bessere präventive Wirkung ausstrahlen kann. Ob diese Strafhöhe ein Unternehmen oder ein Organ des Unternehmens ernsthaft belasten könnte, darf trotzdem zu Recht bezweifelt werden, wenn man bedenkt, welcher wirtschaftliche Vorteil dem Täter entsteht. Dies konnte in der jüngeren Vergangenheit bei einem deutschen börsennotierten Unternehmen auch beobachtet werden.

---

<sup>481</sup> MwN *Mühle*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 163.

<sup>482</sup> MwN *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 28 Rz 30.

<sup>483</sup> Vgl BGBl I 71/2009 vom 31.07.2009.

Wenn die Geldbuße nicht ausreicht, um dem Täter seinen wirtschaftlichen Vorteil abzuschöpfen, „so ist die Geldbuße gem § 17 Abs 4 Satz 2 OWiG<sup>484</sup> über das angedrohte Höchstmaß hinaus zu erhöhen.“ Dies gilt besonders bei leichtfertigen Verstößen, weil „hier nur eine Ahndung mit der Hälfte des angedrohten Höchstmaßes der Geldbuße erfolgen kann (§ 17 Abs 2 OWiG), dh mit EUR 100.000,00.“ Es ist auch die Anordnung des Verfalls des Vermögensvorteils zulässig (§ 29a OWiG).<sup>485</sup>

### 3. Zivilrechtliche Sanktionen

Wenn man den Schutzgesetzcharakter des § 21 WpHG bejaht, könne man daraus einen Schadenersatzanspruch aufgrund einer Schutzgesetzverletzung gem §§ 823 Abs 2 dBGB iVm § 21 WpHG ableiten. Skeptisch diesbzgl äußert sich *Mühle*, da sie eher anzweifelt, dass Anlegern die Verletzung der Offenlegungspflicht überhaupt bekannt wird und nur somit auch ein Anspruch geltend gemacht werden könne. Auch das Prozessrisiko und der Nachweis des Schadens dürften die Anleger von der Rechtsverfolgung abhalten.<sup>486</sup>

*Schneider* bejaht den Schutzgesetzcharakter der §§ 21 ff WpHG und somit die Anwendbarkeit des § 823 Abs 2 dBGB im Falle einer Verletzung der Mitteilungspflicht. Hätte der Gesetzgeber Schadenersatzansprüche ausschließen wollen, so hätte er eine § 15 Abs 6 WpHG entsprechende Regelung in die §§ 21 ff WpHG aufnehmen müssen. Da eine solche Regelung unterblieben ist, ist zu erkennen, dass der Gesetzgeber den Schutzgesetzcharakter nicht verneint. Das Kausalitätserfordernis sei nach *Schneider* schon dann erfüllt, „wenn die Befolgung der Mitteilungspflicht eine größere Sicherheit gegen den Eintritt des Schadens geboten hätte,“ was wohl die Regel sein dürfte.<sup>487</sup>

### 4. Sonstige Rechtsfolgen

Beschlüsse der Hauptversammlung, an denen ein Aktionär mitgewirkt hat, dessen Stimmrechte nicht bestehen, sind anfechtbar. Dies ist besonders dann von Bedeutung, wenn der Beschluss zu seiner Wirksamwerdung der Eintragung im Handelsregister bedarf.

---

<sup>484</sup> Gesetz über Ordnungswidrigkeiten (OWiG) in der Fassung der Bekanntmachung vom 19.02.1987 (BGBl I S 602), zuletzt geändert durch Gesetz vom 29.07.2009 (BGBl I S 2353) mWv 04.08.2009.

<sup>485</sup> *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 28 Rz 78.

<sup>486</sup> Vgl *Mühle*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 164.

<sup>487</sup> *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 28 Rz 79 ff.

Eine Verletzung der Offenlegungspflichten kann eine Treuepflichtverletzung darstellen. Auch in einem solchen Fall wäre ein Schadenersatzanspruch möglich.

In den USA ist es üblich, dass „die anderen Aktionäre von dem pflichtvergessenen Aktionär die Aktien zum ermäßigten Preis erwerben können oder dass weiter gehende Bezugsrechte eingeräumt werden“ („flip-in“). Vergleichbare Regelungen gibt es im deutschen Recht jedoch nicht.<sup>488</sup>

## ***D. Verletzung der Vorschriften über Directors' Dealings***

### **1. Allgemeines**

Die Vorschriften über Directors' Dealings finden sich in § 15a WpHG. Auf die einleitenden Worte zur österreichischen Rechtslage hinsichtlich Directors' Dealings wird an dieser Stelle verwiesen.<sup>489</sup>

### **2. Verwaltungsrechtliche Sanktionen**

Bei vorsätzlicher oder leichtfertiger Verletzung der Publizitätspflicht gem § 15a WpHG kommen Sanktionen in Form einer Ordnungswidrigkeit gem § 39 Abs 2 Z 2 lit d, Z 5 lit b und Z 6 WpHG iVm § 39 Abs 4 WpHG von bis zu EUR 100.000,00 bzw von bis zu EUR 200.000,00 in Betracht. Auch hier kann das gesetzliche Höchstmaß gem § 17 Abs 4 OWiG überschritten werden, wenn die Geldbuße nicht ausreicht, um den wirtschaftlichen Vorteil des Täters abzuschöpfen.

### **3. Zivilrechtliche Sanktionen**

#### **a) Schutzgesetzverletzung**

Ob § 15a WpHG ein Schutzgesetz iSd § 823 Abs 2 dBGB ist und ob somit Schadenersatzansprüche deswegen zulässig sind, ist in Deutschland sehr umstritten.<sup>490</sup> Es wird darauf hingewiesen, dass der „Normzweck der Vorschrift in der Stärkung des Anlegerschutzes durch Erhöhung der Transparenz auf den Wertpapiermärkten liegt.“ Damit dient § 15a WpHG kollektiven, nicht aber individuellen Anlegerinteressen. *Sethe* betont, dass sich aus den Gesetzesma-

---

<sup>488</sup> *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 28 Rz 84.

<sup>489</sup> Vgl Punkt V.D.1.

<sup>490</sup> Ablehnend *Fischer zu Cramburg/Royé* in *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 15a WpHG Rz 9.

terialien zur Regelung der Ad-hoc-Publizität ergibt, dass diese „allein den Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes betrifft und § 15 WpHG daher nicht als Schutzgesetz iSd § 823 Abs 2 dBGB zu begreifen sei. Auf Grund seiner Funktion und systematischen Stellung wird man im Hinblick auf § 15a zu dem gleichen Ergebnis kommen müssen. Anhaltspunkte dafür, dass bei § 15a auch ein Individualschutz bezweckt war, seien nicht ersichtlich.“<sup>491</sup>

Dem ist jedoch zu erwidern, dass – wie im folgenden Kapitel zur Ad-hoc-Publizität ausgeführt – hinsichtlich § 15 WpHG bzw nunmehr zu den §§ 37b und 37c WpHG die (überwiegende) Meinung vertreten wurde/wird, dass es sich dabei um Schutzgesetze handelt. Aus diesem Grund ist daher auch in § 15a WpHG ein Schutzgesetz zu sehen.

Bejaht man das Vorliegen eines Schutzgesetzes sind die Ansprüche auf § 823 Abs 2 dBGB zu stützen. Ein Verstoß kann jedoch auch auf § 826 dBGB, welcher die sittenwidrige vorsätzliche Schädigung beinhaltet, gestützt werden.

#### b) Nichtigkeit nach § 134 dBGB

Ein Verstoß gegen § 15a WpHG führt nicht zur Nichtigkeit der Transaktion, da es sich bei § 15a WpHG um kein gesetzliches Verbot handelt.

#### c) Haftung gem §§ 37b, 37c WpHG

Eine Haftung gem den genannten Regelungen scheidet aus, weil diese nur bei einer Verletzung des § 15 WpHG zur Anwendung gelangen.

### **4. Strafrechtliche Sanktionen**

Vorsätzliche Verletzungen der Pflichten gem § 15a WpHG können mitunter im Einzelfall Marktmanipulationen gem § 20a WpHG sein, welche gem §§ 38 Abs 2 und 39 Abs 1 Z 1 und Z 2 WpHG sanktioniert werden. Es drohen hiezu eine 5-jährige Freiheitsstrafe und eine Geldbuße bis zu EUR 1 Mio.

---

<sup>491</sup> *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, § 15a Rz 140.

## ***E. Verletzung der Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität***

### **1. Allgemeines**

Die Ad-hoc-Publizität wird in § 15 WpHG geregelt. Auf die einleitenden Worte zur österreichischen Regelung der Ad-hoc-Publizität wird an dieser Stelle verwiesen.<sup>492</sup>

### **2. Verwaltungsrechtliche Sanktionen**

Manche Verstöße gegen § 15 WpHG werden in § 39 Abs 2 WpHG als Ordnungswidrigkeiten erfasst.<sup>493</sup> Diese Ordnungswidrigkeiten können gem § 39 Abs 4 WpHG mit Bußgeld sanktioniert werden.

§ 39 Abs 2 Z 5 lit a WpHG iVm § 39 Abs 4 WpHG bestimmt, dass jemand, der vorsätzlich oder leichtfertig entgegen § 15 Abs 1 Satz 1, 4 oder 5 WpHG eine Veröffentlichung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig vornimmt oder nicht oder nicht rechtzeitig nachholt, mit einer Geldbuße bis zu EUR 1.000.000,00 bestraft werden kann.

Eine vergleichbare Regelung wäre auch für den österreichischen Kapitalmarkt anzustreben und sinnvoll. Wie schon bei der österreichischen Rechtslage erwähnt, könnte auch eine Strafe festgesetzt werden, welche sich in Prozent (oder Promille) des Umsatzes oder einer anderen Kennzahl des betroffenen Unternehmens bemisst. Nur dadurch kann eine faire Bemessung der Strafe sichergestellt und eine Benachteiligung von kleineren Gesellschaften vermieden werden. Eine solche Regelung wurde in Großbritannien umgesetzt und sollte auch in Deutschland und Österreich in einer ähnlichen Form umgesetzt werden.

Die Regelung in § 39 WpHG soll einen Sanktionsausgleich dafür schaffen, dass „der Gesetzgeber der Ad-hoc-Publizität den Charakter eines Schutzgesetzes iSd § 823 Abs 2 dBGB genommen hat“.<sup>494</sup>

---

<sup>492</sup> Vgl Punkt Punkt VII.E.1.

<sup>493</sup> Vgl § 39 Abs 2 Z 2 lit c, Z 5 lit a, Z 6 und Z 7 WpHG.

<sup>494</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 290.

### 3. Zivilrechtliche Sanktionen

§ 15 WpHG löste § 44a dBörsG ab. Bei dieser Vorschrift wurde überwiegend die Meinung vertreten, dass es sich um ein Schutzgesetz iSd § 823 Abs 2 dBGB handelt, deren Verletzung Schadenersatzansprüche auslösen kann. § 15 Abs 6 Satz 1 WpHG stellt nunmehr ausdrücklich klar, dass der Emittent, der seine Veröffentlichungspflichten verletzt, „zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens nur unter den Voraussetzungen der §§ 37b und 37c WpHG verpflichtet ist“.<sup>495</sup> Diese Vorschriften sind darüber hinaus Schutzgesetze gem § 823 Abs 2 dBGB, nicht jedoch § 15 WpHG selbst. Bei vorsätzlicher Verletzung ist zudem die Vorschrift des § 826 dBGB zusätzlich zu beachten.<sup>496</sup> Schadenersatzansprüche, die auf anderen Rechtsgrundlagen beruhen, bleiben jedoch ebenso wie die Haftung des Managements des Emittenten von dieser Regelung unberührt.<sup>497</sup>

Aufgrund des Platzens der Spekulationsblase in den Jahren 2001/2002 wurde der Druck auf den Gesetzgeber zur Verbesserung des Anlegerschutzes in Deutschland immer größer, was dazu führte, dass mit dem 4. FFG vom 26.6.2002<sup>498</sup> die §§ 37b und 37c neu in das WpHG eingefügt wurden. Denen zufolge machen unwahre, verspätete oder unterlassene Ad-hoc-Veröffentlichungen schadenersatzpflichtig. Durch das AnSVG<sup>499</sup> wurde deren Wortlaut an die Änderungen des § 15 WpHG angepasst.

#### a) § 37b WpHG<sup>500</sup>

§ 37b WpHG regelt den Schadenersatz wegen unterlassener, unverzüglicher Veröffentlichung von Insiderinformationen. Ein Dritter (Anleger) kann den Ersatz seines Schadens begehren, wenn er die Finanzinstrumente nach der Unterlassung erworben hat und er bei Bekanntwerden der Insiderinformation noch Inhaber der Finanzinstrumente war oder er die Finanzinstrumente vor dem Entstehen der Insiderinformation erworben und nach der Unterlassung veräußert hat. Die Unterlassung muss vorsätzlich oder grob fahrlässig erfolgen. Aufgrund der Beweislastumkehr in § 37b Abs 1 WpHG ist der Emittent verpflichtet, nachzuweisen, dass ihm kein grobes Verschulden anzulasten ist.

---

<sup>495</sup> Vgl Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 307.

<sup>496</sup> Adams, Haftung auf Schadensersatz für fehlerhafte Kapitalmarktinformation, BKR 7/2009, 277.

<sup>497</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup>, § 15 Rz 309 f.

<sup>498</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz), BGBl I 2002, S 2010 (2030); Berichtigung vom 27.06.2002, BGBl I 2002 S 2316.

<sup>499</sup> Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz - AnSVG), BGBl I 2004, S 2630 vom 28.10.2004.

<sup>500</sup> Ergänzend sind die Ausführungen zur österreichischen Rechtslage insbesondere zur Kausalität in Kapitel VI.E.2.c.4. zu beachten.

Davon getrennt zu betrachten ist der Kausalzusammenhang zwischen der Pflichtverletzung an sich und dem Schadenseintritt. Hierbei wird teilweise vertreten, dass der Gedanke der Anlagestimmung – also das Aussenden von positiven Signalen in einer Ad-hoc-Mitteilung – auch für die §§ 37b und 37c WpHG gelten soll, was zu einer Beweislastumkehr zugunsten des Anlegers führt.<sup>501</sup> Ein anderer Teil der Lehre und der Judikatur sprechen sich aber gegen eine Beweislastumkehr aus, da diese nicht im Wortlaut vorgesehen sei.<sup>502</sup>

Anspruchsgegner sind gem § 15 WpHG die Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind. Anspruchsberechtigt ist der Inhaber von Finanzinstrumenten.

#### (1) Berechnung des Ersatzanspruches

Für die Berechnung des Umfangs des Ersatzanspruches werden mehrere Möglichkeiten vertreten. *Adams* setzt sich mit der Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation und mit der Berechnung des entstandenen Schadens im Falle einer Wertsteigerung bzw eines Wertverlustes auseinander. Interessant dabei sind seine Ausführungen über die Ersatzpflicht des Emittenten im Falle einer Handelskette.<sup>503</sup> Der Anleger muss so gestellt werden, als hätte der Emittent seine Pflichten ordnungsgemäß erfüllt. In der Theorie und auch Praxis wird vertreten, Naturalrestitution<sup>504</sup> (gem § 249 Abs 1 dBGB) anzuwenden oder aber den Differenzschaden zu ersetzen. Die Berechnung des Kursdifferenzschadens ist mitunter schwierig und umstritten.<sup>505</sup>

#### (2) Kausalität

Die österreichischen Vorschriften zur Schadenersatzproblematik sind mit jenen aus Deutschland vergleichbar<sup>506</sup>, sodass es ausreichend ist, an dieser Stelle auf die detaillierteren Ausführungen zur österreichischen Rechtslage im Kapitel VI.E.2.c. zu verweisen.

---

<sup>501</sup> MwN *Fischer zu Cramburg/Royé in Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 37b, c WpHG Rz 5.

<sup>502</sup> *Sethe in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup>, §§ 37b, c Rz 83 ff; vgl auch zur Kausalität *Spindler*, Persönliche Haftung der Organmitglieder für Falschinformation, WM 2004, 2089 (2092 f).

<sup>503</sup> Vgl die Ausführungen in *Adams*, Haftung auf Schadensersatz für fehlerhafte Kapitalmarktinformation, BKR 7/2009, 277 ff.

<sup>504</sup> Hierbei wird dem geschädigten Anleger der Kaufpreis Zug um Zug gegen Rücknahme der erworbenen Aktien rückerstattet.

<sup>505</sup> MwN *Fischer zu Cramburg/Royé in Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, §§ 37b, c WpHG Rz 7.

<sup>506</sup> Abgesehen von der wichtigen Unterscheidung, dass es in Österreich keine vergleichbaren §§ 37b und 37c WpHG gibt.

In einem Punkt gibt es jedoch einen Unterschied, welcher daher einer näheren Betrachtung bedarf, und zwar betrifft das die Kausalität bzw den Kausalitätszusammenhang. In der deutschen Literatur wird zwischen der Transaktionskausalität und der Preiskausalität unterschieden.<sup>507</sup>

Die ständige Rechtsprechung des BGH<sup>508</sup> beruht auf ersterer. Demnach muss ein Anleger im Falle einer positiven unrichtigen Mitteilung beweisen, dass er die Aktien im Vertrauen auf die Mitteilung gekauft hat, um einen Anspruch gem § 826 dBGB geltend machen zu können. Dies führt dazu, dass die Mehrheit der geschädigten Anleger ihre Ansprüche nicht durchsetzen können. Der amerikanischen „Fraud-on-the-market-theory“<sup>509</sup> – nach welcher das enttäuschte allgemeine Anlegerverhalten für Schadenersatzansprüche ausreicht – wird eine Absage erteilt.

Bei der Transaktionskausalität wird durch die fehlerhafte Information der Entschluss zur Transaktion manipuliert. Der Anleger hat nur aufgrund einer falschen Information Aktien eines Unternehmens gekauft. Würde es diese Information nicht geben, hätte der Anleger auch keine Aktien gekauft. Der Schaden besteht in der Differenz zwischen dem vermeintlich höheren Kaufpreis und dem vermeintlich niedrigeren Verkaufspreis. Der Anleger ist so zu stellen, als hätte die Transaktion nie stattgefunden. Es dürfte dem Anleger jedoch schwer fallen, den Kausalitätsnachweis zu erbringen, wonach sein Investitionsentschluss genau auf der falschen Information beruhte. Gelingt es ihm, ist der Schadensumfang größer als bei der Preiskausalität, da dieser den Wertverlust einer Anlage aufgrund der allgemeinen Marktentwicklung beibehalten kann und nicht auf den hypothetischen Preis abgestellt wird.

Bei der Preiskausalität hingegen hätte der Anleger das Wertpapier auch gekauft, wenn die fehlerhafte Information unterblieben wäre. Meistens hat der Anleger keine Kenntnis der Information erlangt. Der Schaden des Anlegers könnte darin liegen, dass der Kurs aufgrund der mangelhaften Information überhöht war. Er liegt in der Differenz zwischen dem tatsächlich

---

<sup>507</sup> Vgl mwN *Leuschner*, ZIP 2008, 1050 ff.

<sup>508</sup> Vgl Entscheidung zu ComRoad BGH II ZR 147/05 und II ZR 173/05 vom 04.06.2007. Der BGH verlangt einen Kausalzusammenhang zwischen einer fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung und der individuellen Anlegerentscheidung.

<sup>509</sup> Siehe mwN *Leuschner*, ZIP 2008, 1050 (1053): Diese Theorie „basiert auf der [...] Erkenntnis, dass auf entwickelten Kapitalmärkten Informationen im Wege der Preisbildung in die Börsenkurse eingearbeitet werden. Hieraus wird abgeleitet, dass diejenigen Anleger, die ohne Kenntnis von einer bestimmten Fehlinformation Wertpapiere gekauft haben, in gleicher Weise „betrogen“ (defraud) werden wie diejenigen, die die Fehlinformation kannten und auf deren Richtigkeit vertraut haben. Die Schlussfolgerung [...] besteht indes nicht in einem Verzicht auf das Erfordernis der Transaktionskausalität, sondern der Vermutung eines entsprechenden Kausalzusammenhangs“.

gezahlten Preis und dem hypothetischen Preis, welcher aufgrund korrekter Marktinformation entstanden wäre. Die Berechnung des Schadens kann sich hingegen als schwierig erweisen und bedarf komplizierter finanzmathematischer Gutachten. Hinzu kommt, dass der Schadensumfang kleiner ist als bei der Transaktionskausalität.

### (3) Eigene Beurteilung

Es ist in der Tat schwierig, den Schaden in Folge einer unrichtigen, unwahren oder verspäteten Ad-hoc-Meldung zu berechnen. Bei der Beurteilung der Frage, welche Methode nun die bessere sei, muss man vorerst festhalten, dass es dabei zum Einen um den Kausalitätsnachweis und zum Anderen um die Schadensberechnung bzw um dessen Methode geht.

In der Frage der Kausalität teile ich die Meinung des BGH nicht, wenn er sagt, es dürfe nur derjenige einen Schaden begehren, der von der Ad-hoc-Mitteilung, jedoch nichts von seiner Falschheit, wusste und wegen dieser seine Wertpapiere gekauft hat. Dies führt zu einer unzumutbaren „Einengung“ der Geschädigten. Es ist nämlich unerheblich, ob ein geschädigter Anleger von einer bestimmten Mitteilung Kenntnis hatte oder nicht. Einzig und allein darauf ist abzustellen, dass diese unrichtige Mitteilung dazu führte, dass sich der Kurs in eine bestimmte Richtung – ganz gleich, ob diese Entwicklung nun positiv oder negativ war – entwickelt hat. Den Anleger trifft in der Regel schon deshalb ein Schaden, weil die Entwicklung des Kurses manipuliert wurde. Es muss daher auch möglich sein, Schadenersatz zu begehren, wenn man von einer unrichtigen Ad-hoc-Mitteilung keine Kenntnis hatte bzw erst nach dem Kauf Kenntnis erlangte.

Der zweite Aspekt betrifft die Methode der Schadensberechnung. Vertreten wird die Rückabwicklung mittels Naturalrestitution oder aber die Ersetzung des Differenzschadens. Das schwierigste Problem hierbei ist die korrekte Berechnung des hypothetischen Werts oder „wahren Werts“ einer Aktie. Es ist zu bedenken, dass sich eine zu spät veröffentlichte Meldung oder die nachträgliche Richtigstellung einer Meldung tagelang bzw auch wochenlang auf den Aktienkurs positiv oder negativ auswirken kann.

Der wahre Wert ist daher erst im Nachhinein festzustellen. Problematisch wird es jedoch, einen Zeitrahmen festzusetzen, wann der wahre Kurswert der Aktie festgestellt werden soll. Nur den Tag der Veröffentlichung der Ad-hoc-Meldung heran zu nehmen, könnte mMn zu kurzfristig angelegt sein. Man könnte sich dabei helfen, indem man einen Durchschnittspreis

der nächsten sieben Tage ab Bekanntgabe der Ad-hoc-Mitteilung ermittelt und diesen mit dem Kauf- bzw Verkaufskurs des Anlegers vergleicht. Die Differenz stellt den eingetretenen Schaden dar, bringt jedoch auch nicht das gewünschte Ergebnis, nämlich die tatsächliche Feststellung des entstandenen Schadens.

Eine andere Methode wäre es, den Kaufkurs des Anlegers heran zu ziehen und diesen – nach verspäteter Ad-hoc-Meldung – mit dem tatsächlichen Verkaufskurs zu vergleichen. Wie schon ausgeführt, trifft den Anleger keine Schadensminderungspflicht. Er muss auch nicht ständig den Aktienkurs beobachten, nur um seinen Schaden zu begrenzen.<sup>510</sup> Dies würde den Anleger vollständig schadlos stellen, da auch die länger dauernden Auswirkungen auf den Aktienkurs davon abgedeckt wären.

Der Schaden besteht in der Differenz zwischen Kauf- und Verkaufskurs bzw zwischen Verkaufs- und (potentiellen) Kaufkurs, wenn eine positive Meldung verschwiegen wurde, welche den Kurs nachträglich in die Höhe trieb. Strittig ist, ob ein Schaden bereits dann entstanden ist, wenn der Aktionär seine Anteile noch im Portfolio hält und nicht verkauft hat.<sup>511</sup>

*Hopt/Voigt* vertreten die Meinung, dass „ein Anleger nur den Kursdifferenzschaden zwischen tatsächlichem Kaufpreis und dem hypothetischen Börse- oder Marktpreis der Wertpapiere ohne den Einfluss der fehlerhaften Information ersetzt verlangen kann.“ Argumentiert wird mit einer angemessenen Verteilung des allgemeinen Marktrisikos, denn „könnte der Kapitalanleger die vollständige Rückabwicklung des Wertpapiergeschäfts zu historischen Konditionen verlangen, so würde der Emittent das zwischenzeitliche Kursrisiko tragen und gleichsam als Versicherer gegen schlechte Markttrends auftreten.“ Zur Ermittlung des hypothetischen Werts wird erwähnt, dass es gewisse Berechnungsmodelle bereits gibt, „mit denen sich der Kurseffekt der jeweiligen Informationspflichtverletzung und damit der informationsfehlerfreie Wert des Wertpapiers zum Zeitpunkt der Transaktion bei allen Schwierigkeiten mit einer für den Differenzschadensausgleich hinreichenden Genauigkeit ermitteln lässt.“ Wie erprobt und wie genau diese Methoden sind, bleibt dahingestellt.<sup>512</sup>

---

<sup>510</sup> Vgl *Fleischer/Kalss*, Kapitalmarktrechtliche Schadensersatzhaftung und Kurseinbrüche an der Börse, AG 2002, 329 (334 f).

<sup>511</sup> Vgl dazu die Ausführungen zur österreichischen Rechtslage.

<sup>512</sup> *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, WM 2004, 1801 (1804); vgl auch mwN *Spindler*, WM 2004, 2089 (2093).

Darüber hinaus ist anzumerken, dass eine Schadenshöhe gem § 287 dZPO mit der Möglichkeit zur richterlichen Schätzung berechnet werden würde.

#### b) § 37c WpHG

§ 37c WpHG regelt den Schadenersatz wegen Veröffentlichung einer unwahren Insiderinformation. Unter einer unwahren Insiderinformation ist eine Insiderinformation gemeint, die, wenn sie wahr wäre, eine solche darstellen würde.<sup>513</sup> Gem § 37c Abs 2 WpHG haftet der Emittent nicht, wenn er beweisen kann, dass er die Unrichtigkeit der Insiderinformation nicht gekannt hat und die Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht.

Ansonsten ist auf die Ausführungen zu § 37b WpHG zu verweisen.

### **IX. RECHTSVERGLEICH: Publizitätsvorschriften in Großbritannien**

Da die Londoner Wertpapierbörse (London Stock Exchange<sup>514</sup>) zu den bedeutendsten Börsen der Welt und die City of London mit ihrem Finanzzentrum zu den größten und einflussreichsten Arbeitgebern des Landes zählen, werden die Publizitätsvorschriften in Großbritannien ebenfalls rechtsvergleichend in der Dissertation behandelt.

#### ***A. Einführung in das britische Rechtssystem***

##### **1. Allgemeines**

Da das britische bzw englische Recht aufgrund seiner Geschichte zum Teil grob von unserem Rechtsverständnis abweicht, bedarf es als Einführung einer Darstellung des britischen Rechtssystems. Welche große Bedeutung den englischen Rechtsprinzipien zukommt, zeigt sich darin, dass sie in mehr als 70 Ländern der Welt von über einem Drittel der Weltbevölkerung angewendet werden; zum Teil sogar unverändert.<sup>515</sup>

Das englische Rechtssystem kennt kein Handels- bzw Wirtschaftsrecht wie vergleichsweise Österreich oder Deutschland und daher ist es besonders herausfordernd Recherchen zu betreiben. Aufgrund der besseren Lesbarkeit werden englische Wörter bzw Begriffe nicht unter Anführungszeichen gesetzt.

---

<sup>513</sup> MwN Fischer zu Cramburg/Royé in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 37b, c WpHG Rz 4.

<sup>514</sup> Abrufbar unter N.N., <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm> (20.12.2010).

<sup>515</sup> Triebel/Hodgson/Kellenter/Müller, Englischs Handels- und Wirtschaftsrecht<sup>2</sup> (1995) Rz 12.

## 2. Das britische Case-Law-System<sup>516</sup>

Die wichtigste Rechtsquelle im britischen Rechtssystem ist das Case-Law oder auch Fallrecht genannt. Das Fallrecht ist das von Richtern gesetzte Recht. Der Richter hat eine große Rolle in der Rechtsentwicklung und ihm kommt demnach eine entsprechende Bedeutung in der Gesellschaft zu.

In den letzten Jahrzehnten – bedingt durch die Europäische Union – kam es jedoch zu immer mehr Kodifizierungen bzw Teilkodifizierungen des englischen Rechts, vor allem des Handelsrechts. Wer aber ein Gesetz verstehen will, sollte auch den Hintergrund kennen und dieser liegt im Fallrecht.

Die Relevanz des Fallrechts zeigt sich vor allem darin, dass Juristen in ihren Ausführungen mit Fällen argumentieren. Ein britischer Jurist kennt in der Regel die wichtigsten Fälle auswendig. Er weiß alle Daten des Falles und kann bzw versucht diese vor Gericht oder in seinen Schriftsätzen zu seinem Vorteil zu nützen.<sup>517</sup>

Ein weiterer Aspekt des Fallrechts ist jener, dass die Entscheidungen der Gerichte Präzedenzfälle sind und absolute Bindungskraft haben. Ein Untergericht ist an die Entscheidungen des Obergerichtes gebunden; der Court of Appeal an jene des House of Lords, der High Court an jene des Court of Appeal und des House of Lords.

Gesetze erlangen jedoch – vor allem im Handelsrecht – immer größere Bedeutung. Auch durch den Einfluss der Europäischen Union entstanden mehrere solcher „Acts“, welche die publizitätsrechtlichen Regelungen beinhalten. Besonders zu beachten ist, dass in England die wörtliche und grammatikalische Interpretation vorherrschend sind. Der Telos eines Gesetzes tritt dabei in den Hintergrund. Dies hat zur Folge, dass Gesetze (und Verträge) bis ins kleinste Detail ausformuliert sind.<sup>518</sup> Reicht dies nicht aus, so ist dem Richterrecht Beachtung zu schenken und es wird in der Folge untersucht, welchen Missstand im Richterrecht der Gesetzgeber mit dem Gesetz abschaffen wollte.<sup>519</sup>

---

<sup>516</sup> *Triebel/Hodgson/Kellenter/Müller*, *Englisches Handels- und Wirtschaftsrecht*<sup>2</sup>, Rz 24 ff.

<sup>517</sup> *Triebel/Hodgson/Kellenter/Müller*, *Englisches Handels- und Wirtschaftsrecht*<sup>2</sup>, Rz 24, 28.

<sup>518</sup> Dieses „Phänomen“ ist vor allem bei Verträgen zu beobachten. Sie werden sehr genau ausformuliert, da der Auslegung enge Grenzen gesetzt sind und können daher mehrere hundert oder sogar tausend Seiten umfassen.

<sup>519</sup> *MwN Triebel/Hodgson/Kellenter/Müller*, *Englisches Handels- und Wirtschaftsrecht*<sup>2</sup>, Rz 37.

### 3. Rechtsgrundlagen

Die Vorschriften über die Publizitätspflichten finden sich in verschiedenen Gesetzen, wie zB in dem erneuerten Companies Act 2006, dem Financial Services and Markets Act 2000 oder in den Listing Rules der UK Listing Authority.

#### a) Companies Act 2006<sup>520</sup>

Der neue Companies Act 2006 (kurz „CA 2006“) ersetzt die bisher geltenden Companies Acts 1985, 1989 und 2004 fast vollständig und soll das Gesellschaftsrecht modernisieren und zudem der Vereinfachung dienen.<sup>521</sup> Er wird besonders für kleine Gesellschaften Erleichterungen hinsichtlich Gründung und Verwaltung bringen.

Der Companies Act 2006 ist mit ca. 1.300 Paragraphen, 16 Anhängen und 700 Seiten das längste britische Regelwerk zum Gesellschaftsrecht.

Er wurde nicht auf einmal in Kraft gesetzt, sondern gelangte in mehreren Teilstücken zur Anwendung. Die Einführung des gesamten Companies Act 2006 war am 01.10.2009 abgeschlossen. Der zunächst festgesetzte Termin von Oktober 2008 konnte nicht eingehalten werden und daher wurde die endgültige Einführung durch den Gesetzgeber – auf Druck des Companies House – um ein Jahr nach hinten verschoben.

Die ersten Teilstücke des Companies Act 2006 sind bereits im Jänner 2007 in Kraft getreten. Das Gesellschaftsregister wurde auf den elektronischen Betrieb umgestellt und die neuen Regelungen über gesellschaftsbezogene Mindestangaben auf Webseiten und im elektronischen Rechtsverkehr kamen zur Anwendung. Ebenfalls bereits in Kraft traten damals die Regelungen über die persönliche Haftung der Direktoren von Gesellschaften für absichtlich falsche oder irreführende Angaben in Geschäftsberichten.

Alle Sections (abgekürzt mit Sec = Paragraph) ohne nähere Angaben in diesem Kapitel beziehen sich auf den CA 2006.

---

<sup>520</sup> Abrufbar unter N.N., [http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga\\_20060046\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf) (20.12.2010); N.N., <http://www.companieshouse.gov.uk/companiesAct/companiesAct.shtml> (20.12.2010).

<sup>521</sup> Ausführlich dazu *Steinfeld/Mann/Ritchie/Weaver/Galley/Adair/McLarnon/Cloherty*, Blackstone's guide to the Companies Act 2006 (2003) 1 ff. Die Gesetzesvorlage hat am 08.11.2006 die Zustimmung der Krone erhalten (Royal Assent).

b) Financial Services and Markets Act 2000<sup>522</sup>

(1) Entwicklung des britischen Börserechts<sup>523</sup>

Die Geschichte der Londoner Börse geht bis in das Jahr 1698 zurück. Die London Stock Exchange wurde jedoch erst im Jahr 1801 formell gegründet und zählt damit zu den ältesten Börsen der Welt.<sup>524</sup>

Zunächst blieb (teilweise bis heute) die Grundphilosophie, staatliche Einflüsse möglichst fernzuhalten und sich selbst zu regulieren, erhalten. Dies änderte sich aber im Laufe der Jahre und führte nach mehreren Einschnitten zuvor zum Financial Services and Markets Act 1986 (kurz „FSMA 1986“).

Die britische Kapitalmarktaufsicht gründete auf einem dreifach abgestuften Kontrollsystem, wo der Finanzminister an der Spitze stand, mit dem „privatrechtlich organisierten Securities and Investment Board (kurz „SIB“), auf das wichtige Rechtssetzungsbefugnisse übertragen wurden, und den Self-Regulation Organizations (kurz „SRO’s“), die vom SIB anerkannt wurden und ihrerseits die Aktivitäten ihrer Mitglieder regulierten und überwachten.“<sup>525</sup>

Aufgrund der zahlreichen Überschneidungen der Aufsichtsbehörden – nicht nur wegen neuer Finanzprodukte – musste es zu einer Modernisierung des FSMA 1986 kommen. Zunächst wurde die Bankenaufsicht durch den Bank of England Act 1998<sup>526</sup> von der Bank of England auf die neu gegründete Financial Services Authority (kurz „FSA“)<sup>527</sup> übertragen.

Darauf kam es nach umfangreichen und langwierigen Diskussionen zu einem neuen Financial Services and Markets Act 2000, welcher am 14.07.2000 den Royal Assent, die Zustimmung des britischen Königshauses, erhielt.<sup>528</sup>

---

<sup>522</sup> Abrufbar unter N.N., <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents> (20.12.2010).

<sup>523</sup> MwN *Fleischer*, Der Financial Services and Markets Act 2000: Neues Börsen- und Kapitalmarktrecht für das Vereinigte Königreich, RIW 11/2001, 817.

<sup>524</sup> Siehe N.N., <http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/company-overview/our-history/our-history.htm> (20.12.2010).

<sup>525</sup> *Fleischer*, Der Financial Services and Markets Act 2000: Neues Börsen- und Kapitalmarktrecht für das Vereinigte Königreich, RIW 11/2001, 817 (818).

<sup>526</sup> Bank of England Act 1998, abrufbar unter N.N., <http://www.bankofengland.co.uk/about/legislation/1998act.pdf> (20.12.2010).

<sup>527</sup> Siehe N.N., <http://www.fsa.gov.uk/> (20.12.2010).

<sup>528</sup> MwN *Fleischer*, Der Financial Services and Markets Act 2000: Neues Börsen- und Kapitalmarktrecht für das Vereinigte Königreich, RIW 11/2001, 817 (818).

(2) Der Financial Services and Markets Act 2000 (kurz „FSMA 2000“)

Der FSMA 2000 umfasst 30 Abschnitte (parts), 433 Paragraphen (sections) und 22 Anhänge (schedules).

Es wurde eine neue Finanzbehörde geschaffen – die Financial Services Authority. Mit ihr wurden die zuvor verstreuten Zuständigkeiten<sup>529</sup> beseitigt und auf die neue „Allfinanzbehörde“ übertragen. Ihr stehen beträchtliche Eingriffsbefugnisse und Zwangsmittel zur Verfügung, welche enorm ausgeweitet worden sind. Weitere Vorzüge sind die „straffere Organisation, klarere Verantwortlichkeiten und keine Reibungsverluste im zwischenbehördlichen Verkehr.“<sup>530</sup> Die FSA hat die Rechtsform einer Company Limited by Guarantee, was einer privatrechtlich organisierten Kapitalgesellschaft, die öffentliche Aufgaben wahrnimmt, entspricht.<sup>531</sup>

Bemerkenswert ist, dass die verwaltungs-, zivil- und strafrechtliche Verfolgung nun in einer Hand konzentriert ist. In Österreich und Deutschland sind die diesbezüglichen Kompetenzen auf verschiedene Behörden aufgeteilt.

Dass eine solche Konzentration von Machtbefugnissen einer Kontrolle bedarf, ist nahe liegend. Deshalb gibt es gewisse Sicherungsmechanismen, wie zB „die Konsultationspflicht der FSA vor dem Erlass neuer Vorschriften, die Einrichtung von Verbraucher- und Praktiker-Panels mit beratender Funktion, die parlamentarische Verantwortlichkeit der FSA, deren Direktoren vom Finanzminister bestellt werden, die jährliche Pflicht zur Rechenschaftslegung und die mögliche Einsetzung unabhängiger Ermittlungsbeamter bei Beschwerden über die FSA.“ Die Mitarbeiter der FSA und diese selbst sind weitgehend von einer zivilrechtlichen Haftung ausgeschlossen. Nur im Falle eines „bad faith“<sup>532</sup> können diese zur Verantwortung gezogen werden. Dies kommt jedoch in der Praxis kaum vor.<sup>533</sup>

---

<sup>529</sup> Banken wurden von der Bank of England überwacht, Wertpapierhäuser unterlagen der autonomen Regulierung der City of London und für Versicherungsunternehmen bestanden wieder eigene Aufsichtsbehörden.

<sup>530</sup> MWN *Fleischer*, Der Financial Services and Markets Act 2000: Neues Börsen- und Kapitalmarktrecht für das Vereinigte Königreich, RIW 11/2001, 817 (819).

<sup>531</sup> Näheres zu den verschiedenen Gesellschaftsformen im nächsten Kapitel 4 „Ein Überblick über die Gesellschaftsformen“.

<sup>532</sup> Damit meint man zB Betrug, Irreführung, gezielte Fehlberatung oder das Vorenthalten wesentlicher Informationen.

<sup>533</sup> *Fleischer*, Der Financial Services and Markets Act 2000: Neues Börsen- und Kapitalmarktrecht für das Vereinigte Königreich, RIW, 817 (820).

Die Ziele des FSMA 2000 werden in den Sec 3 – 6<sup>534</sup> geregelt. Diese sind:

- Marktvertrauen,
- Öffentliche Bewusstseinsbildung,
- Anlegerschutz, sowie
- Verringerung der Finanzmarktkriminalität.

Auch die Transparenzrichtlinie 2004 hat Einzug in den CA 2006 und in die Disclosure Rules and Transparency Rules gefunden. Die Maßnahmen sind in Part 43 CA 2006<sup>535</sup> (Transparency obligations and related matters) eingefügt worden. Die Sections 1265 ff CA 2006 fügen die „Transparency Rules“ in die neuen Sections 89A – 89 O in Part 6 des FSMA 2000 ein.

### (3) Disclosure Rules and Transparency Rules

Der Einfluss von EU-Richtlinien ist mittlerweile im englischen Kapitalmarktrecht unverkennbar geworden. Durch die Transparenzrichtlinie 2004 kam es auch innerhalb der englischen Behörden zu einer Neuordnung der Aufgaben, mit der Folge, dass der FSA noch mehr Kompetenzen und Aufgaben zuerkannt wurden.

Die Disclosure Rules and Transparency Rules (kurz „DTR“) der Financial Services Authority werden aufgrund von Section 96A (Disclosure of information requirements) des Financial Services and Markets Act 2000 eingeführt und stützen sich darauf. Sie bestehen zum größten Teil aus Vorgaben von EU-Richtlinien, allen voran die Transparenzrichtlinie 2004.

Die Continuing Obligations im 9. Kapitel der Listing Rules finden sich nunmehr in den Disclosure Rules and Transparency Rules. Diese wurden von der Financial Services Authority erstellt. Darin sind die Regelungen hinsichtlich der Regelpublizität, Beteiligungspublizität, Directors' Dealings und der Ad-hoc-Publizität enthalten und finden dementsprechend auch Anwendung. Wie vorhin erwähnt, hat auch die Transparenzrichtlinie 2004 (Transparency Directive) zur Veränderung der DTR beigetragen. Näheres dazu findet sich in den Kapiteln über die jeweiligen Publizitätsvorschriften.<sup>536</sup>

---

<sup>534</sup> Vgl N.N., <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents> (20.12.2010).

<sup>535</sup> Vgl N.N., <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/part/43> (20.12.2010).

<sup>536</sup> Einführend ein grober Überblick über manche Publizitätsarten: N.N., <http://www.fsa.gov.uk/pages/About/What/International/pdf/TD.pdf> (20.12.2010); N.N., [http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/list\\_dec06.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/list_dec06.pdf) (20.12.2010).

### c) Listing Rules

Die Listing Rules kommen für Gesellschaften in Betracht, deren Aktien an der Börse notiert sind. Eine Voraussetzung für die Notierung an der Börse ist es, dass sich die Unternehmen verpflichten, öfter periodische Veröffentlichungen vorzunehmen.

Jedoch ist die Kompetenz zur Ausarbeitung dieser „listing rules“ von der London Stock Exchange auf die FSA übergegangen. Diese stellt nunmehr mittels der UK Listing Authority<sup>537</sup> (kurz „UKLA“), welche eine Teilorganisation der FSA ist, die Listing Rules zur Verfügung.<sup>538</sup> Darüber hinaus kontrolliert die UKLA Börsegänge sowie laufende Notierungen und überwacht die Einhaltung ihrer Listing Rules.

## 4. Ein Überblick über die Gesellschaftsformen<sup>539</sup>

Kapitalgesellschaften werden companies genannt. Personengesellschaften hingegen gehören zu den partnerships. Diese sind strikt getrennt voneinander zu betrachten und fallen unter keinen gemeinsamen Gesellschaftsbegriff, welcher uns von der österreichischen oder deutschen Literatur bekannt ist.

Die rechtlichen Normen über die Personengesellschaften finden sich im Civil Partnership Act 2004<sup>540</sup> und dem Limited Partnership Act 1907<sup>541</sup>. Für Kapitalgesellschaften ist die wichtigste Rechtsquelle der Companies Act, welcher grundlegend novelliert und seit 01.10.2009 vollständig umgesetzt wurde. Weitere wichtige Rechtsquellen sind der Financial Services and Markets Act 2000 und der Insolvency Act 1986<sup>542</sup>.

### a) Limited und Unlimited Companies

Der Companies Act 2006 unterscheidet in Section 3 zwischen limited und unlimited companies. Die limited company unterteilt sich wiederum in eine company limited by shares und in eine company limited by guarantee.

---

<sup>537</sup> Vgl N.N., <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/index.shtml> (20.12.2010).

<sup>538</sup> Abrufbar unter N.N., <http://fsahandbook.info/FSA/handbook/LR.pdf> (20.12.2010).

<sup>539</sup> MwN *Triebel/Hodgson/Kellenter/Müller*, *Englisches Handels- und Wirtschaftsrecht*<sup>2</sup>, Rz 554 ff; mwA *Steinfeld/Mann/Ritchie/Weaver/Galley/Adair/McLarnon/Cloherty*, *Blackstone's guide to the Companies Act 2006*, 9 ff.

<sup>540</sup> Abrufbar unter N.N., [http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2004/33/pdfs/ukpga\\_20040033\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2004/33/pdfs/ukpga_20040033_en.pdf) (20.12.2010).

<sup>541</sup> Abrufbar unter N.N., <http://www.hmrc.gov.uk/manuals/bimmanual/bim72515.htm> (20.12.2010).

<sup>542</sup> Vgl N.N., <http://www.insolvency.gov.uk/insolvencyprofessionandlegislation/legislation/uk/insolvencyact.pdf> (20.12.2010).

Die Gesellschafter der company limited by shares haften nur mit ihrer Einlage. Diese stellt die Hauptgesellschaftsform dar. Bei der company limited by guarantee verpflichten sich die Gesellschafter, „bei Auflösung (winding up) der company für die Gesellschaftsschulden in bestimmter Höhe zu haften“ (Sec 3 subs 3 CA 2006).<sup>543</sup>

Bei den unlimited companies haften deren Gesellschafter zur Gänze für ihre Schulden. Diese Gesellschaften kommen jedoch – wohl wegen der Haftungsproblematik – in der Praxis selten vor.

#### b) Public und private Companies

Eine weitere Unterscheidung findet sich in Sec 4 CA 2006. Hier wird zwischen private und public companies unterschieden. Bei der private company handelt es sich – vereinfacht ausgedrückt und zum besseren Verständnis – um eine GmbH und bei der public company um eine AG. Ein Vergleich ist jedoch schwierig, da sich private und public company einander viel ähnlicher sind, als es die GmbH und die AG sind.

Für die public company gelten strengere Regeln, angefangen vom Mindestgrundkapital über die Vorschriften über deren Organe bis zu den Vorschriften hinsichtlich Inhalt, Aufbau und Offenlegung des Jahresabschlusses.<sup>544</sup>

Ausführungen über Gründung, Satzung und Kapital der Gesellschaft<sup>545</sup> würden den Zweck dieses Kapitels, welches nur der Einführung in das britische Gesellschaftssystem dienen soll, übersteigen.

Abschließend ist der Vollständigkeit halber zu erwähnen, dass es noch eine siebente Art der Gesellschaftsform gibt, und zwar die community interest company.

---

<sup>543</sup> MWN *Triebel/Hodgson/Kellenter/Müller*, *Englisches Handels- und Wirtschaftsrecht*<sup>2</sup>, Rz 572.

<sup>544</sup> *Triebel/Hodgson/Kellenter/Müller*, *Englisches Handels- und Wirtschaftsrecht*<sup>2</sup>, Rz 575 ff.

<sup>545</sup> Teilweise veraltete Ausführungen mit weiteren Nachweisen in *Triebel/Hodgson/Kellenter/Müller*, *Englisches Handels- und Wirtschaftsrecht*<sup>2</sup>, Rz 588 f, 602 ff und 633 ff.

## 5. Überblick über die generellen Veröffentlichungspflichten bzw –möglichkeiten<sup>546</sup>

### a) Registrar<sup>547</sup> of Companies

Dem Registrar kommt eine große Bedeutung in England zu, die sich nicht nur darin zeigt, dass ihm im Companies Act 2006 im 35. Teil ein ganzes Kapitel gewidmet wird. Unter dem Registrar of Companies wird das Handelsregister für Kapitalgesellschaften verstanden. Section 1061 beschreibt seine Pflichten und Funktionen. Es gibt drei verschiedene Registrars, nämlich je einen für England gemeinsam mit Wales, für Schottland und für Nordirland (sec 1060 subs 1).

Alle wichtigen Dokumente einer Gesellschaft müssen hier eingebracht werden. Darüber hinaus dient das Handelsregister als allgemeine „Anlaufstelle“ für Informationen über die Gesellschaften selbst.

### b) Veröffentlichung im Amtsblatt

Gem sec 1064 subs 1 CA 2006 muss der Registrar dafür sorgen, dass jedes Dokument im Amtsblatt (Gazette) veröffentlicht wird. Bei der Bekanntmachung im Amtsblatt müssen der Name und die Registrierungsnummer der Gesellschaft und das Ausstelldatum des Dokuments angeführt werden (subs 2).

### c) Veröffentlichung am eigenen Unternehmenssitz

Viele der gesetzlichen Maßnahmen verpflichten die Unternehmen, ihre Dokumente und andere Informationen am Unternehmenssitz aufzubewahren und bei Anfrage der Öffentlichkeit zugänglich zu machen. In manchen Fällen kann das Einsichtsrecht auch eingeschränkt werden und nur unternehmenszugehörigen Personen und Gläubigern zugänglich sein. Von dieser Möglichkeit der Einsichtnahme am Unternehmenssitz wird in der Praxis nicht viel Gebrauch gemacht.

### d) Anzeigen in verschiedenen Geschäftsunterlagen

Gem dem Companies Act müssen Gesellschaften ihren Firmennamen am Sitz der Gesellschaft anzeigen. Ebenso müssen der Name und gewisse Angaben auf den Geschäftsdokumenten angegeben werden (sec 82).

---

<sup>546</sup> *Sealy/Worthington, Cases and Materials in Company Law*<sup>8</sup> (2008) 582 ff.

<sup>547</sup> Unter Registrar kann das Handelsregister, aber auch die Person des Leiters des Handelsregisters verstanden werden.

## ***B. Regelpublizität***

### **1. Allgemeines**

Die britischen Publizitätsregeln sind sehr weit reichend und detailliert geregelt und umfassen eine Vielzahl von Vorschriften. In diesem Kapitel werden die subjektiv wichtigsten Normen über periodische Veröffentlichungen dargestellt.

Einzelkaufleute und Personengesellschaften unterliegen nicht der Buchführungspflicht. Companies hingegen müssen Aufzeichnungen über ihre Einnahmen und Ausgaben, ihr Vermögen und ihre Verbindlichkeiten führen.<sup>548</sup>

#### a) Größenklassen

Zu Beginn des 15. Teils des CA 2006 über Accounts and Reports wird ähnlich wie im öUGB<sup>549</sup> aufgrund mehrerer Kennzahlen zwischen kleinen Gesellschaften (sec 382 ff) und allen anderen unterschieden. Diese Unterscheidung ist für die Anwendung spezifischer Regelungen in diesem Teilbereich entscheidend.

Ob eine company als klein angesehen wird, hängt davon ab, ob mindestens zwei der drei angeführten Kriterien erfüllt sind: Der Umsatz darf nicht mehr als 6,5 Mio., die Bilanzsumme nicht mehr als 3,26 Millionen Pfund betragen und die Zahl der Arbeitnehmer darf nicht größer sein als 50 (sec 382).

Sec 384 normiert Ausnahmen. Die Regelungen für kleine Gesellschaften gelten ua nicht für public companies oder gewissen Finanz- bzw Versicherungsunternehmen, welche noch immer solche sind oder während des entsprechenden, abgelaufenen Bilanzjahres eine solche waren.

Die sec 465 ff beschreiben, was unter einer mittelgroßen Kapitalgesellschaft (medium-sized company) zu verstehen ist. Dies hängt wiederum mit den vorhin angeführten Kriterien zusammen. Bei einer mittelgroßen Kapitalgesellschaft darf der Umsatz nicht mehr als 25,9 Mio., die Bilanzsumme nicht mehr als 12,9 Mio. Pfund betragen und die Zahl der Arbeitnehmer

---

<sup>548</sup> MwN *Triebel/Hodgson/Kellenter/Müller*, *Englisches Handels- und Wirtschaftsrecht*<sup>2</sup>, Rz 745.

<sup>549</sup> Vgl § 221 UGB.

darf nicht größer sein als 250 (sec 465). In sec 467 werden wiederum spezifische Gesellschaften von diesen Regelungen ausgenommen.

Darüber hinaus wird eine Gesellschaft als „groß“ angesehen.

#### b) Börsennotierte und nicht börsennotierte Gesellschaften

Eine weitere Unterscheidung in sec 385 bezieht sich auf börsennotierte und nicht börsennotierte Unternehmen.

Unter einem börsennotierten Unternehmen wird gem sec 385 subs 2 CA 2006 eine Gesellschaft verstanden, deren Aktienkapital in die offizielle Liste<sup>550</sup> gem der Bestimmung von Part 6 FSMA 2000 aufgenommen wurde, in einem EEA-Staat börsennotiert ist oder befugt ist, an der New York Stock Exchange oder Nasdaq gehandelt zu werden.

Eine nichtbörsennotierte Gesellschaft ist jede andere Gesellschaft (Sec 385 subs 3 CA 2006).

## 2. Accounts and Reports

Der Companies Act 2006 beinhaltet in seinem 15. Teil ein großes Kapitel über „Accounts and Reports“. Im Folgenden werden einige relevante Regelungen dargestellt:

#### a) Jahresabschluss

Das Kapitel 3 im 15. Teil des CA 2006 enthält Bestimmungen über den Bilanzstichtag und das Geschäftsjahr (sec 390 ff). Gem sec 391 subs 5 darf das erste Geschäftsjahr in einem Zeitraum zwischen 6 und 18 Monaten liegen. Es beginnt mit der Gründung (Eintragung) der Gesellschaft und endet mit dem vorgesehenen Bilanzstichtag. Ab dem Bilanzstichtag hat jedes Geschäftsjahr eine Dauer von 12 Monaten (sec 391 subs 6). Änderungen des bzw Abweichungen vom Bilanzstichtag sind dem Registrar zu melden (sec 392). Das „true and fair view-Prinzip“ wird in Kapitel 4 (sec 393) normiert. Der Gesetzgeber legt damit fest, was er unter einer ordnungsgemäßen Buchführung versteht. Die „Bücher müssen ein wahres und angemessenes Bild von den Verhältnissen der company geben und ihre Geschäfte erklären.“<sup>551</sup> Das

---

<sup>550</sup> Amtliche Börsennotierung; siehe Definition in sec 103 subs 1 iVm sec 74 FSMA 2000.

<sup>551</sup> MwN *Triebel/Hodgson/Kellenter/Müller*, *Englisches Handels- und Wirtschaftsrecht*<sup>2</sup>, Rz 745.

„true and fair view-Prinzip“ ist auch in den österreichischen und deutschen Rechnungsvorschriften verankert.

Kapitel 7 im 15. Teil des CA 2006 regelt die Veröffentlichung von Jahresabschlüssen und Berichten. Diese müssen gem sec 423 ua jedem Mitglied der Gesellschaft zukommen; bei public companies 21 Tage vor der Hauptversammlung (sec 424 subs 3).

Gem sec 442 subs 2b CA 2006 haben public companies sechs Monate nach dem Bilanzstichtag Zeit, ihren Jahresabschluss (full financial statement) beim Registrar abzugeben. Private companies haben neun Monate dafür Zeit (sec 442 subs 2a). In Österreich und Deutschland müssen die gesetzlichen Vertreter von Kapitalgesellschaften innerhalb von 9 (bzw 12) Monaten nach dem Bilanzstichtag ihren Jahresabschluss beim Firmenbuch einreichen. Gewisse Ausnahmen von dieser Frist sind für das erste Geschäftsjahr einer neugegründeten Gesellschaft bzw für Änderungen des Bilanzstichtages vorgesehen (sec 442 subs 3 f). Die Bilanzpositionen müssen auch in Euro-Beträgen angeführt werden (sec 469).

#### b) Abgabepflichten

Abgabe- bzw Einreichpflichten (filing obligations) für börsennotierte Unternehmen werden in sec 447 geregelt. Davor werden die Abgabepflichten für kleine, mittlere und für nicht-börsennotierte Unternehmen geregelt (sec 444 – 446). Die Direktoren müssen beim Registrar für jedes Geschäftsjahr einen Jahresabschluss, einen Bericht über die Entlohnung der Direktoren (remuneration report) und den Geschäftsbericht der Direktoren (directors report) einreichen.

Gem sec 430 muss der Jahresabschluss samt Lagebericht auf einer Website des börsennotierten Unternehmens veröffentlicht und frei zugänglich gemacht werden bis der darauffolgende Jahresabschluss veröffentlicht wird.

### **3. Geschäftsbericht der Direktoren (Vorstand)**

Kapitel 5 im 15. Teil des CA 2006 sieht einen Geschäftsbericht der Direktoren (directors' report) vor, den ein Direktor für jedes Geschäftsjahr erstellen muss (sec 415 ff).<sup>552</sup> Kleine

---

<sup>552</sup> Das Board of Directors ist im anglo-amerikanischen Raum das Leitungs- und Kontrollgremium eines Unternehmens. Es vereint in etwa die Funktionen von Vorstand und Aufsichtsrat einer deutschen (österreichischen) Aktiengesellschaft und stellt somit ein monistisches System der Unternehmensführung dar. Die Direktoren wer-

Gesellschaften sind unter gewissen Voraussetzungen davon ausgenommen (sec 415A). In diesem Bericht müssen die Namen der Direktoren, welche im abgelaufenen Geschäftsjahr tätig waren, und die Haupttätigkeiten der Gesellschaft angeführt werden (sec 416). Gem sec 417 muss der directors' report einen Geschäftsbericht (business review) enthalten, welcher der Jahreshauptversammlung veranschaulichen soll, wie die Direktoren gewirtschaftet haben.

#### **4. Geschäftsbericht der Abschlussprüfer**

In Kapitel 3 („Functions of auditor“) des 16. Teils („Audit“) des CA 2006 wird der Geschäftsbericht der Abschlussprüfer (auditors' report) normiert. Die sec 495 ff regeln den Inhalt des Berichtes und die Pflichten der Abschlussprüfer.

#### **5. Financial Statements**

Gem sec 426 ff CA 2006 dürfen Unternehmen anstatt der Kopien des Jahresabschlusses ein so genanntes summary financial statement abgeben. Inhalt und Form dieser Bekundung sind in sec 427 CA 2006 für nicht börsennotierte und in sec 428 für börsennotierte Unternehmen geregelt.

#### **6. Annual return**

Gem sec 854 f CA 2006 (24. Teil) müssen die Gesellschaften jedes Jahr innerhalb von 28 Tagen nach dem Bilanzstichtag einen so genannten „annual return“ (Jahresbericht) beim Registrar einreichen.

Die Vorschriften bzgl dessen Inhalts finden sich in den sec 855 ff. Im Allgemeinen müssen ua das Erstellungsdatum, die Adresse des Unternehmens, der Gesellschaftstyp und die Unternehmenstätigkeit angegeben werden. Sec 855A<sup>553</sup> normiert Angaben zu den Direktoren bzw Geschäftsführern. Gem sec 856 müssen Informationen bezüglich des Stammkapitals und gem sec 856A und sec 856B<sup>554</sup> hinsichtlich der Aktionäre offen gelegt werden. Sec 857 gesteht dem Secretary of State das Recht zu, jederzeit weitere Regelungen zu verlautbaren.

---

den meist in executive und non-executive Direktoren unterteilt. Die executive Direktoren, häufig als Chief Officers bezeichnet, übernehmen die operative Geschäftsführung des Unternehmens und entsprechen somit dem Vorstand einer deutschen (österreichischen) AG. Die non-executive Direktoren sind vor allem in einer Beratungs- und Kontrollfunktion tätig und üben dieses Amt nicht hauptberuflich aus, sie sind auch keine Angestellten des Unternehmens.

<sup>553</sup> Eingefügt am 01.10.2009.

<sup>554</sup> Sec 856A und 856B ebenfalls am 01.10.2009 eingefügt.

## 7. Disclosure Rules and Transparency Rules 4: Periodic Financial Reporting<sup>555</sup>

Die Financial Services Authority (FSA) hat in ihrem FSA Handbook die Disclosure Rules and Transparency Rules (DTR) veröffentlicht. In diesen DTR finden sich nunmehr die Normen über die Regelpublizität, die Beteiligungspublizität, Directors' Dealings und die Ad-hoc-Publizität.

In DTR 4 sind die Bestimmungen hinsichtlich „Periodic Financial Reporting“ normiert und fallen diese unter den Bereich der Regelpublizität. Hierbei wird festgelegt, dass ein jährlicher Finanzbericht (DTR 4.1.), ein halbjährlicher Finanzbericht (DTR 4.2) sowie interim management statements (Zwischenmitteilungen) (DTR 4.3) zu veröffentlichen sind:

### a) DTR 4.1. Jährlicher Finanzbericht

Der jährliche Finanzbericht muss spätestens vier Monate nach Abschluss des Geschäftsjahres veröffentlicht werden und mindestens fünf Jahre öffentlich zugänglich bleiben. Er hat den geprüften Jahresfinanzbericht (audited financial statements, DTR 4.1.6 f), einen Management-Bericht (DTR 4.1.8 ff) und sogenannte responsibility statements<sup>556</sup> (DTR 4.1.12) zu enthalten.

### b) DTR 4.2. Halbjährlicher Finanzbericht

Halbjährliche Finanzberichte müssen über die ersten sechs Monate des Geschäftsjahres und spätestens zwei Monate nach dem Ende dieser Periode veröffentlicht werden. Der Finanzbericht muss wiederum zumindest 5 Jahre hindurch öffentlich zugänglich bleiben. Er hat auch den Finanzbericht (financial statement), dementsprechend in abgekürzter Form, einen vorläufigen Management-Bericht und die Haftungserklärung (responsibility statement) zu enthalten.

### c) DTR 4.3. Zwischenmitteilungen/Quartalsberichte (Interim Management Statements)

Ein Emittent hat in den ersten 6 Monaten und in den zweiten 6 Monaten eines Geschäftsjahres jeweils einen Finanzbericht zu veröffentlichen. Der Bericht muss gem DTR 4.3.3 frühestens

---

<sup>555</sup> Abrufbar unter N.N., <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DTR/4> (20.12.2010).

<sup>556</sup> Darunter versteht man eine Art Haftungserklärung, in welcher die verantwortlichen Personen mit Angabe ihres Namens und ihrer Unterschrift erklären, dass die Finanzberichte und Managementberichte nach bestem Wissen und Gewissen erstellt wurden und die Daten des Unternehmens korrekt angezeigt werden; vgl DTR 4.1.12.

10 Wochen nach Beginn des Halbjahres und spätestens 6 Wochen vor dessen Ende veröffentlicht werden. In dem Bericht sind alle wesentlichen Ereignisse, die sich vom Zeitpunkt des letzten (Halb-)Jahresfinanzberichtes bis zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des „interim management statements“ zugetragen haben, erfassen (DTR 4.3.5). Ein Emittent, welcher quartalsweise Finanzberichte veröffentlicht, erfüllt dadurch ebenso dieses Erfordernis.

#### d) DTR 4.4. Ausnahmen / Befreiungen

Hier werden bestimmte Ausnahmen von der Veröffentlichungspflicht gem DTR 4 angeführt. Diesbezüglich gelten die vorgenannten Bestimmungen nicht für öffentliche Emittenten (public sector issuers, zB Staaten). Emittenten von festverzinslichen Wertpapieren (debt securities), bei denen der Nennwert pro Wertpapier über EUR 50.000,00 liegt, sind ebenso ausgenommen. Es gibt noch weitere Ausnahmen für bestimmte Emittenten, jedoch wird auf die diesbezüglichen Ausführungen in den DTR 4.4 verwiesen.<sup>557</sup>

### ***C. Beteiligungspublizität***

#### **1. Allgemeines**

Durch die Änderung im Companies Act 2006 wird die Beteiligungspublizität nunmehr von der Financial Services Authority geregelt und kontrolliert. Wie vorhin erwähnt, finden sich die Regeln über die Beteiligungspublizität nunmehr in den Disclosure Rules and Transparency Rules der FSA im Punkt DTR 5.

#### **2. DTR 5: Vote Holder and Issuer Notification Rules<sup>558</sup>**

Es werden ausgewählte Normen der Vote Holder and Issuer Notification Rules dargestellt. Bei Interesse an einer vollständigen Darstellung der Regeln wird auf die zitierten Quellenangaben verwiesen.

##### a) DTR 5.1.2. - Schwellenwerte

Gem DTR 5.1.2. muss ein Aktionär den Emittenten informieren, wie viel Prozent der Aktien er direkt oder indirekt besitzt. Die Schwellenwerte liegen bei 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10 % und je-

---

<sup>557</sup> Abrufbar unter N.N., <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DTR/4/4> (20.12.2010).

<sup>558</sup> Abrufbar unter N.N., <http://fsahandbook.info/FSA/handbook/DTR/5.pdf> (20.12.2010); vgl auch N.N., <http://www.fsa.gov.uk/pages/About/What/International/pdf/TD.pdf> (20.12.2010).

weils 1 % weiter bis 100 %. Bei einem so genannten „non-UK-Emittenten“<sup>559</sup> sind die Schwellenwerte bei 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 und 75 %.<sup>560</sup> Bei Erreichen, Über- bzw Unterschreiten dieser Schwellenwerte entsteht die Veröffentlichungspflicht. Bei UK-Emittenten sind die Schwellen viel umfangreicher, als in Österreich oder etwa Deutschland ausgestaltet. Die Schwellenwerte bei non-UK-Emittenten sind hingegen gleich mit jenen in Deutschland und weniger umfangreich als in Österreich.

b) DTR 5.1.3. – Ausnahmen

In DTR 5.1.3. werden Stimmrechte aufgezählt, die von dieser Regelung ausgenommen sind. Market Maker sind wiederum bis zur 10-%-Schwelle von der Veröffentlichungspflicht ausgenommen (DTR 5.1.3. subs 3). Dabei ist auch DTR 5.1.4. zu beachten, welcher zusätzliche Bestimmungen über Market Maker enthält. So müssen diese von ihrem Heimatland entsprechend der MiFID-Richtlinie<sup>561</sup> autorisiert worden sein, dürfen sich nicht in das Management des Emittenten einmischen und dürfen keinen Einfluss auf den Emittenten dahingehend nehmen, Aktien zu kaufen oder den Aktienpreis zurück zu bezahlen.

c) DTR 5.2.1. – Umsetzung von Art 10 Transparenzrichtlinie

DTR 5.2.1. setzt Art 10 der Transparenzrichtlinie um. Darin wird der Erwerb oder die Veräußerung bedeutender Anteile an Stimmrechten (Zurechnungsbestimmungen) normiert.

d) DTR 5.5.1. – Umsetzung von Art 14 Transparenzrichtlinie

Hier wird Art 14 der Transparenzrichtlinie umgesetzt. Ein Emittent, welcher eigene Aktien entweder selbst, oder über eine in eigenem Namen aber für Rechnung des Emittenten handelnde Person erwirbt oder veräußert, muss den Anteil an eigenen Aktien unverzüglich, spätestens jedoch vier Handelstage nach dem Erwerb bzw der Veräußerung veröffentlichen, wenn dieser Anteil die Schwelle von 5 % oder 10 % der Stimmrechte erreicht, über- oder unterschreitet. Der Anteil errechnet sich ausgehend von der Gesamtzahl der Aktien, die mit Stimmrechten versehen sind.“

e) DTR 5.6.1. – Veröffentlichung einer Stimmrechtsveränderung durch den Emittenten

Gem DTR 5.6.1. muss ein Emittent am Ende eines jeden Kalendermonats, in dem es zu einer Erhöhung oder Verringerung der Stimmrechte gekommen ist, dies der Öffentlichkeit anzei-

---

<sup>559</sup> Die Definition eines „non-UK-Emittenten“ findet sich in DTR 5.1.1. subs 2.

<sup>560</sup> Demnach entsprechend der Transparenzrichtlinie.

<sup>561</sup> RL 2004/39/EG.

gen, und zwar die Gesamtzahl der Stimmrechte und des Kapitals sowie die Gesamtzahl der Stimmrechte, die vom Emittenten selbst gehalten werden.

f) DTR 5.8.1. – Meldung an den Emittenten

Der Aktionär, welcher eine Schwellengrenze erreicht, über- oder unterschreitet, hat den Emittenten darüber zu informieren. In dieser und der folgenden Bestimmung wird normiert, wie eine Meldung an den Emittenten auszusehen hat und welchen Inhalt (DTR 5.8.2) diese haben soll. Gem DTR 5.8.3. soll diese Meldung unverzüglich, jedenfalls innerhalb von vier Handelstagen im Falle eines non-UK-Emittenten und innerhalb von zwei Handelstagen bei allen anderen erfolgen.

DTR 5.8.10. normiert, dass bei Aktien, die am regulierten Markt gehandelt werden, ein bestimmtes Formular verwendet werden muss, nämlich das so genannte TR1-Formular<sup>562</sup>, welches man auf der Internetseite der FSA abrufen kann.

Der Emittent hat in weiterer Folge eine eingegangene Publizitätsmeldung mit ihrem gesamten Inhalt der Öffentlichkeit Bekannt zu machen (DTR 5.8.12). Es wird dabei wiederum zwischen zwei Arten von Emittenten unterschieden. Für gewöhnlich muss ein Emittent spätestens bis zum Ende des darauf folgenden Handelstages die erhaltene Meldung öffentlich machen. Ein non-UK-Emittent und ein Emittent, dessen Aktien an einem vorgeschriebenen, aber nicht regulierten Markt gehandelt werden, haben bis zum Ende des dritten Handelstages ab Erhalt der Meldung Zeit, diese zu veröffentlichen.

g) DTR 5.11. – Emittenten außerhalb der EWR-Staaten

Hier werden Bestimmungen normiert, die sich auf Emittenten aus Staaten beziehen, die nicht zum EWR-Raum gehören und somit als Drittland bezeichnet werden. Es geht hierbei darum, dass im Sinne der Durchführungsrichtlinie zur Transparenzrichtlinie<sup>563</sup> ähnliche Bestimmungen geschaffen werden, die diese Länder auch dazu verpflichten, die Publizitätsvorschriften einzuhalten.

---

<sup>562</sup> Abrufbar unter N.N., [http://www.fsa.gov.uk/pubs/forms/lr\\_share\\_interests.doc](http://www.fsa.gov.uk/pubs/forms/lr_share_interests.doc) (20.12.2010).

<sup>563</sup> Richtlinie 2007/14/EG der Kommission vom 08.03.2007 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 („Durchführungs-RL zur Transparenz-RL“).

## ***D. Directors' Dealings***

### **1. Allgemeines**

Die entsprechenden britischen Regelungen über Directors' Dealings in den sections 324 – 329 des Companies Act 1985 gingen auf Empfehlungen aus dem Jahr 1945 zurück. In der Folge sind diese Vorschriften des CA 1985 im Rahmen der Umsetzung der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/06/EG<sup>564</sup> und deren Ausführungsrichtlinie 2004/72/EG<sup>565</sup> durch den Companies Act 2006 aufgehoben worden.

Die Normen über Directors' Dealings finden sich nunmehr ebenfalls in den Disclosure Rules and Transparency Rules (DTR), welche von der FSA in ihrem Handbook herausgegeben wurden, und zwar unter Punkt DTR 3.<sup>566</sup>

### **2. DTR 3: Transactions by persons discharging managerial responsibilities and their connected persons<sup>567</sup>**

#### a) DTR 3.1.2. - Veröffentlichungspflicht

Gem DTR 3.1.2 müssen Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, und mit diesen verbundene Personen, den Emittenten schriftlich über das Auftreten von Transaktionen in eigenen Aktien, Derivaten oder anderen Finanzinstrumenten, welche mit diesen Aktien verbunden sind, informieren und dies innerhalb von vier Werktagen<sup>568</sup> dem Emittenten bekannt geben.

Eine etwaige Betragsgrenze, bis zu der eine Meldepflicht ausbleiben darf, wie sie etwa in Österreich und Deutschland mit EUR 5.000,00 geregelt ist, gibt es in Großbritannien – soweit ersichtlich – nicht.

---

<sup>564</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 28.12.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, Abl 2003 L 96/16 vom 12.04.2003 („Marktmissbrauchs-RL“).

<sup>565</sup> RL 2004/72/EG der Kommission vom 29.04.2004 zur Durchführung der RL 2003/6/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, ABI 2004 L 162/70 („Durchführungs-RL III“).

<sup>566</sup> Flankiert wird dies durch einen Model Code, der sich im Anhang 1 zur Listing Rules (LR) 9 der FSA findet, und zu dessen Einhaltung die Unternehmen ihre Führungspersonen nach LR 9.2.8(R) verpflichten müssen; abrufbar unter N.N., <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/9/Annex1> (20.12.2010).

<sup>567</sup> Abrufbar unter N.N., <http://fsahandbook.info/FSA/handbook/DTR/3.pdf> (20.12.2010).

<sup>568</sup> In der alten Fassung in sec 324 subs CA 1985 war noch eine Frist von fünf Tagen vorgesehen.

#### b) DTR 3.1.3. – Inhalt der Veröffentlichungsmeldung

DTR 3.1.3. normiert in seinen Punkten 1 - 7, welchen Inhalt diese Meldung haben muss: Der Name der Person, die Führungsaufgaben tätigt, oder, soweit zutreffend, den Namen der Person, die mit einer solchen Person verbunden ist, der Grund für die Meldepflicht, der Name des entsprechenden Emittenten, eine Beschreibung des Finanzinstruments, die Art des Geschäfts (zB Erwerb oder Veräußerung), der Zeitpunkt und der Ort der Transaktion, der Preis und das Volumen der Transaktion müssen demnach angegeben werden.

#### c) DTR 3.1.4. – Meldung an das RIS

Gem DTR 3.1.4. muss ein Emittent, der gem DTR 3.1.2. eine Meldung erhalten hat, diese unverzüglich, längstens jedoch bis zum Ende des darauffolgenden Handelstages, dem Regulatory Information Service<sup>569</sup> (kurz „RIS“) melden. Gem DTR 3.1.5. muss die Meldung die gleichen Punkte – wie in DTR 3.1.3. normiert – und auch das Datum des Einlangens dieser Meldung beim Emittenten enthalten.

### ***E. Ad-hoc-Publizität***

#### **1. Allgemeines**

Ebenso wie in den vorangegangenen Ausführungen über die Beteiligungspublizität und Directors' Dealings finden sich die Regelungen über die Ad-hoc-Publizität in den durch die Financial Services Authority geschaffenen Disclosure Rules and Transparency Rules. Die relevanten Normen finden sich in DTR 2.

#### **2. DTR 2: Disclosure and control of inside information by issuers<sup>570</sup>**

##### a) DTR 2.2. Veröffentlichung von Insiderinformationen

DTR 2.2. regelt die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen. Gem DTR 2.2.1. hat ein Emittent das RIS unverzüglich von jeder Insiderinformation, die den Emittenten betrifft, zu informieren. Was unter einer Insiderinformation zu verstehen ist, normiert DTR 2.2.4. Die Definition ist aufgrund der Durchführungsrichtlinie zur Marktmissbrauchs-

---

<sup>569</sup> RIS bedeutet „regulatory information service“, welches von der FSA genehmigt werden muss. Es gibt mehrere solcher Dienste in den UK. Börsennotierte Unternehmen können sich einen davon aussuchen, um ihren Verpflichtungen bzgl der Publizitätsvorschriften nachzukommen. Diese regulatory information services bieten die Meldungen der Emittenten der breiten Öffentlichkeit an. Die FSA knüpft an die Gründung eines RIS gewisse Kriterien, die unter N.N., <http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/ris.pdf> (20.12.2010) abrufbar sind.

<sup>570</sup> Abrufbar unter N.N., <http://fsahandbook.info/FSA/handbook/DTR/2.pdf> (20.12.2010).

richtlinie ähnlich wie in Österreich und Deutschland ausgestaltet. Bei der Beurteilung der Frage, ob eine Information vorliegt, die eine wahrscheinliche Bedeutung für den Aktienpreis haben kann, wird auf einen vernünftigen Anleger abgestellt, der diese Information als Basis für seine Investitionsentscheidung wahrscheinlich heranziehen würde. Somit würde diese Information den Preis der Aktien beeinflussen.<sup>571</sup>

Abgesehen von der eingeschränkten Möglichkeit die Veröffentlichung von Insiderinformationen aufzuschieben, muss gem DTR 2.2.9. eine jede Insiderinformation unverzüglich veröffentlicht werden. Wenn etwas Unvorhergesehenes eintritt, kann eine Meldung aufgeschoben werden. Jedoch muss ein so genanntes „holding announcement“ erfolgen, um darauf hinzuweisen, dass eventuell eine Insiderinformation besteht. Regelungen diesbezüglich sind in DTR 2.2.9 subs 2 f normiert.

#### b) DTR 2.3. – Veröffentlichung auf der Website

Gem DTR 2.3. muss die Information auch auf der Internetseite des Emittenten bekannt gemacht werden und zugänglich sein. Dies hat bis zum Ende des darauffolgenden Geschäftstages ab dem Zeitpunkt der Meldung zu erfolgen. Die Meldung muss jedoch zumindest zeitgleich bei einem RIS eingelangt sein, bevor sie auf der Website veröffentlicht wird. Gem DTR 2.3.5. muss diese Information mindestens ein Jahr lang auf der Website zugänglich bleiben.

#### c) DTR 2.5. – Aufschieb der Veröffentlichungspflicht

Gem DTR 2.5.1. kann ein Emittent – ähnlich den Regelungen in Österreich und Deutschland – die Veröffentlichung einer Ad-hoc-Meldung aufschieben, wenn wichtige Gründe und legitime Interessen dafür sprechen. Dies ist zulässig, wenn die Öffentlichkeit nicht in die Irre geführt wird, der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann und wenn eine Person, welche die Insiderinformation erhält, dem Emittenten aufgrund eines Gesetzes oder Vertrages zur Vertraulichkeit verpflichtet ist.

Diese Regelung wurde mit der Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>572</sup> eingeführt und ist mit jener in Deutschland und Österreich vergleichbar.

---

<sup>571</sup> Vgl die Definitionen zur österreichischen und deutschen Ad-hoc-Publizität.

<sup>572</sup> Vgl 2003/6/EG.

In DTR 2.5.2.ff wird angeführt, was unter legitime Interessen zu verstehen ist und wann es nicht zu einer Irreführung der Öffentlichkeit kommt.

d) DTR 2.7. – Behandlung von Gerüchten

In diesem Abschnitt wird erläutert, wie ein Emittent mit Spekulationen bzw Gerüchten umzugehen hat und ob bzw wann diese eine Veröffentlichungspflicht auslösen (können).

Der Emittent muss selbst abschätzen, ob eine Spekulation (in den Medien) oder ein Gerücht, die Veröffentlichungspflicht gem DTR 2.2.1. berührt. An dieser Stelle wird jedoch nicht näher darauf eingegangen und bei Interesse hinsichtlich der genauen Regelungen auf die zitierte Website verwiesen.<sup>573</sup>

e) DTR 2.8. - Insiderliste

Gem DTR 2.8. muss ein Emittent eine so genannte Insiderliste erstellen, welche die Namen von im Unternehmen tätigen Personen enthalten soll, die Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Liste muss der FSA auf Anfrage unverzüglich ausgefolgt werden (DTR 2.8.2.). Den Inhalt dieser Insiderliste bestimmt DTR 2.8.3. Anzugeben ist demnach der Name der Person, die Zugriff auf eine Insiderinformation hat, der Grund, warum diese Person auf der Liste steht, und das Datum, an dem die Liste erstellt und geändert wurde. Die Insiderliste muss zumindest fünf Jahre ab dem Zeitpunkt der letzten Änderung vom Emittenten aufbewahrt werden (DTR 2.8.5.).

## **X. Folgen der Verletzung der Publizitätsvorschriften in Großbritannien**

### ***A. Einleitung***

In diesem Kapitel werden die Folgen einer Verletzung der Publizitätspflichten ähnlich wie in den Kapiteln zur österreichischen und deutschen Rechtslage behandelt.

Im Zuge der Neuregelung des Financial Services and Markets Act 2000 wurden aufsichtsbehördliche Geldstrafen (penalties) in Fällen des Marktmissbrauchs (market abuse) eingeführt. Diese sollen die Vorschriften gegen Insiderhandel im Criminal Justice Act 1993<sup>574</sup> und gegen die irreführenden Angaben oder Geschäftspraktiken in sec 397 FSMA 2000 ergänzen.

Die Normen bzgl Marktmissbrauch finden sich in sec 118 f FSMA 2000. Verstöße dagegen sind mit einer Geldstrafe gem sec 123 subs 1 FSMA 2000 zu sanktionieren. Gem sec 123 subs 3 FSMA 2000 gibt es als weitere Sanktion die Möglichkeit zur Veröffentlichung des

---

<sup>573</sup> Abrufbar unter N.N., <http://fsahandbook.info/FSA/handbook/DTR/2.pdf> (20.12.2010).

<sup>574</sup> Abrufbar unter N.N., <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1993/36/contents> (20.12.2010).

Fehlverhaltens, zur Beantragung einer gerichtlichen Untersagungs- oder Gewinnabschöpfungsverfügung sowie zur eigenverantwortlichen Anordnung einer Gewinnabschöpfung.<sup>575</sup>

## ***B. Verletzung der Vorschriften über die Regelpublizität***

### **1. Allgemeines**

Der Companies Act 2006 hat – wie vorhin schon beschrieben – zahlreiche Normen bzgl der Regelpublizität und sind daher auch einige Bestimmungen über Sanktionen bei deren Verletzung darin enthalten. In diesem Kapitel werden systematisch die subjektiv wichtigsten Bestimmungen hinsichtlich Verletzung der Regelpublizität herausgefiltert und dargestellt.

Einleitend ist zu erwähnen, dass es in Großbritannien in der Regel zwei verschiedene Verfahrensarten gibt, welche zu einer Bestrafung führen (können). Eine Art des Verfahrens endet mit einem Urteil nach einer Anklageerhebung (conviction on indictment); die andere Art des Verfahrens ist ein schnelleres, abgekürztes Verfahren ähnlich einer Ordnungsstrafe (summary conviction). Ein solches verkürztes Verfahren wird bei geringfügigen Straftaten bzw Ordnungswidrigkeiten durchgeführt, ohne Recht auf ein Gerichtsverfahren und/oder Anklageschrift.

Das Strafmaß bei Geldstrafen wird häufig mit Hilfe einer so genannten Standardskala (standard scale) berechnet, die verschiedene Stufen (levels) aufweist. Dies ist ein typisch britisches System, welches Strafen mit einem Maximum-Level nach oben hin begrenzt. Dies ist insofern vorteilhaft, da bei einer Erhöhung der Strafen lediglich die Beträge der Standardskala geändert und nicht sämtliche Gesetze, in denen diese vorkommt, novelliert werden müssen.

Schedule 1 des Interpretation Act 1978<sup>576</sup> definiert die „standard scale“ für jede Jurisdiktion im Vereinigten Königreich. Es wird jedoch auf die jeweiligen Gesetze in den einzelnen Jurisdiktionen verwiesen. Darin wird zudem das gesetzliche Maximum (statutory maximum), welches die Strafen nach oben hin begrenzt, angeführt, wobei wiederum auf diverse Gesetze verwiesen wird.

---

<sup>575</sup> MwN *Fleischer*, Der Financial Services and Markets Act 2000: Neues Börsen- und Kapitalmarktrecht für das Vereinigte Königreich, RIW 2001, 817 (822).

<sup>576</sup> Abrufbar unter N.N.,

<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1978/30/schedule/1/crossheading/definitions#1881784> (20.12.2010).

In England und Wales ist die Standardskala in sec 37 subs 2 Criminal Justice Act 1982<sup>577</sup>, geändert durch sec 17 subs 1 des Criminal Justice Act 1991<sup>578</sup>, normiert. Die Levels sind wie folgt festgesetzt:

Level 1 – GBP 200,00

Level 2 – GBP 500,00

Level 3 – GBP 1.000,00

Level 4 – GBP 2.500,00

Level 5 – GBP 5.000,00

Hinsichtlich der Sanktionen bei einer Verletzung der Disclosure Rules and Transparency Rules, insbesondere DTR 4 bzgl Periodic Financial Reporting, ist auf die Ausführungen im nächsten Punkt X.C zu verweisen.

## **2. Verletzung der Vorschriften bzgl des Jahresabschlusses**

Eine jede Gesellschaft muss gem sec 423 f CA 2006 eine Kopie des Jahresabschlusses und der Berichte an bestimmte Personen versenden. Bei public companies muss dies mindestens 21 Tage vor der Hauptversammlung erfolgen (sec 424 subs 3).

Sec 425 CA 2006 regelt die Folgen einer Verletzung dieser Bestimmung. Eine Person, die einen solchen Verstoß begangen hat, kann nach Anklage und Urteil zu einer Geldstrafe verurteilt werden. Bei einer summary conviction kann eine Geldstrafe festgesetzt werden, die jedoch das gesetzliche Höchstmaß (statutory maximum) nicht überschreiten darf.

## **3. Verletzung der Abgabepflichten**

Sec 451 f CA 2006 normiert Straftatbestände (offences), wenn die Vorschriften gem sec 441 ff CA 2006 nicht eingehalten werden. Sec 451 definiert Vergehen der Direktoren bei nicht rechtzeitiger Veröffentlichung der Berichte. Sec 451 subs 4 CA 2006 definiert die Höhe der Strafe bzw grenzt diese ein. Demnach kann aufgrund einer summary conviction eine Geldstrafe verhängt werden, die nicht das 5. Level der Standardskala übersteigt. Bei kontinuierlichen Verstößen darf eine tägliche Geldbuße verhängt werden, die ein Zehntel der level-5-Strafe/Tag jedoch nicht übersteigen darf.

---

<sup>577</sup> Abrufbar unter N.N., <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1982/48> (20.12.2010).

<sup>578</sup> Abrufbar unter N.N., <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1991/53/contents> (20.12.2010).

Gem sec 453 CA 2006 kann aufgrund der Verletzung der Vorschriften gem sec 441 ff CA 2006 darüber hinaus bzw zusätzlich ein Bußgeld (civil penalty) verhängt werden. Die Höhe der Strafe ist von der Dauer der Verletzung und von der Art der Gesellschaftsform der company abhängig (sec 453 subs 2 CA 2006).

#### **4. Verletzung beim Directors' Report**

Gem sec 415 subs 5 CA 2006 kann bei einer Verletzung der Pflicht zur Erstellung des Directors' Reports eine Geldstrafe festgesetzt werden. Dieselbe Strafdrohung findet sich noch in sec 419 subs 4 (approval and signing) und in sec 422 subs 3 CA 2006 (remuneration report).

Wenn man die Vorschriften bzgl des Inhalts verletzt, ist sogar eine Gefängnisstrafe bis zu zwei Jahren oder wiederum eine Geldstrafe möglich, falls es zu einer Verurteilung kommen sollte. Wenn ein Schnellverfahren (summary conviction) abgehalten wird, so ist in England und Wales eine Gefängnisstrafe von höchstens einem Jahr und in Schottland und Nordirland von höchstens sechs Monaten möglich und/oder eine Geldstrafe, die das gesetzliche Maximum nicht überschreiten darf.

#### **5. Verletzung beim Auditors' Report**

Wer wissentlich einem Abschlussprüfer eine Information, welche dieser benötigt und gem sec 499 CA 2006 auch anfordern kann, falsch oder in einer irreführenden Weise übermittelt, begeht ein Vergehen und kann – wie auch im vorigen Punkt beschrieben – zu einer Haftstrafe von bis zu zwei Jahren verurteilt werden. Zusätzlich oder alternativ kann eine Geldstrafe verhängt werden (sec 501 subs 1 und 2 CA 2006).

Wenn eine Gesellschaft oder ein Geschäftsführer sec 500 CA 2006 zuwider handelt, so können sie mit einer Geldstrafe bis zum 3. Level der Standardskala sanktioniert werden (sec 501 subs 4 f CA 2006).

#### **6. Verletzung der financial statements**

Wer die Normen bzgl der Erstellung von sogenannten financial statements (sec 426 ff CA 2006) nicht einhält, begeht eine strafbare Handlung. Gem sec 429 CA 2006 kann die Gesellschaft und jedes Vorstandsmitglied der Gesellschaft, das ein Verschulden trifft, belangt werden.

Angedroht wird eine Geldstrafe gem sec 429 subs 2 CA 2006. Die Geldstrafe darf jedoch nicht Level 3 der Standardskala überschreiten.

## **7. Verletzung bei Erstellung des annual return**

Sec 858 CA 2006 regelt die Strafe bei einem Verstoß gegen das Veröffentlichen bzw Übermitteln der Jahresberichte. Werden diese nicht innerhalb von 28 Tagen ab Ende des Geschäftsjahres veröffentlicht, begeht man ein Vergehen, welches wiederum mit einer Geldstrafe sanktioniert wird. Es kann die Gesellschaft bzw deren Direktoren oder Geschäftsführer belangt werden. Der Gesetzesverstoß dauert solange an, bis die erforderlichen Unterlagen beim Registrar eingelangt sind (sec 858 subs 3 CA 2006).

Bei der Höhe der Strafe ist zu differenzieren: Beim erstmaligen Vergehen wird eine Strafe bis zum 5. Level der Standardskala angedroht, beim wiederholten Vergehen beträgt die Strafe ein Zehntel des 5. Levels.

## **8. Sonstige Vergehen**

Ebenfalls zu beachten ist sec 463 CA 2006. Sec 463 normiert die Verantwortlichkeit von falschen oder unvollständigen Angaben in den Berichten. Dazu zählen der Directors' Report, der Directors' Remuneration Report und das Summary Financial Statement.

Sec 1112 CA 2006 normiert Strafen, wenn dem Registrar falsche Informationen übermittelt werden. Bei einer Verurteilung droht eine Haftstrafe von bis zu zwei Jahren oder eine Geldstrafe (oder auch beides).

Bei einer summary conviction liegt die Strafdrohung bei einem Jahr oder einer Geldstrafe, welche das festgelegte Maximum nicht überschreiten darf, oder wiederum bei beidem.

## ***C. Verletzung der anderen Publizitätsvorschriften***

### **1. Allgemeines über Penalties der FSA**

Dieses Kapitel soll als Einstieg dienen, um zu verstehen, wie das „Penalty-System“ der FSA aufgebaut ist. Anders als bei den Verwaltungsstrafen in Österreich und Deutschland sind mögliche Strafen in England nicht in derselben Bestimmung angeführt, hingegen gibt es von der FSA herausgegebene „Guides“, in welchen mögliche Strafen normiert sind.

Es gibt zwei relevante Quellen, in denen die Financial Services Authority bekannt gibt, welche Strafen erwartet werden können. Einerseits werden in der Decision Procedure and Penalties Manual<sup>579</sup> (kurz „DEPP“) und andererseits im Enforcement Guide<sup>580</sup> (kurz „EG“) Ausführungen bzgl möglicher Strafen gemacht.

Gem einiger Bestimmungen<sup>581</sup> im FSMA 2000 muss die FSA ein sogenanntes Statement of Policy herausgeben, in welchem festgehalten werden muss, wann eine Strafe auferlegt werden kann und wie hoch diese sein kann.<sup>582</sup>

Die FSA hat umfangreiche Möglichkeiten, eine Verletzung der Veröffentlichungspflichten verwaltungsrechtlich zu sanktionieren bzw straf- und zivilrechtlich dagegen vorzugehen.<sup>583</sup> Sie hat die Auswahl ua zwischen private warnings, public warnings, einstweiligen Verfügungen, Geldstrafen etc. Dazu kommt, dass es keine strikten Regeln gibt, die normieren, dass eine bestimmte Übertretung mit einer bestimmten Strafe zu ahnden ist. Vielmehr ist jeder Fall individuell zu betrachten und zu behandeln.

## **2. Enforcement Guide (kurz „EG“)<sup>584</sup>**

Alle Normangaben ohne Bezeichnung in diesem Unterkapitel beziehen sich auf den Enforcement Guide.

Das Kapitel 7 im Enforcement Guide widmet sich dem Thema „Financial penalties and public censures“. Im Punkt 7.2 werden jene Bereiche aufgezählt, in denen die FSA befugt ist, Geldstrafen zu verhängen und dies auch öffentlich Bekannt zu machen. Dabei wird ua aufgezählt, dass bei einem Verstoß gegen die Regeln des Part VI gem sec 91 FSMA 2000 ein Statement veröffentlicht und eine Geldstrafe verhängt werden darf.

Ebenfalls relevant ist Punkt 7.3., welcher besagt, dass aufgrund einer Nichteinhaltung der Publizitätsvorschriften die FSA den Handel des Finanzinstruments untersagen bzw die Genehmigung entziehen kann, und zwar ab dem Zeitpunkt, in dem die Verletzung Bekannt geworden ist. Dies stellt eine nicht unerhebliche Sanktionsmöglichkeit dar.

---

<sup>579</sup> Abrufbar unter N.N., <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DEPP> (20.12.2010).

<sup>580</sup> Abrufbar unter N.N., <http://fsahandbook.info/FSA/extra/5409.pdf> (20.12.2010).

<sup>581</sup> So zum Beispiel sec 93 subs 1 oder sec 124 subs 1 FSMA 2000.

<sup>582</sup> Vgl sec 93 subs 1 FSMA 2000.

<sup>583</sup> Vgl N.N., [http://www.fsa.gov.uk/pages/doing/regulated/law/pdf/enf\\_procedure.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pages/doing/regulated/law/pdf/enf_procedure.pdf) (20.12.2010).

<sup>584</sup> Abrufbar unter N.N., <http://fsahandbook.info/FSA/extra/5409.pdf> (20.12.2010).

Eine etwaige Geldstrafe muss innerhalb von 14 Tagen getilgt werden (7.6.). Diese kann aber auch in Raten gezahlt werden, aber nur unter besonderen Voraussetzungen. Im Grunde gesagt muss sich derjenige, der die Ratenzahlung beantragt, in größeren, finanziellen Schwierigkeiten befinden. Diesbezüglich kann sich eine Rückzahlung auch bis zu einem Jahr erstrecken.

In Kapitel 7.10 ff wird dargestellt, was unter einem private warning zu verstehen ist und wann ein private warning anzuwenden ist. Diesbezüglich wird von der FSA zunächst mitgeteilt, dass Bedenken gegen eine bestimmte Entwicklung oder ein bestimmtes Verhalten bestehen und dass eventuell eine Strafe ergehen wird, falls sich das Verhalten fortsetzt. Dies wird bei leichten Vergehen angewendet oder wenn schon entsprechende wiedergutmachende Gegenmaßnahmen angestrengt werden. Es gibt keinen Katalog, in dem beschrieben wird, wann ein private warning zu ergehen hat. Die FSA sieht sich den Fall in seinen Einzelheiten an und überlegt dann, welche Schritte in weiterer Folge zu setzen sind.

Der Enforcement Guide ist umfangreich ausgestaltet und umfasst 129 Seiten und wird daher bei tiefergehendem Interesse darauf verwiesen.

### **3. Decision Procedure and Penalties Manual (kurz “DEPP”)<sup>585</sup>**

Dies stellt die wichtigste Quelle der FSA in Hinblick auf die Einführung und die Höhe von Sanktionen dar.

Relevantes Kapitel hierfür ist DEPP 6<sup>586</sup>. Es handelt darüber, wie Entscheidungen, ob eine Maßnahme ergriffen wird, zu treffen sind, es regelt die Strafen für Marktmissbrauch, es wird geregelt, ob eine Geldstrafe, eine Geldbuße oder eine öffentliche Rüge zu verhängen ist und es wird die Höhe der Strafe bestimmt. Darüber hinaus wird normiert, welche finanziellen Sanktionen bei verspäteter oder unvollständiger Vorlage von Berichten entstehen können, und dass es eine Ermäßigung für eine vorzeitige Abwicklung gibt.

#### **a) Entscheidung, ob eine Maßnahme zu ergreifen ist (DEPP 6.2)**

Bevor die FSA eine Entscheidung über eine Maßnahme trifft, sieht sie sich die Umstände eines Falles genau an. Es gibt eine demonstrative Aufzählung von Faktoren, welche zu berück-

---

<sup>585</sup> Abrufbar unter N.N., <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DEPP> (20.12.2010).

<sup>586</sup> Abrufbar unter N.N., <http://fsahandbook.info/FSA/handbook/DEPP/6.pdf> (20.12.2010).

sichtigen sind (6.2.1.[1]), zB die Dauer einer Verletzung und die Höhe des Verlustes. Ein weiteres Kriterium ist das Verhalten der Person, nachdem sie eine Verletzung begangen hat (6.2.1.[2]). Unter anderem wird untersucht, wie schnell und effektiv die Person die Verletzung der Publizitätsvorschriften bei der FSA angezeigt hat, wie kooperativ sie war und welche wiedergutmachenden Schritte sie bereits gesetzt hat. Zur Entscheidung trägt auch bei, ob die Person in der Vergangenheit diszipliniäre Strafen erhalten hat.

Die Unterkapitel 6.2.10. – 6.2.13. handeln von Verstößen gegen Part VI FSMA, welche von Directors, ehemaligen Directors und von dem Management nahe stehenden Personen begangen wurden.

In den Unterkapiteln 6.2.16. wird normiert, dass ein Bruch der Listing Principles, welche in den Listing Rules (LR 7) geregelt werden, diszipliniäre Sanktionen der FSA gegenüber dem gelisteten Unternehmen zur Folge hat. Die Beweislast liegt hiezu bei der FSA (6.2.17).

#### b) Strafen für Marktmissbrauch (DEPP 6.3)

Gem 6.3.1. darf die FSA keine Strafe verhängen, wenn Gründe dafür sprechen, wonach die Person glaubwürdig macht, dass ihr Verhalten nicht als Marktmissbrauch zu werten ist oder die Person alle Vorkehrungen getroffen hat und die gebührende Sorgfalt ausgeübt hat, um Marktmissbrauch zu verhindern. In 6.3.2. werden noch zusätzliche Faktoren zur Entscheidungsfindung aufgezählt.

#### c) Geldstrafe oder öffentliche Rüge (DEPP 6.4)

Die FSA prüft wiederum den Einzelfall und entscheidet sodann, ob ein öffentlicher Tadel ausreichend ist oder ob eine Geldstrafe verhängt wird.

Die demonstrativ aufgezählten Kriterien in 6.4.2. sollen zur Entscheidungsfindung beitragen: Es wird untersucht, ob ein öffentlicher Tadel ausreichend abschreckend wirken kann. Hat die Person im Zuge der Verletzung der Vorschriften einen Gewinn gemacht oder einen Verlust vermieden, so kann dies ein Grund dafür sein, eine Geldstrafe zu verhängen. Es soll nicht zugelassen werden, dass Personen durch die Verletzung der Publizitätsvorschriften noch davon profitieren.

Ein weiteres Kriterium für die Verhängung einer Geldstrafe anstatt einer öffentlichen Rüge ist die Erheblichkeit der Verletzung. War die Verletzung bzw der Schaden beträchtlich, so wird man an einer Geldstrafe nicht vorbeikommen. Eine „Selbstanzeige“ an die FSA und volle Kooperation des Verletzenden könnte hingegen wiederum ein Grund sein, es bei einer öffentlichen Rüge zu belassen.

#### d) Berechnung der angemessenen Strafhöhe (DEPP 6.5)

Die Bemessung einer Strafe der FSA basiert auf folgenden Prinzipien (DEPP 6.5.2):

- Abschöpfung von Vermögensvorteilen (disgorgement): eine Firma oder eine einzelne Person, soll nicht von einer Verletzung der Vorschriften profitieren;
- Disziplin (discipline): eine Firma oder eine einzelne Person soll für ihr Fehlverhalten bestraft werden; und
- Abschreckung (deterrence): jede verhängte Strafe soll general- und spezialpräventive Wirkung ausüben.

Der zu bezahlende Strafbetrag setzt sich einerseits aus dem abgeschöpften Vermögensvorteil und andererseits aus einer Geldstrafe (abhängig von der Schwere des Verstoßes) zusammen.

Die FSA hat hierfür ein mehrstufiges System entwickelt (DEPP 6.5.3):

- Step 1: Abschöpfung des Vermögensvorteiles;
- Step 2: Festsetzen eines Strafbetrages abhängig von der Schwere des Verstoßes;
- Step 3: Anpassung dieses Betrages unter Berücksichtigung von erschwerenden oder mildernden Umständen;
- Step 4: eine Erhöhung des Betrages nach Step 2 und Step 3, dort wo es notwendig ist, um die general- und spezialpräventive Wirkung sicherzustellen; und
- Step 5: allenfalls die Gewährung eines Abschlages.

In den DEPP wird im Folgenden sehr umfangreich zu den einzelnen Schritten ausgeführt und dabei unterschieden zwischen Strafen bei Firmen (DEPP 6.5.A), Strafen bei Einzelpersonen in anderen als Marktmissbrauchs-Fällen (DEPP 6.5.B) und Strafen bei Einzelpersonen für Marktmissbrauch (DEPP 6.5.C).

Bemerkenswert ist, dass die Höhe des Strafbetrages bei Gesellschaften vom Umsatz, welchen die Gesellschaft mit einer bestimmten Produktlinie oder in einem bestimmten Geschäftsbe-

reich erwirtschaftet, abhängig gemacht wird. Die FSA bestimmt eine Geldstrafe, welche zwischen 0 % und 20 % des Umsatzes liegt. Diesbezüglich werden die Prozentsätze wiederum in 5 verschiedene Levels eingeteilt; je schwerwiegender der Verstoß, umso höher das Level. Die FSA ist der Meinung, dass eine zuverlässige Abschreckung nur durch eine solche Strafe gewährt wird. Eine solche Strafbemessung ist mE fair und sollte auch in Österreich und Deutschland überlegt werden.

Bei Einzelpersonen hängt die Strafhöhe vom Gesamteinkommen der Person, welches die Person für die Dauer des Verstoßes in jenem Unternehmen, in dem der Gesetzesverstoß erfolgt ist, erhalten hat. Wenn der Verstoß 2 Monate andauert hat, dient zB das Einkommen in diesem Unternehmen für eben diese 2 Monate als Bemessungsgrundlage. Die Strafhöhe wird wiederum in 5 Levels, von 0 % bis 40 % eingeteilt. In Fällen von Marktmissbrauch (DEPP 6.5.C) können die Strafen höher ausfallen.

Abschließend gibt es eine Regelung zu finanziellen Härtefällen (DEPP 6.5.D). Die FSA ist sich dessen bewusst, dass Strafen verschiedene Auswirkungen auf die betroffenen Personen haben können, und erwägt in solchen Härtefällen eine Reduzierung der geplanten Strafe.

e) Strafen bei verspäteten oder unvollständigen Berichtsvorlagen (DEPP 6.6)

Die Strafe hängt davon ab, wie lange die Veröffentlichung eines Berichts von seinem ursprünglichen Termin abweicht (vgl 6.6.1. ff).

f) Ermäßigung für vorzeitige Abwicklung (DEPP 6.7)

Die FSA bietet die Möglichkeit einer Reduzierung der Strafe an, wenn die verhängte Strafe vom Betroffenen akzeptiert wird. Je nachdem in welchem Verfahrensstadium man sich befindet, ist eine Reduzierung der Strafe möglich. Die FSA kann darüber hinaus noch weitere Bedingungen stellen, wie zB die Zahlung einer Entschädigung an die Verbraucher.

Vorteile darin sind die Einsparung von Verfahrenskosten für die betroffene Person und die FSA sowie die raschere Abwicklung des Verfahrens und der Schutz der Verbraucher (6.7.1.).

Die FSA verhandelt mit der betroffenen Person die Geldstrafe unter Berücksichtigung der Faktoren in den Kapiteln DEPP 6.5. – 6.5.D und DEPP 6.6. Es gibt vier verschiedene Stufen, von welchen die Reduzierung abhängt (6.7.3.). Die erste Stufe beinhaltet den Zeitraum vom

Beginn der ersten Untersuchung an bis zu dem Zeitpunkt, in dem die FSA ein ausreichendes Verständnis über die Art und Schwere der Verletzung hat und der Person mitgeteilt wird, dass eine Bewertung der betreffenden Person vorliegt und die Möglichkeit besteht, über die Strafhöhe eine Vereinbarung zu treffen.

Wenn die Angelegenheit vor Gericht kommt (Stufe 4), ist es für eine Reduzierung zu spät.

Die höchste Reduzierung bekommt man in der Stufe 1, nämlich 30 %. In der Stufe 2 sind es 20 % und in der Stufe 3 10 % Reduzierung. Keinen Nachlass gibt es – wie vorhin erwähnt – in der vierten Stufe.

## **XI. Gemeinsamkeiten und Unterschiede: Eine kurze, zusammenfassende Darstellung der Publizitätsvorschriften<sup>587</sup>**

### ***A. Einleitung***

In diesem Kapitel werden abschließend die Gemeinsamkeiten und vor allem die Unterschiede der einzelnen Publizitätsvorschriften aller in der Dissertation untersuchten Länder komprimiert dargestellt. Sinn und Zweck dieses Kapitels ist es, einen kurzen, aber informativen Überblick zu bieten und dem Leser die Möglichkeit zu bieten, nach dem Lesen der Dissertation oder aber auch als Einstieg in diese die relevanten Punkte durchzugehen.

### ***B. Regelpublizität***

#### **1. Publizitätsvorschriften in Österreich**

##### **a) Allgemeines**

Die österreichischen Vorschriften zur Regelpublizität finden sich vor allem im UGB und im BörseG. Die Regelpublizität lässt sich unterteilen in die Bereiche Jahresabschlüsse und Zwischenberichte. Die Pflicht zur Erstellung eines Jahresabschlusses ist in den §§ 193 ff UGB normiert. Darüber hinaus ist die IAS-VO zu beachten. In dessen Artikel 4 ist geregelt, dass kapitalmarktorientierte Muttergesellschaften ihre Abschlüsse gem den International Financial Reporting Standards (IFRS) zu erstellen haben. Die IFRS sollen dazu beitragen, dass die Ab-

---

<sup>587</sup> An dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, dass sämtliche nachfolgenden Ausführungen lediglich eine Zusammenfassung der vorhergehenden Kapitel darstellen. Es wird daher auf diese jeweiligen, tiefergehenden Kapitel und die dort angeführten Quellenangaben verwiesen.

schlüsse kapitalmarktorientierter Unternehmen besser vergleichbar sind und somit das Vertrauen in die Finanzmärkte gestärkt wird. Der Begriff der kapitalmarktorientierten Gesellschaft (große Kapitalgesellschaft) ist in § 221 Abs 3 UGB geregelt.

Die gesetzlichen Vertreter einer Kapitalgesellschaft haben in den ersten fünf Monaten des Geschäftsjahres für das vorangegangene Geschäftsjahr den um den Anhang erweiterten Jahresabschluss, einen Lagebericht sowie gegebenenfalls einen Corporate Governance-Bericht aufzustellen und den Mitgliedern des Aufsichtsrates vorzulegen (§ 222 Abs 1 UGB) und die Dokumente nach ihrer Behandlung in der Generalversammlung (Hauptversammlung), jedoch spätestens 9 Monate nach dem Bilanzstichtag, mit dem Bestätigungsvermerk beim zuständigen Firmenbuchgericht einzureichen. Große Aktiengesellschaften müssen ihren Jahresabschluss (in ungekürzter Form) nicht nur innerhalb von neun Monaten nach dem Bilanzstichtag beim Firmenbuch einreichen, sondern auch im Amtsblatt zur Wiener Zeitung veröffentlichen. Gem § 82 Abs 4 BörseG hat ein Emittent seines Jahresfinanzbericht spätestens 4 Monate nach Ablauf seines Geschäftsjahres zu veröffentlichen und diesen mindestens 5 Jahre lang öffentlich zugänglich zu machen.

Jene Aktiengesellschaften, deren Aktien im Amtlichen Handel notieren, müssen Zwischenberichte, nämlich Quartals- und Halbjahresfinanzberichte, bzw Zwischenmitteilungen erstellen. Die diesbezüglichen Regelungen finden sich in § 87 Abs 1 und Abs 6 BörseG. Für den Fall, dass ein Emittent von Aktien keine Quartalsberichte erstellt, hat er gem § 87 Abs 6 BörseG Zwischenmitteilungen des Vorstandes zu veröffentlichen. Diese sind spätestens 6 Wochen nach Ablauf des ersten und des dritten Quartals zu veröffentlichen. Halbjahresfinanzberichte sind spätestens zwei Monate nach Ablauf der ersten 6 Monate des Geschäftsjahres der Öffentlichkeit Bekannt zu machen. Der Bericht muss ebenso mindestens 5 Jahre lang öffentlich zugänglich bleiben.

Die Regelungen und Fristen sind – auch bedingt durch europarechtliche Vorgaben – mit jenen in Deutschland und Großbritannien vergleichbar. Unterschiede gibt es vor allem bei den Zwischenmitteilungen (Quartalsberichten). Gem deutscher Regelung sind Quartalsberichte spätestens 2 Monate nach Ablauf des Berichtszeitraumes zu veröffentlichen; im Gegensatz zu 6 Wochen nach österreichischer Regelung. Falls Quartalsberichte nicht veröffentlicht werden, sind in Deutschland und Großbritannien Zwischenmitteilungen frühestens 10 Wochen nach Beginn des Halbjahres und spätestens 6 Wochen vor dessen Ende einzureichen. Der Jahresab-

schluss muss in Österreich spätestens 9 Monate (im Gegensatz zu 12 Monaten in Deutschland) nach Ablauf des Geschäftsjahres elektronisch eingereicht werden.

Zu erwähnen ist weiters, dass im Regelwerk Prime Market der Wiener Börse vorgesehen ist, dass am Ende eines jeden Quartals eines Geschäftsjahres ein Zwischenbericht zu veröffentlichen ist.

In der Praxis ist § 86 Abs 1 BörseG zu beachten. Darin ist normiert, dass die vom Emittenten veröffentlichten Informationen (Jahresfinanzberichte, Zwischenmitteilungen etc) gleichzeitig mit einem Veröffentlichungsbeleg an die FMA, die OeKB und allenfalls an das Börseunternehmen zu übermitteln sind. Diese Bestimmung gilt nur für Emittenten, für die Österreich Herkunftsmitgliedstaat gem § 81a Abs 1 Z 7 BörseG ist. Dies bedeutet allerdings, dass eine österreichische Aktiengesellschaft, die ausschließlich in Deutschland börsennotiert ist und in Deutschland gesetzeskonform alle Veröffentlichungen vornimmt, darüber hinaus gem § 86 Abs 1 BörseG eine Kopie dieser Veröffentlichungen samt Veröffentlichungsbeleg an die FMA und die OeKB zum Zwecke der Speicherung (und Kontrolle) übermitteln muss.

Damit soll sichergestellt werden, dass die FMA als Behörde im Herkunftsmitgliedstaat Kenntnis von veröffentlichungspflichtigen Informationen von Emittenten mit Sitz in Österreich – unabhängig von der Börsennotierung – erlangt. Da die Informationen gem § 86 Abs 1 BörseG „gleichzeitig mit einem Veröffentlichungsbeleg“ zu übermitteln sind, erhält die FMA gleichzeitig die Information, ob die Emittenten ihren Veröffentlichungspflichten im Aufnahmemitgliedstaat gem § 81a Abs 1 Z 8 BörseG nachgekommen sind. So wird eine Kontrolle auch im Herkunftsmitgliedstaat ermöglicht.

## b) Sanktionen

Es ist zu unterscheiden zwischen unternehmens-, verwaltungs-, zivil- und strafrechtlichen Sanktionen. In den §§ 282 und 283 UGB werden Prüfungspflichten des Firmenbuchgerichtes sowie Zwangsstrafen geregelt. Das Firmenbuchgericht prüft, ob die offenzulegenden Unterlagen vollzählig zum Firmenbuch eingereicht wurden und ob, soweit Veröffentlichungen vorgeschrieben sind, diese veranlasst worden sind. Mit Hilfe von Zwangsstrafen wird die Verletzung von diversen Offenlegungspflichten sanktioniert. Die Höhe der Zwangsstrafe beträgt bis zu EUR 3.600,00 und kann wiederholt verhängt werden. Bei einer mittelgroßen Kapitalgesellschaft iSd § 221 Abs 2 UGB beträgt die Zwangsstrafe höchstens EUR 10.800,00 und bei einer

großen Kapitalgesellschaft iSd § 221 Abs 3 UGB beträgt sie EUR 21.600,00. In § 24 FBG ist ebenfalls eine Zwangsstrafe in Höhe von EUR 3.600,00 vorgesehen.

Gem § 48 Abs 1 Z 6 BörseG begeht eine Verwaltungsübertretung und ist mit bis zu EUR 30.000,00 zu bestrafen, wer als Emittent seine Verpflichtung zur Veröffentlichung, Übermittlung oder Mitteilung gem den §§ 75a und 82 bis 89 BörseG nicht oder nicht rechtzeitig erfüllt oder seine Verpflichtungen gem § 82 Abs 5 BörseG verletzt. Hierunter fallen die Veröffentlichung des Jahresfinanzberichtes (§ 82 Abs 4 BörseG) sowie die Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen (§ 87 Abs 6 BörseG) und des Halbjahresfinanzberichtes (§ 87 Abs 1 BörseG). Zu beachten ist wiederum die Pflicht zur Übermittlung einer Kopie der veröffentlichten Information an die FMA, die OeKB und gegebenenfalls an das Börseunternehmen gem § 86 Abs 1 BörseG. Bei Verletzung dieser Norm drohen ebenso Strafen von bis zu EUR 30.000,00 pro Verstoß.

Vorstandsmitglieder, die ihre Obliegenheit verletzen, sind der Gesellschaft gem § 84 Abs 2 AktG zum Ersatz des daraus entstandenen Schadens verpflichtet.

Neben zivilrechtlichen sind auch strafrechtliche Sanktionen möglich. Diesbezüglich ist gem § 255 Abs 1 Z 1 AktG und § 122 GmbHG mit einer Freiheitsstrafe von bis zu einem Jahr oder mit Geldstrafen bis zu 360 Tagessätzen zu rechnen, wenn in Berichten, Darstellungen und Übersichten die Verhältnisse der Gesellschaft unrichtig wiedergegeben, verschleiert oder verschwiegen werden.

## **2. Publizitätsvorschriften in Deutschland**

### **a) Allgemeines**

Eingangs sei erwähnt, dass die deutschen Vorschriften jenen aus Österreich sehr ähnlich sind. Zur Regelpublizität zählen wiederum die Erstellung des Jahresabschlusses, des Jahresfinanzberichtes und von Zwischenberichten, wobei dem Jahresabschluss naturgemäß die größte Bedeutung zukommt.

Der Jahresabschluss ist gem § 264 Abs 1 dHGB bei Kapitalgesellschaften um den Anhang und den Lagebericht zu ergänzen. Er ist in den ersten drei Monaten (im Gegensatz zu 5 Monaten in Österreich) des Geschäftsjahres für das vergangene Geschäftsjahr aufzustellen und hat unter Beachtung der Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung ein den tatsächlichen Ver-

hältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Emittenten zu vermitteln. Innerhalb der Konzernrechnungslegung gibt es gewisse Erleichterungen. Ein Unternehmen kann seinen Jahresabschluss auch nach den IFRS-Regeln erstellen. Die gesetzlichen Vertreter von Kapitalgesellschaften haben gem § 325 dHGB den Jahresabschluss unverzüglich nach seiner Vorlage an die Gesellschafter, jedoch spätestens vor Ablauf des zwölften Monats (im Gegensatz zu 9 Monaten in Österreich) des dem Abschlussstichtag nachfolgenden Geschäftsjahres beim Betreiber des elektronischen Bundesanzeigers elektronisch einzureichen.

Gem § 37v WpHG iVm § 65 Abs 1 der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse (kurz „FWBO“) muss der Emittent für den Schluss eines jeden Geschäftsjahres einen Jahresfinanzbericht in deutscher und englischer Sprache erstellen. Der Emittent hat den Jahresfinanzbericht spätestens 4 Monate nach Ablauf eines jeden Geschäftsjahres der Öffentlichkeit zur Verfügung zu stellen. In § 37w WpHG iVm § 66 der FWBO ist geregelt, dass für die ersten sechs Monate eines jeden Geschäftsjahres ein Halbjahresfinanzbericht zu erstellen ist. Der Bericht ist in deutscher und englischer Sprache und innerhalb von zwei Monaten nach dem Ende des Berichtszeitraumes zu veröffentlichen. Quartalsfinanzberichte sind zum Stichtag des ersten und des dritten Quartals eines Geschäftsjahres zu erstellen. Hier muss der Bericht ebenfalls innerhalb von zwei Monaten nach Ende des jeweiligen Quartals der Geschäftsführung übermittelt werden. Für den Fall, dass keine Quartalsberichte veröffentlicht werden, hat ein Emittent gem § 37x WpHG in einem Zeitraum zwischen 10 Wochen nach Beginn und 6 Wochen vor Ende der ersten und zweiten Hälfte des Geschäftsjahres jeweils eine Zwischenmitteilung zu veröffentlichen.

#### b) Sanktionen

Im Bereich der Regelpublizität werden im sechsten Unterabschnitt im dHGB Straf- und Bußgeldvorschriften in den §§ 331 – 335 dHGB normiert. § 331 dHGB sanktioniert die unrichtige Darstellung im Jahresabschluss mit einer Freiheitsstrafe von bis zu drei Jahren oder mit einer Geldstrafe. In dieser Norm wird von der Literatur auch ein Schutzgesetz iSd § 823 Abs 2 dBGB gesehen. Darüber hinaus sind gem § 334 Bußgelder bis zu EUR 50.000,00 und gem § 335 dHGB Zwangsordnungsgelder bis zu EUR 25.000,00 möglich.

Darüber hinaus kommen bei einer vorsätzlichen oder leichtfertigen Verletzung der Regelpublizität Sanktionen in Form einer Ordnungswidrigkeit gem § 39 Abs 2 Z 2 lit n – p, Z 5 lit g – i, Z 6 sowie Z 24 und 25 WpHG in Betracht. Die Strafdrohung liegt gem § 39 Abs 4 WpHG bei EUR 200.000,00.

### **3. Publizitätsvorschriften in Großbritannien**

#### a) Allgemeines

Die britischen Publizitätsregeln sind sehr weitreichend und detailliert geregelt und umfassen eine Vielzahl von Vorschriften. Im Zuge der Dissertation werden die subjektiv wichtigsten Normen dargestellt. Der Companies Act 2006 beinhaltet in seinem 15. Teil ein großes Kapitel über „Accounts and Reports“. In dessen Kapitel 3 sind Bestimmungen über den Bilanzstichtag und das Geschäftsjahr enthalten (sec 390 ff). Das „True-and-Fair-View-Prinzip“ wird in Kapitel 4 (sec 393) normiert. Die Bücher müssen ein wahres und angemessenes Bild von den Verhältnissen der Gesellschaft geben und ihre Geschäfte erklären. Gem sec 442 des Companies Act 2006 haben public companies sechs Monate nach dem Bilanzstichtag Zeit, ihren Jahresabschluss beim Registrar einzureichen. Private companies müssen dies innerhalb von 9 Monaten tun. Die Direktoren müssen beim Registrar für jedes Geschäftsjahr einen Jahresabschluss, einen Bericht über die Entlohnung der Direktoren (remuneration report) und den Geschäftsbericht der Direktoren (directors report) einreichen. Der Jahresabschluss samt Lagebericht muss zudem auf einer Website des börsennotierten Unternehmens veröffentlicht und frei zugänglich gemacht werden bis der darauffolgende Jahresabschluss veröffentlicht wird (sec 430).

Gem sec 854 f CA 2006 muss eine Gesellschaft jedes Jahr innerhalb von 28 Tagen nach dem Bilanzstichtag einen sogenannten „annual return“ (Jahresbericht) beim Registrar einreichen. Die Vorschriften bezüglich dessen Inhalts finden sich in den sec 855 ff CA 2006.

Die Financial Services Authority (kurz „FSA“) hat in ihrem FSA Handbook die Disclosure Rules and Transparency Rules (kurz „DTR“) veröffentlicht. Darin finden sich nunmehr die Normen zu den jeweiligen Publizitätsarten.

Unter DTR 4 sind die Bestimmungen hinsichtlich der Regelpublizität (Periodic Financial Reporting) normiert. Gem DTR 4.1 ist ein jährlicher Finanzbericht spätestens 4 Monate nach Abschluss des Geschäftsjahres zu veröffentlichen und muss dieser mindestens 5 Jahre öffent-

lich zugänglich bleiben. Dieser Bericht hat den geprüften Jahresfinanzbericht, einen Managementbericht und sogenannte responsibility statements zu enthalten. Halbjährliche Finanzberichte müssen gem DTR 4.2 spätestens zwei Monate nach dem Ende der ersten 6 Monate des Geschäftsjahres veröffentlicht werden und ebenfalls 5 Jahre öffentlich zugänglich bleiben. Eine Regelung über Zwischenmitteilungen (interim management statements) ist in DTR 4.3 enthalten. Diesbezüglich sind gem DTR 4.3.2. in den ersten 6 Monaten eines Geschäftsjahres und in den zweiten 6 Monaten eines Geschäftsjahres sogenannte interim management statements zu veröffentlichen. Diese sind frühestens 10 Wochen nach dem Beginn der Periode und spätestens 6 Wochen vor deren Ablauf zu erstellen. Ein Emittent, welcher vierteljährlich Finanzberichte veröffentlicht, erfüllt ebenso dieses Erfordernis. Ausnahmen bzw Befreiungen werden in DTR 4.4. geregelt.

#### b) Sanktionen

Der Companies Act 2006 hat zahlreiche Normen, die zur Regelpublizität zu zählen sind, und daher auch einige Bestimmungen über Sanktionen bei deren Verletzung. Das britische System sieht in der Regel zwei verschiedene Verfahren vor, welche zu einer Bestrafung führen (können). Eine Art des Verfahrens endet mit einem Urteil nach einer Anklageerhebung (conviction on indictment); die andere Art des Verfahrens ist ein schnelleres, abgekürztes Verfahren ähnlich einer Ordnungsstrafe (summary conviction). Ein solches verkürztes Verfahren wird bei geringfügigen Straftaten bzw Ordnungswidrigkeiten durchgeführt, ohne Recht auf ein Gerichtsverfahren und/oder eine Anklageschrift.

Das Strafmaß bei Geldstrafen wird häufig mit Hilfe einer so genannten Standardskala (standard scale) berechnet, die verschiedene Stufen (levels) aufweist. Dies ist ein typisch britisches System, welches Strafen mit einem Maximum-Level nach oben hin begrenzt. Es ist insofern vorteilhaft, da bei einer Erhöhung der Strafen lediglich die Beträge der Standardskala geändert werden und nicht sämtliche Gesetze, in denen diese vorkommt, novelliert werden müssen. In England und Wales beginnt die Standardskala mit GBP 200,00 (Level 1) und endet mit GBP 5.000,00 (Level 5).

Hinsichtlich der Sanktionen bei Verletzung der Disclosure Rules and Transparency Rules (DTR 4) wird auf die Ausführungen zur Beteiligungspublizität in Punkt XI.C.3.b. verwiesen.

Es ist jedoch nicht nur eine Geldstrafe, sondern teilweise auch eine Gefängnisstrafe angedroht. Da die Regelungen sehr differenziert sind, wird an dieser Stelle auf die Ausführungen im Kapitel X.B. verwiesen.

## ***C. Beteiligungspublizität***

### **1. Publizitätsvorschriften in Österreich**

#### a) Allgemeines

Die Beteiligungspublizität dient dazu, aktuelle bzw potentielle Investoren über die Beteiligungsverhältnisse einer börsennotierten Aktiengesellschaft und über deren Änderungen zu informieren. Die Beteiligungsverhältnisse sollen den Marktteilnehmern transparent sein. Die Beteiligungspublizität dient daher unter anderem dem Funktionsschutz des Marktes und dem Anlegerschutz.

Im Jahr 2008 langten 177 Meldungen über Änderungen bedeutender Beteiligungen bei der FMA ein. Von der Meldepflicht sind auch der Erwerb und die Veräußerung von Optionen auf Aktien erfasst.

Der territoriale Anwendungsbereich hängt einerseits vom Sitz des Emittenten und andererseits vom Markt bzw der Börse ab, an dem die Aktien notieren. Ihre Beteiligungen offen zu legen haben der Erwerber und der Veräußerer von Aktien, wenn eine offenlegungspflichtige Schwelle erreicht bzw über- oder unterschritten wird. Hiezu besteht eine doppelte Meldepflicht. Es müssen der Veräußerer und der Erwerber ihre Beteiligungen gegenüber der FMA und der emittierenden Gesellschaft anzeigen. Offenlegungspflichtig sind natürliche und juristische Personen. Die Meldung kann auch nur vom Erwerber oder nur vom Veräußerer getätigt werden, jedoch müssen beide Personen auf der Meldung aufscheinen. Die Gesellschaft ist in der Folge auch selbst zur Information der Öffentlichkeit verpflichtet.

Gem § 91 Abs 1 BörseG ist ein Erreichen, Über- oder Unterschreiten des Anteils an den Stimmrechten von 5, 10, 15, 20, 25, 30, 35, 40, 45, 50, 75 und 90 % anzuzeigen. Market Maker sind von der ersten Schwelle ausgenommen. Die Schwellenwerte sind gem § 91 Abs 1a BörseG ausgehend von der Gesamtzahl aller mit Stimmrechten versehenen Aktien zu berechnen, auch wenn die Ausübung dieser Stimmrechte ausgesetzt ist.

Sämtliche entgeltlichen oder unentgeltlichen Erwerbs- und Veräußerungsvorgänge werden erfasst. Zu beachten ist allenfalls, dass bei einem Syndikatsvertrag, in welchem vereinbart wird, dass immer gemeinsam abgestimmt wird, die Anteile zusammenzurechnen sind. Aber auch Call-Optionen und Termingeschäfte sind zu melden, wenn sie die Schwellenwerte überschreiten. § 92 BörseG verhindert die Umgehung von Melde- und Offenlegungspflichten durch Zurechnung der Stimmrechte von dritten Personen in bestimmten im Gesetz aufgezählten Fällen. Dadurch soll verhindert werden, dass Aktionäre ihre Anteile auf verschiedene, ihnen nahe stehende Personen übertragen, auf welche sie naturgemäß maßgeblich Einfluss nehmen können.

Der Erwerber und der Veräußerer haben unverzüglich, spätestens jedoch nach zwei Handelstagen, die FMA und das Börseunternehmen (Wiener Börse AG) sowie den Emittenten über den Anteil an Stimmrechten zu unterrichten, den sie nach diesem Erwerb oder der Veräußerung halten. Eine Befreiung von der Offenlegungspflicht besteht nicht. Gem § 91 Abs 2 BörseG sind in gewissen Fällen Erwerbs- bzw Veräußerungsvorgänge (zB Market Maker) ausgenommen. Auch Emittenten, die ihren Sitz in einem anderen Staat haben, aber an der Wiener Börse notieren, sind von der Offenlegungspflicht erfasst. Sobald ein Emittent die Mitteilung gem §§ 92 a iVm 91 BörseG erhält, spätestens jedoch zwei Handelstage nach deren Erhalt, hat er gem § 93 Abs 2 BörseG alle darin enthaltenen Informationen zu veröffentlichen.

Schließlich ist noch zu erwähnen, dass ein Emittent gem § 93 Abs 1 BörseG für die Zwecke der Berechnung der Schwellenwerte die Gesamtzahl der Stimmrechte und des Kapitals am Ende eines jeden Kalendermonats, an dem es zu einer Zu- oder Abnahme von Stimmrechten oder Kapital gekommen ist, zu veröffentlichen hat. Gem § 86 Abs 1 iVm § 81a Abs 1 Z 9 iVm § 82 Abs 8 BörseG hat ein Emittent, der im Ausland börsennotiert ist, sämtliche Informationen, die gem § 93 Abs 1 bis 6 BörseG veröffentlicht wurden, gleichzeitig mit einem Veröffentlichungsbeleg an die FMA, die OeKB und allenfalls an das Börseunternehmen zu übermitteln. Diese Bestimmung gilt nur für Emittenten, für die Österreich Herkunftsmitgliedstaat gem § 81a Abs 1 Z 7 BörseG ist.

#### b) Sanktionen

Wer seine Meldepflicht gem § 91 BörseG verletzt, begeht unter anderem eine Verwaltungsübertretung und wird gem § 48 Abs 1 Z 5 BörseG mit einer Geldstrafe von bis zu EUR 30.000,00 pro Verstoß bestraft, sofern die Tat nicht den Tatbestand einer in die Zustän-

digkeit der Gerichte fallenden strafbaren Handlung bildet. Die Verletzung einer Meldepflicht kann durch Unterlassen einer Meldung oder durch Veröffentlichung einer Falschmeldung oder verspäteten Meldung erfolgen.

Gem § 48 Abs 1 Z 6 BörseG begeht eine Verwaltungsübertretung und ist ebenso mit EUR 30.000,00 zu bestrafen, wer als Emittent seine Verpflichtung zur Veröffentlichung, Übermittlung oder Mitteilung gem den §§ 75a und 82 bis 89 BörseG nicht oder nicht rechtzeitig erfüllt oder seine Verpflichtungen gem § 82 Abs 5 BörseG verletzt. Hierunter fällt zB die Veröffentlichung von Mitteilungen gem § 93 iVm § 82 Abs 8 BörseG. Zu beachten ist zudem § 86 Abs 1 BörseG. Bei Verletzung dieser Normen drohen ebenso Strafen von bis zu EUR 30.000,00 pro Verstoß.

Gem § 64 Abs 5 bzw § 66 Abs 8 BörseG ist die Börsenzulassung zu widerrufen, wenn ein Unternehmen seiner Pflicht gem den §§ 91 ff BörseG nicht nachkommt. Darüber hinaus gestattet § 124 AktG nun ausdrücklich, in der Satzung eine Bestimmung vorzusehen, die das gänzliche oder teilweise Ruhen der Stimmrechte eines Aktionärs anordnet, wenn dieser die Regelungen hinsichtlich der Beteiligungspublizität verletzt. Diese Norm ist jener in Deutschland (§ 28 WpHG) ähnlich, jedoch nicht so weitreichend.

Zivilrechtlich kommen mehrere Anspruchsgrundlagen in Betracht. Hiezu erwähnenswert ist eine deliktische Haftung gem § 1300 Satz 2 ABGB, § 874 ABGB und § 1295 Abs 2 ABGB, die Haftung aufgrund einer Schutzgesetzverletzung gem § 1311 ABGB und schließlich eine Haftung aufgrund der Verletzung eines Sonderverhältnisses. Zu ersetzen ist jeweils der Vertrauensschaden. Das ist jener Schaden, den der Anleger im Vertrauen auf die vollständige und richtige Information erlitten hat. Die Frage der Kausalität ist ganz wesentlich. Es genügt jedoch der Prima-Facie-Beweis.

Denkbar ist auch ein Verstoß gegen das Verbot des Marktmissbrauchs gem § 48a BörseG. Ebenso zu prüfen ist eine Treuepflichtverletzung gegenüber den anderen Gesellschaftern. Auch daraus kann sich eine Schadenersatzpflicht ergeben. Organmitglieder eines Emittenten haften in der Regel nicht, da es keine gesetzliche Grundlage dafür gibt. Allenfalls in Betracht zu ziehen ist eine mögliche Direkthaftung gegenüber den Anlegern aufgrund von § 1300 Satz 2 ABGB. Dies jedoch nur bei wissentlicher, falscher Auskunftserteilung oder wenn die Auskunft gegen Belohnung erfolgt.

Strafrechtlich relevant ist § 255 Abs 1 Z 1 AktG. Dieser ist als Haftungsgrundlage bei einem allfälligen Verstoß heranzuziehen und setzt vorsätzliches Handeln (bedingter Vorsatz ausreichend) voraus.

## **2. Publizitätsvorschriften in Deutschland**

### a) Allgemeines

Die Normen über die Beteiligungspublizität in Deutschland finden sich in den §§ 21 – 30 WpHG. Die Regelungen zur Ad-hoc-Publizität sind nebeneinander anwendbar, da sie unterschiedliche Tatbestandsvoraussetzungen und Rechtsfolgen haben und sich zudem in ihrem normativen Zweck unterscheiden. Gem § 21 Abs 1 Satz 1 WpHG ist jede natürliche und juristische Person Adressat dieser Regelung. Die Normen wurden innerhalb der EU angepasst und sind daher den österreichischen sehr ähnlich.

Die Dauer der Beteiligung ist für die Meldepflicht irrelevant. In Deutschland liegt die erste Schwelle bereits bei 3 % der Stimmrechte. Demnach wird man meldepflichtig, wenn man 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 und 75 % der Stimmrechte überschreitet. Eine 35, 40, 45 und 90 %-Schwelle wie in Österreich fehlt jedoch. Die Schwellenwerte beziehen sich nur auf den Stimmrechtsanteil, nicht auf den Kapitalanteil.

Bei einer mehrfachen Stimmrechtsüberschreitung bzw –unterschreitung an einem Tag ist eine einzige Mitteilung am Ende des Tages ausreichend. Der Meldepflichtige muss den Emittenten und die BaFin gesondert informieren. Der Inlandsemittent hat diese Informationen unverzüglich, jedoch spätestens drei Handelstage nach Zugang der Mitteilung, zu veröffentlichen (§ 26 WpHG). Ein Inlandsemittent hat weiters nach § 26a WpHG (ähnlich § 93 Abs 1 BörseG) die Gesamtzahl der Stimmrechte bei Veränderungen am Ende eines jeden Kalendermonats für die Berechnung der Schwellenwerte zu veröffentlichen.

Der Meldepflichtige hat seine Mitteilung unverzüglich nach dem Über- oder Unterschreiten bzw Erreichen des Schwellenwertes bekannt zu geben. Eine solche Bekanntgabe muss jedoch innerhalb von vier Handelstagen erfolgen. Der Tag, an dem der Zeitpunkt der Kenntnis oder des Kennenmüssens dieser Tatsache fällt, wird in die Berechnung der Frist nicht miteingerechnet. Bei bestehenden Zweifeln besteht die Möglichkeit, die Auskunft eines Anwalts oder Wirtschaftsprüfers einzuholen. Die Mitteilung muss innerhalb der Frist zugegangen sein. Es genügt, wenn ein Mitglied eines geschäftsführenden Organs diesbezüglich Kenntnis erlangt.

§ 22 WpHG sieht wiederum eine Zurechnung von Stimmrechten, ähnlich dem § 92 BörseG, vor. Diesbezüglich soll wiederum eine Umgehung der Mitteilungspflichten verhindert werden. § 23 WpHG normiert eine Nichtberücksichtigung von Stimmrechten unter gewissen Voraussetzungen. Zu erwähnen ist auch, dass – wie in Österreich – Market Maker bis zur 10 %-Schwelle von der Veröffentlichungspflicht befreit sind.

#### b) Sanktionen

Gem § 28 WpHG kommt es zu einem vorübergehenden Verlust aller Rechte aus der Aktie für die Zeit, in welcher die Meldepflicht nicht erfüllt wird. Die Regelung ist daher weiter gefasst als in Österreich. Auch Stimmrechte, welche gem § 22 WpHG zugerechnet wurden, sind davon erfasst. Diese Norm ist jedoch nur auf vorsätzliches Handeln beschränkt. Der Rechtsverlust endet bei vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Verletzung der Mitteilungspflichten erst 6 Monate nach (nachgeholter) Veröffentlichung der erforderlichen Mitteilung. Dies ist eine wirksame Sanktion, da das Löschen aller Rechte aus einer Aktie den Aktionär wohl am meisten trifft, da er keine strategische Funktion mehr damit ausüben kann.

Darüber hinaus ist ein Bußgeld gem § 39 Abs 4 WpHG von bis zu EUR 200.000,00 bei einem allfälligen Verstoß möglich. Die Geldbuße kann jedoch über das angedrohte Höchstmaß hinaus erhöht werden (§ 17 Abs 4 Satz 2 OWiG).

Zivilrechtlich wäre ein Schadenersatzanspruch aufgrund einer Schutzgesetzverletzung gem § 823 Abs 2 dBGB iVm § 21 WpHG abzuleiten. Es ist auch zu beachten, dass Beschlüsse der Hauptversammlung, an denen ein Aktionär mitgewirkt hat, dessen Stimmrechte nicht bestehen, anfechtbar sind. Eine Verletzung der Offenlegungspflichten kann auch eine Treuepflichtverletzung darstellen und würde in einem solchen Fall einen Schadenersatzanspruch begründen.

### **3. Publizitätsvorschriften in Großbritannien**

#### a) Allgemeines

Durch die Änderung im Companies Act 2006 wird die Beteiligungspublizität nunmehr von der Financial Services Authority (FSA) kontrolliert. Die Normen über die Beteiligungspublizität finden sich derzeit in den Disclosure Rules and Transparency Rules (DTR) der FSA un-

ter DTR 5. Bei Erreichen, Über- bzw Unterschreiten der Schwellenwerte entsteht die Veröffentlichungspflicht. Die Schwellenwerte beginnen bei 3 % und liegen bei jedem weiteren Prozentpunkt bis 100 % erreicht werden. Demnach ist die Regelung viel weiter ausgestaltet als in Österreich und Deutschland, was dem Anlegerschutz und der Transparenz förderlich ist. Bei einem sogenannten "non-UK-Emittenten" sind die Schwellenwerte 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 und 75 %. Dies entspricht jener Regelung in Deutschland und geht nicht so weit wie in Österreich. Market Maker sind wiederum bis zur 10%-Schwelle von der Veröffentlichungspflicht ausgenommen.

Gem DTR 5.6.1 muss ein Emittent – ähnlich wie gem § 93 Abs 1 BörseG (Österreich) und gem § 26a WpHG (Deutschland) – am Ende eines jeden Kalendermonats, an dem es zu einer Erhöhung oder Verringerung der Stimmrechte gekommen ist, dies der Öffentlichkeit anzeigen, und zwar die Gesamtzahl der Stimmrechte und des Kapitals sowie die Gesamtzahl der Stimmrechte, die vom Emittenten selbst gehalten werden.

Der Aktionär, welcher eine Schwellengrenze erreicht, über- oder unterschreitet, hat den Emittenten darüber zu informieren. Diese Mitteilung hat innerhalb von zwei Handelstagen (bei non-UK-Emittenten innerhalb von vier Handelstagen) zu erfolgen. Der Emittent hat in weiterer Folge die Publizitätsmeldung mit ihrem gesamten Inhalt der Öffentlichkeit bekannt zu machen. Dies muss spätestens bis zum Ende des darauffolgenden Handelstages geschehen. Ein "non-UK-Emittent" und ein Emittent, dessen Aktien an einem nicht regulierten Markt gehandelt werden, haben hingegen bis zum Ende des dritten Handelstages ab Erhalt der Meldung Zeit, diese zu veröffentlichen.

#### b) Sanktionen

Anders als in Österreich und Deutschland sind mögliche Strafen in Großbritannien (überwiegend) nicht in derselben Regelung angeführt. Die FSA gibt sogenannte "Guides" heraus, in welchen die Strafen normiert sind. Diesbezüglich gibt es zwei relevante Quellen, nämlich die Decision Procedure and Penalties Manual (DEPP) und den Enforcement Guide (EG). Die FSA hat mehrere Sanktionsmöglichkeiten, ua private warnings, public warnings, einstweilige Verfügungen, Geldstrafen etc. Es gibt kein straffes System, wonach ein bestimmtes Delikt mit einer bestimmten Strafe zu sanktionieren wäre.

Zu beachten ist, dass die FSA den Handel eines Finanzinstruments untersagen kann, wenn die Publizitätsvorschriften verletzt werden. Dies ist eine nicht unerhebliche Sanktionsmöglichkeit. Private warnings werden nur bei leichten Vergehen angewendet. Es gibt jedoch keinen Katalog von Delikten und den dazugehörigen Sanktionen. Die FSA prüft jeden Fall in seinen Einzelheiten und überlegt dann, welche Schritte zu setzen sind.

Wichtigste Quelle hinsichtlich möglicher Sanktionen ist das DEPP. Relevantes Kapitel hierfür ist DEPP 6. Es handelt darüber, wie Entscheidungen, ob eine Maßnahme ergriffen wird, zu treffen sind und es regelt die Strafen für Marktmissbrauch. Zudem wird normiert, ob eine Geldstrafe, eine Geldbuße oder eine öffentliche Rüge zu verhängen ist und es wird die Höhe der Strafe bestimmt. Darüber hinaus wird geregelt, welche finanziellen Sanktionen bei verspäteter oder unvollständiger Vorlage von Berichten entstehen können, und dass es eine Ermäßigung für eine vorzeitige Abwicklung gibt.

Bemerkenswert ist, dass die Höhe des Strafbetrages bei Gesellschaften vom Umsatz und bei Einzelpersonen vom Gesamteinkommen abhängig gemacht wird. Die FSA bestimmt hierzu eine Geldstrafe, die zwischen 0 % und 20 % des Umsatzes bzw zwischen 0 % und 40 % des Einkommens liegt. Die FSA ist der Meinung, dass eine zuverlässige Abschreckung nur durch eine derartige Strafe eintritt. Eine solche Strafbemessung ist mE fair und sollte auch in Österreich und Deutschland überlegt werden.

Hinsichtlich der detaillierten Ausführungen wird jedoch auf das Kapitel X.C. verwiesen.

## ***D. Directors' Dealings***

### **1. Publizitätsvorschriften in Österreich**

#### a) Allgemeines

Von Directors' Dealings spricht man, wenn Wertpapiere von Personen, die im Unternehmen Führungsaufgaben wahrnehmen, ge- bzw verkauft werden. Dies sind persönlich haftende Gesellschafter oder Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten sowie sonstige Personen, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind. Diesen Personen gleichgestellt sind natürliche und juristische Personen, die in enger Beziehung zu diesen Führungskräften stehen. Directors' Dealings kommen immer häufiger in den Medien vor und erlangen

zunehmend größere Bedeutung. Dies auch deshalb, da Führungskräfte in den Unternehmen in der Regel einen Informationsvorsprung haben und deren Transaktionen eine gewisse Signalwirkung für den Markt und die Anleger haben.

Die einschlägige Bestimmung hierzu findet sich in § 48d Abs 4 BörseG und gilt grundsätzlich nur für Führungskräfte von Emittenten mit Sitz im Inland. Emittenten mit Sitz außerhalb des EWR sind dann erfasst, wenn sie gem Art 10 Prospekt-RL jährlich einen Prospekt zu erstellen haben. Von der Publizitätspflicht sind sämtliche – inländische wie ausländische – Führungskräfte erfasst, die noch im betreffenden börsennotierten Unternehmen tätig sind. Diese haben der FMA die von ihnen (auf eigene Rechnung) getätigten Geschäfte mit Aktien oder aktienähnlichen Wertpapieren des Emittenten zu melden. Die Offenlegungspflicht ist relativ weit auszulegen. Die Meldung an die FMA kann jedoch gem § 48d Abs 4 Z 2 BörseG solange aufgeschoben werden, bis die Gesamtabschlusssumme der Geschäfte in einem Kalenderjahr den Betrag von EUR 5.000,00 erreicht hat.

Das Gesetz sieht eine Reihe von Zurechnungstatbeständen vor, um eine Umgehung der Offenlegungspflicht zu verhindern. Es wird dabei zwischen familiären und wirtschaftlichen Nahebeziehungen unterschieden. Führungskräfte, welche die vorhin erwähnte Bagatellgrenze überschreiten, haben der FMA innerhalb einer Frist von 5 Arbeitstagen von der Transaktion zu berichten. Der Fristenlauf beginnt mit dem auf den Tag des Abschlusses des Rechtsgeschäftes folgenden Tag. In § 48d Abs 4 Z 1 BörseG ist normiert, welchen Inhalt die Meldung haben muss. Die Öffentlichkeit muss innerhalb derselben Frist und mit dem gleichen Inhalt informiert werden.

#### b) Sanktionen

Gem § 48 Abs 1 Z 2 iVm § 48d Abs 4 BörseG ist derjenige mit einer Geldstrafe von bis zu EUR 30.000,00 zu bestrafen, der die Publizitätspflicht verletzt, sofern die Tat nicht den Tatbestand einer in die Zuständigkeit der Gerichte fallenden strafbaren Handlung bildet. Die Bestimmung betrifft hauptsächlich Personen, die bei einem Emittenten von Finanzinstrumenten mit Sitz im Inland Führungsaufgaben wahrnehmen und die diesen gleichgestellten Personen.

§ 48d Abs 4 BörseG wird jedoch auch als Schutzgesetz gegenüber den Anlegern und der Gesellschaft qualifiziert. Diesbezüglich ist auf die vorherigen Ausführungen über die Sanktionen

bei Verletzung der Beteiligungspublizität zu verweisen. Diese treffen auch auf dieses Kapitel zu.

## **2. Publizitätsvorschriften in Deutschland**

### **a) Allgemeines**

Directors´ Dealings sind in Deutschland in § 15a WpHG geregelt. Die Regelung der Directors´ Dealings ist jener in Österreich sehr ähnlich. Der persönliche Handlungsbereich bezieht sich gem § 15a Abs 1 Satz 1 WpHG auf Personen, welche beim Emittenten von Aktien Führungsaufgaben wahrnehmen. Personen, die in enger Beziehung zu Personen mit Führungsaufgaben stehen, werden wie in Österreich hinzugerechnet. Die Frist für die Offenlegung beträgt ebenso fünf Arbeitstage. Die Führungsperson hat ihre eigenen Geschäfte dem Emittenten und der BaFin mitzuteilen. Der Emittent muss die Information unverzüglich veröffentlichen und gleichzeitig der BaFin mitteilen und dem Unternehmensregister zur Speicherung übermitteln.

Zu beachten ist, dass die Frist gem § 15a WpHG eine längere Frist ist als jene gem § 21 WpHG. Bei dieser Bestimmung ist nämlich eine Frist von vier Arbeitstagen vorgesehen. Dies ist jedoch nur relevant, wenn bei einem Aktienkauf oder –verkauf einer Führungsperson auch ein relevanter Schwellenwert über- oder unterschritten bzw erreicht wird. Die Bagatellgrenze beträgt wie in Österreich EUR 5.000,00 im Kalenderjahr. Bis zu dieser Grenze besteht keine Mitteilungspflicht.

### **b) Sanktionen**

Vorsätzliche Verletzungen der Pflichten gem § 15a WpHG können im Einzelfall Marktmanipulationen sein, welche gem den § 38 Abs 2 und § 39 Abs 1 Z 1 und 2 WpHG sanktioniert werden. Diesbezüglich wäre eine Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren möglich bzw könnte eine Geldstrafe bis zu EUR 1.000.000,00 verhängt werden.

Bei vorsätzlicher oder leichtfertiger Verletzung der Publizitätspflicht gem § 15a WpHG kommen Sanktionen in Form einer Ordnungswidrigkeit gem § 39 Abs 2 Z 2 lit d, Z 5 lit b und Z 6 iVm § 39 Abs 4 WpHG von bis zu EUR 100.000,00 bzw von bis zu EUR 200.000,00 in Betracht.

Ob in § 15a WpHG ein Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs 2 dBGB gesehen werden kann, ist in Deutschland sehr umstritten. Dies wird jedoch zu bejahen sein. Ein Verstoß kann jedoch auch gem § 826 dBGB, welcher die sittenwidrige vorsätzliche Schädigung beinhaltet, sanktioniert werden. Ein solcher Verstoß führt jedoch nicht zur Nichtigkeit der Transaktion.

### **3. Publizitätsvorschriften in Großbritannien**

#### a) Allgemeines

Die Normen zu Directors' Dealings finden sich nun ebenfalls in den Disclosure Rules and Transparency Rules (DTR) unter Punkt DTR 3. Zuvor waren die diesbezüglichen Regelungen im Companies Act enthalten. Im Rahmen der Umsetzung der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie und der Ausführungsrichtlinie wurden die Regelungen jedoch aufgehoben.

Die Vorschriften sind jenen in Österreich und Deutschland sehr ähnlich. Die Frist zur Veröffentlichung beträgt vier Werktage. Eine Betragsgrenze, bis zu der eine Meldepflicht ausbleiben darf, ist in Großbritannien – soweit ersichtlich – jedoch unterblieben. In DTR 3.1.3 ist geregelt, welchen Inhalt die Meldung haben muss. Ein Emittent, der eine solche Meldung erhalten hat, muss diese unverzüglich, längstens jedoch bis zum Ende des darauffolgenden Handelstages, dem Regulatory Information Service (kurz „RIS“) melden.

#### b) Sanktionen

Hiezu ist auf die Ausführungen betreffend die Beteiligungspublizität zu verweisen.

## ***E. Ad-hoc-Publizität***

### **1. Publizitätsvorschriften in Österreich**

#### a) Allgemeines

In Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie wurde das Insiderhandelsverbot neu gefasst. Die diesbezüglichen Vorschriften sind in die §§ 48a – 48t BörseG eingefügt worden. Die Regelung zur Ad-hoc-Publizität findet sich nunmehr in § 48d BörseG.

Demnach haben Emittenten von Finanzinstrumenten Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich der Öffentlichkeit bekannt zu geben. Davor befand sich die Regelung

hinsichtlich der Ad-hoc-Publizität in § 82 Abs 6 BörseG. Bis dahin wurde eine neue Tatsache als eine solche erfasst, wenn sie geeignet war, den Kurs der vom Emittenten gehandelten Wertpapiere erheblich zu beeinflussen. Die Veröffentlichungspflicht entsteht nunmehr bei Insiderinformationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen. In der Definition der Insiderinformation wird jedoch nach wie vor auf die Eignung zur Kursbeeinflussung hingewiesen.

Der Zweck der Regelung ist klar: Erst wenn ein Anlager ausreichend Informationen über einen Emittenten hat, ist es ihm möglich, Risiken abzuschätzen, um Nachteile zu vermeiden. In der Praxis erfolgt die Veröffentlichung in der Regel über vom Emittenten beauftragte Ad-hoc-Dienstleister, wie zB euroadhoc, Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (DGAP), Business Wire und andere. Im Jahr 2008 wurden 555 Ad-hoc-Mitteilungen veröffentlicht. Die Publizitätspflicht gilt für den Amtlichen Handel, für den Geregelten Freiverkehr und neuerdings auch für den sogenannten Ungeregelten Dritten Markt. Adressaten dieser Regelung sind die Emittenten von Finanzinstrumenten.

Die Definition einer Insiderinformation findet sich in § 48a Abs 1 Z 1 BörseG. Darunter versteht man eine öffentlich nicht bekannte, genaue Information, die den Emittenten von Finanzinstrumenten direkt oder indirekt betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen.

Gem § 48d Abs 2 BörseG kann ein Emittent die Bekanntgabe von Insiderinformationen aufschieben, wenn eine solche seinen berechtigten Interessen schaden könnte und die Unterlassung nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit in die Irre zu führen und der Emittent die Vertraulichkeit der Informationen gewährleistet.

Gem § 48d Abs 3 BörseG werden auch zwei weitere Tatbestände von der Publizitätspflicht erfasst. Für weitergehende Ausführungen zur Qualität einer Insiderinformation wird auf die detaillierteren Angaben im jeweiligen Kapitel der Dissertation verwiesen. Anzuraten ist eine regelmäßige Berichterstattung des börsennotierten Unternehmens in Form von Zwischenberichten. Damit lässt sich die Zahl der Ad-hoc-Meldungen auf ein Minimum beschränken, jedoch nie völlig ersetzen. Es reduziert sich jedoch das Risiko, dass unvorhergesehene Geschehnisse eintreten, die eine Ad-hoc-Mitteilung notwendig machen würden.

Für Emittenten, deren Herkunftsstaat Österreich ist, ist wiederum § 86 Abs 1 BörseG zu beachten, wonach auch im Ausland notierende Gesellschaften mit Sitz in Österreich eine Kopie der veröffentlichten Information samt Veröffentlichungsbeleg unverzüglich an die FMA und an die OeKB übermitteln müssen.

#### b) Sanktionen

Es wird wiederum unterschieden zwischen verwaltungs-, zivil- und strafrechtlichen Sanktionen. § 48 Abs 1 Z 2 BörseG sieht eine Strafe von bis zu EUR 30.000,00 vor, wenn gegen die Publizitätspflicht gem § 48d BörseG verstoßen wird, sofern die Tat nicht den Tatbestand einer in die Zuständigkeit der Gerichte fallenden strafbaren Handlung bildet. Die Bestimmung betrifft den Emittenten von Finanzinstrumenten. Die Strafe richtet sich jedoch gem § 9 VStG gegen die Vorstandsmitglieder des Emittenten.

Gem § 48 Abs 1 Z 6 BörseG begeht eine Verwaltungsübertretung und ist ebenso mit EUR 30.000,00 zu bestrafen, wer als Emittent seine Verpflichtung zur Veröffentlichung, Übermittlung oder Mitteilung gem den §§ 75a und 82 bis 89 BörseG nicht oder nicht rechtzeitig erfüllt oder seine Verpflichtungen gem § 82 Abs 5 BörseG verletzt. Hierunter fällt zB die Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen gem § 48d iVm § 82 Abs 8 BörseG. Zu beachten ist zudem § 86 Abs 1 BörseG. Bei Verletzung dieser Normen drohen ebenso Strafen von bis zu EUR 30.000,00 pro Verstoß.

Eine Verwaltungsstrafe in dieser Größenordnung ist nicht abschreckend und müsste um ein Vielfaches erhöht werden. Wesentlich effektiver wäre es, das Börseunternehmen ua mit dem Widerruf seiner Börsenzulassung zu sanktionieren. Die Verletzung der Ad-hoc-Publizität wird davon jedoch (derzeit) nicht erfasst.

Hinsichtlich möglicher strafrechtlicher Sanktionen ist – wie bei den vorhin beschriebenen Publizitätsarten – § 255 Abs 1 Z 1 AktG zu beachten. Dieser steht zudem im Verhältnis echter Konkurrenz zum Betrugstatbestand gem § 146 StGB und ist zusätzlich zu prüfen. Die Aktiengesellschaft unterliegt für strafbares Verhalten ihrer Organe (als Verband iSd § 1 Abs 2 VbVG) ebenso einer strafrechtlichen Verantwortung.

Darüber hinaus kann zivilrechtlich ein Schadenersatzanspruch zustehen. Bei den Anspruchsberechtigten ist zu unterscheiden zwischen geschädigten Aktionären, welche die Aktie schon

verkauft haben, und haltenden Aktionären. Der Schaden muss, um geltend gemacht werden zu können, realisiert werden. Die Aktie muss demnach tatsächlich verkauft werden oder dem Emittenten im Wege der Naturalrestitution gegen Bezahlung des Preises vor der schadenstiftenden Pflichtverletzung übertragen werden. Der Emittent von Finanzinstrumenten ist naturgemäß der „Hauptanspruchsgegner“. Eine Haftung der Organmitglieder ähnlich dem Emittenten ist denkbar und aus § 48d Abs 4 BörseG iVm § 48 Abs 1 Z 2 BörseG ableitbar. Darüber hinaus kommt eine Haftung aus Schutzgesetzverletzung, aus Verletzung einer gesetzlichen Sonderbeziehung oder aufgrund einer wissentlich falsch erteilten Auskunft (§ 1300 Satz 2 ABGB) in Betracht.

Zu ersetzen ist jeweils der Vertrauensschaden. Hinsichtlich der Tatbestandsvoraussetzungen wird auf die detaillierteren Ausführungen im jeweiligen Kapitel verwiesen.

## **2. Publizitätsvorschriften in Deutschland**

### **a) Allgemeines**

Die Ad-hoc-Publizität ist eine kapitalmarktrechtliche Informationspflicht und dient als insiderrechtliche Präventivmaßnahme dem Schutz des jeweiligen Anlegers. Die Publizitätspflicht ist in Deutschland in § 15 WpHG normiert.

§ 15 Abs 1 WpHG kennt drei Tatbestände einer Publizitätspflicht: Der Grundtatbestand verpflichtet den Inlandsemittenten von Finanzinstrumenten, ihn unmittelbar betreffende Insiderinformationen unverzüglich zu veröffentlichen. Ähnlich wie bei der österreichischen Rechtslage muss derjenige, der als Emittent einem anderen Insiderinformationen wissentlich mitteilt oder zugänglich macht, die Information zeitgleich veröffentlichen, es sei denn, der andere ist rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet. Der Emittent oder die Person, die einem anderen befugtermaßen, aber unwissentlich eine Insiderinformation mitgeteilt oder zugänglich gemacht hat, muss die Veröffentlichung unverzüglich nachholen.

Zu den publizitätspflichtigen Informationen werden jene Insiderinformationen gezählt, die den Emittenten unmittelbar betreffen. Diesbezüglich ist jedoch zwischen im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetretenen Insiderinformationen und von außen kommenden Insiderinformationen zu unterscheiden. Beide können eine Publizitätspflicht auslösen. Es ist daher genau zu prüfen, ob ein unmittelbarer Emittentenbezug und die Eignung zur Kursbeeinflussung vorliegen. Der Emittent kann jedoch unter besonderen Voraussetzungen gem § 15 Abs 3 WpHG

von der Veröffentlichungspflicht befreit werden. Die Voraussetzungen sind mit jenen in Österreich ident.

Es werden zudem einige Anforderungen an den Inhalt der Ad-hoc-Meldung gestellt, welche in § 15 WpHG genau normiert sind. Darüber hinaus gibt es in den WpAIV noch spezielle Anforderungen je nach Art der Ad-hoc-Mitteilung. Überflüssige bzw unzulässige Angaben dürfen nicht veröffentlicht werden. So dürfen zB Zwischenberichte und Jahresabschlüsse nicht in voller Länge publiziert werden. Es gibt auch ein spezielles Verfahren der Veröffentlichung, wobei jedoch auf die detaillierteren Ausführungen in den jeweiligen Kapiteln verwiesen wird.

#### b) Sanktionen

Manche Verstöße gegen § 15 WpHG werden in § 39 Abs 2 WpHG als Ordnungswidrigkeiten erfasst. Gem § 39 Abs 4 WpHG ist diesbezüglich eine Geldbuße von bis zu EUR 1.000.000,00 möglich. Dies stellt im Gegensatz zur österreichischen Rechtslage eine wirksamere Strafdrohung dar. Es ist zu befürworten, dass eine ähnliche Regelung auch in Österreich umgesetzt wird. Die Regelung in § 39 WpHG soll einen Sanktionsausgleich dafür schaffen, dass der Gesetzgeber der Ad-hoc-Publizität den Charakter eines Schutzgesetzes im Sinne des § 823 Abs 2 dBGB genommen hat. Der Emittent ist nur unter den Voraussetzungen der §§ 37b und 37c WpHG zum Ersatz des daraus entstandenen Schadens verpflichtet. Diese Bestimmungen sind darüber hinaus Schutzgesetze gem § 823 Abs 2 dBGB. Bei vorsätzlicher Verletzung ist zudem die Vorschrift des § 826 dBGB einschlägig.

§ 37b WpHG regelt den Schadenersatz wegen unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung von Insiderinformationen. Der Emittent muss nachweisen, dass ihm kein grobes Verschulden anzulasten ist. In der deutschen Literatur wird hinsichtlich der Kausalität und des Kausalitätszusammenhangs zwischen der Transaktionskausalität und der Preiskausalität unterschieden. Die ständige Rechtsprechung des BGH beruht auf ersterer. Demnach muss ein Anleger im Falle einer positiven unrichtigen Mitteilung beweisen, dass er die Aktien im Vertrauen auf die Mitteilung gekauft hat, um einen Anspruch gem § 826 dBGB geltend machen zu können. Hiezu sind die detaillierteren Ausführungen im jeweiligen Kapitel zu beachten und es wird ausdrücklich darauf verwiesen. Den tatsächlich eingetretenen Schaden zu berechnen, ist in der Praxis jedoch schwierig. Vertreten wird die Rückabwicklung mittels Naturalrestitution oder aber der Ersatz des Differenzschadens. Das schwierigste Problem hierbei ist die korrekte Be-

rechnung des hypothetischen Werts oder „wahren“ Werts einer Aktie. Der wahre Wert ist in der Regel erst im Nachhinein festzustellen.

§37c WpHG regelt den Schadenersatz wegen Veröffentlichung einer unwahren Insiderinformation. Darunter ist eine Insiderinformation gemeint, die, wenn sie wahr wäre, eine solche darstellen würde. Der Emittent haftet nicht, wenn er beweisen kann, dass er die Unrichtigkeit der Insiderinformation nicht gekannt hat und die Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht.

### **3. Publizitätsvorschriften in Großbritannien**

#### a) Allgemeines

Die Regelungen über die Ad-hoc-Publizität finden sich in den durch die Financial Services Authority geschaffenen Disclosure Rules and Transparency Rules. Die diesbezüglichen Vorschriften sind in den DTR 2 normiert.

DTR 2.2 regelt die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen. Ein Emittent hat das Regulatory Information Service (RIS) unverzüglich von jeder Insiderinformation, die den Emittenten betrifft, zu informieren. Abgesehen von der eingeschränkten Möglichkeit, die Veröffentlichung von Insiderinformationen aufzuschieben, muss jede Insiderinformation unverzüglich veröffentlicht werden. Wenn etwas Unvorhergesehenes eintritt, kann die Meldung aufgeschoben werden. Jedoch muss ein sogenanntes Holding Announcement erfolgen, um darauf hinzuweisen, dass eventuell eine Insiderinformation vorliegt.

Die Information muss auch auf der Internetseite des Emittenten bekannt gemacht werden und zugänglich sein. Dies hat bis zum Ende des darauffolgenden Geschäftstages ab dem Zeitpunkt der Meldung zu erfolgen. DTR 2.7 erläutert, wie man mit Emittentenspekulationen bzw Gerüchten umzugehen hat und ob bzw wann diese eine Veröffentlichungspflicht auslösen (können). Der Emittent muss selbst abschätzen, ob eine Spekulation oder ein Gerücht die Veröffentlichungspflicht berührt. Gem DTR 2.8 muss ein Emittent eine sogenannte Insiderliste erstellen, welche die Namen von den im Unternehmen tätigen Personen enthalten soll, die Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Liste muss der FSA auf Anfrage unverzüglich ausgefolgt und zumindest fünf Jahre ab dem Zeitpunkt der letzten Änderung vom Emittenten aufbewahrt werden.

## b) Sanktionen

Hiezu ist wiederum auf die Ausführungen betreffend die Beteiligungspublizität zu verweisen.

## **XII. Ergebnis des Rechtsvergleiches**

### ***A. Allgemeines***

Ziel dieses die Dissertation abschließenden Kapitels soll es sein, schließlich eine Bewertung der verglichenen Rechtsordnungen abzugeben. Wie die Überschrift dieses Kapitels schon vorwegnimmt, soll als Ergebnis des nunmehr vorliegenden Rechtsvergleiches eine der hier untersuchten Rechtsordnungen ausgewählt werden, welche nach Meinung des Autors den anderen Rechtsordnungen überlegen ist und die Probleme hinsichtlich der Verletzung von Publizitätsvorschriften am Besten zu lösen vermag. Die jeweiligen Publizitätsarten werden wiederum getrennt voneinander untersucht und die Vorzüge der jeweiligen Rechtsordnung hervorgestrichen. In einem zusammenfassenden Schlusspunkt wird dann die praktikabelste und wirksamste Rechtsordnung nach Meinung des Autors ausgewählt.

### ***B. Ergebnis***

Eingangs sei erwähnt, dass in vielen der hier untersuchten Bereiche bereits eine Angleichung durch das Europarecht bzw durch europarechtliche Vorgaben stattgefunden hat. Dennoch gibt es vor allem hinsichtlich der angedrohten Sanktionen bei einer Verletzung der Publizitätsvorschriften oftmals große Unterschiede.

#### **1. Regelpublizität**

Im vorhergehenden Kapitel bereits ausgeführt, sind die Normen hinsichtlich der Regelpublizität – bedingt durch europarechtliche Vorgaben – sehr ähnlich ausgestaltet. Es gibt lediglich geringfügige Unterschiede bei den Veröffentlichungsfristen. Größere Unterschiede sind jedoch bei den Sanktionen im Falle einer Verletzung der Regelpublizität zu bemerken. Die Sanktionen in Großbritannien sind mit jenen in Österreich und Deutschland kaum vergleichbar, da dort – auch bedingt durch die historische Entwicklung – ein anderes Sanktionssystem vorherrschend ist. Alle drei Rechtsordnungen haben hingegen gemeinsam, dass bei einer etwaigen Verletzung eine Geldstrafe oder (unter gewissen Voraussetzungen auch) eine Haftstrafe verhängt werden kann. Hervorzuheben ist jedoch, dass die Geld- und Haftstrafen in Deutschland erheblich empfindlicher als in Österreich ausgestaltet sind, da bei den Geldstra-

fen mit EUR 200.000,00 eine (viel) höhere Strafdrohung und bei den Haftstrafen ein höherer Strafraum vorgesehen sind.

## **2. Beteiligungspublizität**

Auch hier sind die Regelungen in den jeweiligen Rechtsordnungen weitgehend ähnlich ausgestaltet. Hervorzuheben ist jedoch, dass die erste Schwelle für die Veröffentlichung in Deutschland und in Großbritannien (bei einem UK-Emittenten) bei 3 % liegt. Dies wurde bislang in Österreich zwar geplant, jedoch noch nicht umgesetzt. Um eine möglichst große Transparenz auf den Kapitalmärkten zu erreichen, sollte diese Schwelle auch in Österreich auf 3 % herabgesetzt werden. In Deutschland fehlen jedoch die Schwellen bei 35, 40, 45 und 90 % der Stimmrechte. Die striktesten Schwellengrenzen finden sich in Großbritannien bei UK-Emittenten. Diese beginnen bei 3 % und liegen bei jedem weiteren Prozentpunkt bis 100 %.

Auch die Fristen für die Veröffentlichung sind weitgehend ähnlich ausgestaltet. Die kürzeste Frist – rechnet man die Veröffentlichungsfrist des Meldepflichtigen und des Emittenten zusammen – ist mit insgesamt 3 Tagen demnach in Großbritannien bei einem UK-Emittenten vorgesehen. Unmittelbar danach folgen die österreichischen Vorschriften mit insgesamt 4 Tagen. In Deutschland hat der Meldepflichtige am Längsten, nämlich 4 Handelstage, Zeit, die Über- oder Unterschreitung bzw. das Erreichen eines Schwellenwertes dem Emittenten bekannt zu geben. Der Emittent hat danach 3 Handelstage nach Zugang dieser Mitteilung Zeit, diese ebenfalls zu veröffentlichen.

Sanktionen sind in Großbritannien nicht straff geregelt. Es handelt sich hier vielmehr um ein bewegliches System. Dies gibt den Behörden zwar großen Ermessensspielraum, ist jedoch aus general- bzw. spezialpräventiven Gründen zu überdenken. Jedoch ist bemerkenswert, dass in Großbritannien bereits eine umsatz- bzw. einkommensabhängige Strafe umgesetzt wurde. Dies ist klar zu befürworten und sollte auch in Österreich und Deutschland eingeführt werden. Die Sanktionsmöglichkeiten in Österreich und Deutschland sind im Vergleich ähnlich ausgestaltet. Es besteht die Möglichkeit einer Verwaltungsstrafe oder eines zivilrechtlichen Anspruches. Auch strafrechtliche Ansprüche (zB § 255 AktG) sind denkbar.

Hiezu ist anzumerken, dass die Verwaltungsstrafe in Deutschland mit bis zu EUR 200.000,00 im Gegensatz zur möglichen österreichischen Geldstrafe von bis zu EUR 30.000,00 ungleich

höher ist. Die Regelung in Deutschland ist in diesem Zusammenhang klar zu befürworten. In Österreich besteht zudem die Möglichkeit, die Börszulassung eines Unternehmens zu widerrufen und weiters das gänzliche oder teilweise Ruhen der Stimmrechte eines Aktionäres in der Satzung festzulegen. In Deutschland kommt es zu einem vorübergehenden Verlust aller Rechte aus der Aktie für die Zeit, in welcher die Meldepflicht nicht erfüllt wird. Diese Regelung ist weitergehend als jene in Österreich. In Großbritannien stehen der FSA ähnliche Sanktionsmöglichkeiten zur Verfügung. Es kann der Handel eines Finanzinstruments untersagt werden. Alles in allem gesehen, sind die Sanktionsmöglichkeiten in Deutschland am Klarsten und auch in der nötigen Schärfe normiert, wobei jedoch die in Großbritannien eingeführte umsatz- bzw einkommensabhängige Strafe ebenfalls umgesetzt werden sollte.

### **3. Directors' Dealings**

Aufgrund der europarechtlichen Vorgaben sind die Regelungen hinsichtlich der Directors' Dealings in allen drei Rechtsordnungen nahezu ident ausgestaltet. In Großbritannien beträgt die Frist zur Veröffentlichung vier Werktage, anstatt den fünf Werktagen in Österreich und Deutschland. Die Betragsgrenze in Höhe von EUR 5.000,00 bis zur welcher in Österreich und Deutschland eine Meldung unterbleiben darf, ist in Großbritannien – soweit ersichtlich – gänzlich unterblieben.

In Österreich ist wiederum eine Geldstrafe von bis zu EUR 30.000,00 möglich. Die Vorschriften bezüglich Directors' Dealings werden auch als Schutzgesetze gegenüber den Anlegern und der Gesellschaft qualifiziert und ist bei deren Verletzung auch ein Schadenersatzanspruch möglich. Ob in den Vorschriften ein Schutzgesetz zu sehen ist, ist in Deutschland jedoch sehr umstritten. In Deutschland sind die Geldstrafen empfindlich höher ausgestaltet. Es ist wiederum eine Geldstrafe von bis zu EUR 200.000,00 möglich. Vorsätzliche Verletzungen der Veröffentlichungspflicht können im Einzelfall Marktmanipulationen sein, welche in Deutschland mit einer Freiheitsstrafe von bis zu 5 Jahren bzw einer Geldstrafe von bis zu EUR 1.000.000,00 bestraft werden können. Zum Sanktionssystem in Großbritannien ist auf die vorhergehenden Ausführungen zu verweisen.

### **4. Ad-hoc-Publizität**

In Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie wurde das Insiderhandelsverbot neu ausgestaltet. Die Regelungen in den jeweiligen Rechtsordnungen wurden aufgrund dessen angeglichen

und sind daher nahezu ident ausgestaltet. Emittenten von Finanzinstrumenten haben Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich der Öffentlichkeit bekannt zu geben.

In Großbritannien sind aufgrund des vorhin beschriebenen beweglichen Systems verschiedene Sanktionsmöglichkeiten denkbar. Die jeweilige Sanktion steht im Ermessen der FSA.

In Österreich und Deutschland ist zwischen verwaltungs-, zivil- und strafrechtlichen Sanktionen zu unterscheiden. Verwaltungsrechtlich ist in Österreich eine Geldstrafe bis zu EUR 30.000,00 vorgesehen. Im Gegensatz zur Geldbuße von bis zu EUR 1.000.000,00, welche in Deutschland bei einer Verletzung möglich ist, ist die österreichische Strafobergrenze als viel zu gering anzusehen und sollte umgehend auf das deutsche Niveau angehoben werden.

Strafrechtlich könnte bei einer Publizitätspflichtverletzung der Tatbestand des Betruges bzw eine Verletzung von § 255 AktG vorliegen und wäre dies zu prüfen.

Zivilrechtlich gibt es in Österreich mehrere Anspruchsgrundlagen. Diesbezüglich wäre ein Schadenersatzanspruch möglich, aber auch ein Anspruch aufgrund einer Schutzgesetzverletzung, der Verletzung einer gesetzlichen Sonderbeziehung oder einer wissentlich falsch erteilten Auskunft. In Deutschland ist der Emittent nur unter den Voraussetzungen der §§ 37b und 37c WpHG zum Schadenersatz verpflichtet. Diese Bestimmungen werden jedoch auch als Schutzgesetze gesehen und können als Grundlage für weitergehende zivilrechtliche Ansprüche herangezogen werden.

### ***C. Zusammenfassung der Ergebnisse***

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass aufgrund europäischer Richtlinien die Vorschriften über die jeweiligen Publizitätsvorschriften in allen drei untersuchten Rechtsordnungen nahezu ident ausgestaltet werden. Es gibt zwar die eine oder andere geringfügig unterschiedliche Umsetzung der europarechtlichen Vorgaben, wie zB bei der Ausgestaltung der Fristen, der Schwellenwerte etc, insgesamt gesehen sind die Regelungen jedoch sehr ähnlich.

Große Unterschiede gibt es hingegen bei der Ausgestaltung der Sanktionsmöglichkeiten. Das Sanktionssystem in Großbritannien ist – auch aufgrund der historischen Entwicklung – beweglicher und sieht verschiedene Möglichkeiten vor. Diese sind – wie bereits erwähnt – nicht

starr normiert. Die FSA hat die Möglichkeit, jeden zu prüfenden Sachverhalt einzeln zu beurteilen und eine ihrer Ansicht nach angemessene Sanktion zu verhängen. Für die FSA hat dies den klaren Vorteil, dass sie in ihrer Entscheidungsfindung nicht an starre Rechtsnormen gebunden ist, sondern auch einmal ein „Exempel“ statuieren kann, um eine abschreckende Wirkung zu erzielen. Da jedoch im Vorhinein das Ausmaß einer etwaigen Strafe nicht vorhersehbar ist, kann dies dazu führen, dass die gewünschte Abschreckungswirkung dann doch nicht erreicht wird und das System seine Aufgabe, nämlich vor allem generalpräventiv zu wirken, verfehlt. Positiv hervorzuheben ist jedoch, dass in Großbritannien bereits die Möglichkeit besteht, eine etwaige Strafe festzusetzen, die sich in Prozent des Umsatzes einer Gesellschaft bzw des Gesamteinkommens einer Einzelperson bemisst.

Die Sanktionen in Österreich und Deutschland sind aufgrund des verwandten Rechtssystems ähnlich ausgestaltet. Aus den einzelnen Bestimmungen ist jedem ersichtlich, welche Strafe bei Verletzung einer Norm höchstens zu erwarten ist. Dies im Gegensatz zum britischen Sanktionssystem. Bemerkenswert ist hierzu jedoch, dass etwaige zu verhängende Geldstrafen in Deutschland viel höher sind. Die zu geringen Strafdrohungen in Österreich sind mE keine wirksame Sanktionsmöglichkeit. Es besteht akuter Nachholbedarf, um das Niveau an die deutschen Gegebenheiten anzupassen. Dies wurde bisher vom Gesetzgeber verabsäumt. Eine höhere Geldstrafe – unabhängig von weiteren zivilrechtlichen Ansprüchen – ist aus general- bzw spezialpräventiven Gründen absolut notwendig.

Es scheint daher, dass Deutschland die Problematik einer Publizitätspflichtverletzung am Besten gelöst hat, da die Sanktionsmöglichkeiten klar und strukturiert sowie in der nötigen Schärfe ausgestaltet sind und somit für jedermann nachvollziehbar sind. Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass gewisse Eigenheiten und Maßnahmen aus dem britischen Sanktionssystem, wie zB die vorhin erwähnte umsatz- bzw einkommensabhängige Strafe, zu übernehmen sind. Der österreichische Gesetzgeber täte gut daran, die österreichischen Regelungen an die deutschen und teilweise britischen anzugleichen.

## Anhang

### Literaturverzeichnis

#### Österreichische Literatur:

##### **Bücher**

- *Feldhaus*, Die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung bei der Ad-hoc-Publizität (2002).
- *Hausmaninger*, Insider Trading (1997).
- *Heidinger*, Aktiengesetz (2007).
- *Jabornegg/Strasser [Hrsg]*, AktG<sup>4</sup> (2006).
- *Kalss*, Anlegerinteressen (2001).
- *Kalss/Burger/Eckert*, Die Entwicklung des österreichischen Aktienrechts (2003).
- *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht Band I (2005).
- *Karollus*, Funktion und Dogmatik der Haftung aus Schutzgesetzverletzung (1992).
- *Koziol*, Haftpflichtrecht Band II<sup>2</sup> (1984).
- *Koziol/Bydlinski/Bollenberger*, Kurzkomentar zum ABGB<sup>2</sup> (2007).
- *Koziol/Welser*, Bürgerliches Recht Band II<sup>13</sup> (2007).
- *Mänhardt/Posch*, Internationales Privatrecht, Privatrechtsvergleichung, Einheitsprivatrecht – Eine Einführung in die internationalen Dimensionen des Privatrechts (1994).
- *Posch*, Bürgerliches Recht VII – Internationales Privatrecht<sup>4</sup> (2008).
- *Rummel [Hrsg]*, Kommentar zum ABGB Band I<sup>3</sup> (2000).
- *Rummel [Hrsg]*, Kommentar zum ABGB Band II/1<sup>3</sup> (2002).
- *Rummel [Hrsg]*, Kommentar zum ABGB Band II/2<sup>3</sup> (2002).
- *Schwimann [Hrsg]*, ABGB-Praxiskommentar Band VII<sup>2</sup> (1997).
- *Straube [Hrsg]*, Kommentar zum Handelsgesetzbuch Band II<sup>2</sup> (2000).
- *Welser*, Vertretung ohne Vollmacht (1970).
- *Zetter/Nowotny*, Handelsgesetzbuch<sup>14</sup> (2003).
- *Zweigert/Kötz*, Einführung in die Rechtsvergleichung auf dem Gebiete des Privatrechts<sup>3</sup> (1996).

##### **Zeitschriften**

- *Brandl/Hohensinner*, Die Haftung des Vorstands für Verletzungen der Ad-hoc-Publizität nach § 82 Abs 6 BörseG, *ecolex* 2002, 92.
- *Dehn*, Die Haftung des Abschlussprüfers nach § 275 HGB (nF), *ÖBA* 2002, 377.

- *Fletzberger*, Offenlegung von Großgeschäften mit nahestehenden Personen nach dem BörseG, ZFR 2009/31, 45.
- *Gelbmann*, Strafrechtliche Absicherung der Corporate Governance, GesRZ 2003, 20.
- *Gruber*, Ad-hoc-Publizität, ÖBA 2003, 239.
- *Heidinger*, Die Verletzung von Offenlegungspflichten als Wettbewerbsverstoß, RdW 2009/488, 507.
- *Kalss*, Die rechtliche Grundlage kapitalmarktbezogener Haftungsansprüche (Teil I), ÖBA 2000, 641.
- *Kalss*, Die Offenlegung von Beteiligungen, ÖBA 1993, 615.
- *Kalss/Zahradnik*, BörseGNov 2004: Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, ecolex 2006, 393.
- *Kalss/Zollner*, Stück- und Namensaktien aus börsenrechtlicher Sicht, ÖBA 2002, 595.
- *Kalss/Zollner*, Die Offenlegung von Beteiligungen nach der Börsegesetznovelle 2007, ÖBA 2007, 884.
- *Kalss/Zollner*, Markttransparenz bei Put- und Call-Optionen, ecolex 2002, 22.
- *Kalss/Zollner*, Directors' Dealings – Der neue § 48d Abs 4 BörseG, GeS 2005/3, 106.
- *Karpf*, Der Lamfalussy-Prozess Bestandsaufnahme und Ausblick, ÖBA 2005, 573.
- *Knötzl/Baritsch*, § 255 AktG: Medienauftritte als Haftungsfalle, GeS 2009/2, 62.
- *Koziol*, Die Haftung für Fehler bei der Zulassung von Wertpapieren zum Börsehandel, ÖBA 1990, 674.
- *Koziol*, Haftung der Emissionsbank bei unrichtigen und unvollständigen Prospektangaben, ÖBA 1999, 733.
- *Koziol*, Zur Haftung des Anlagevermittlers wegen unrichtiger Information, ÖBA 2001/991, 819.
- *Noll/Klimscha*, Über die Sinnhaftigkeit der Bestrafung von Insidergeschäften, ÖJZ 2005, 38.
- *Oppitz/Schwarz-Vartok*, Die Ad-hoc-Publizität aus der Sicht des Unternehmens, RWZ 1995, 258.
- *Rebhahn*, Entgangene Kapitalmarktzinsen sind positiver Schaden, ecolex 1993, 10.
- *Renner*, Haftungsrisiken beim Börsengang an den Neuen Markt, ÖBA 2001, 589.
- *Schulze*, Vergleichende Gesetzesauslegung und Rechtsangleichung, ZfRV 1997, 183.
- *Schuhmacher*, Zur Auslegung des neu gefassten Tatbestands des Missbrauchs einer Insiderinformation, ÖBA 2005, 533.
- *Schwimann*, Grundzüge des internationalen Gesellschaftsrechtes (I), GesRZ 1981, 142.

- *Wilhelm*, Falsche oder keine Ad-hoc-Mitteilungen: Schadenersatz trotz allem, *ecolex* 2005, 341.
- *Wilhelm*, Abrundung des Anlegerschutzes: § 82a neu Börsegesetz, *ecolex* 2005, 265.
- *Wolfbauer*, Der Dritte Markt aus europarechtlicher Sicht, *ecolex* 2001, 236.
- *Zehetner*, Folgen der Nichtoffenlegung des Jahresabschlusses, *ecolex* 1998, 482.
- *Zollner*, Stimmrechtsverlust bei Verstoß gegen die Beteiligungspublizität – der neue § 124 AktG, *Der Gesellschafter* 3/2010, 146.

## Deutsche Literatur:

### **Bücher**

- *Assmann/Schneider [Hrsg]*, Wertpapierhandelsgesetz<sup>5</sup> (2009).
- *Canaris [Hrsg]*, 50 Jahre Bundesgerichtshof (2000).
- *Ellrott [Hrsg]*, Beck'scher Bilanz-Kommentar<sup>6</sup> (2006).
- *Elster*, Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Sekundärmarktes (2002).
- *Grunewald/Schlitt*, Einführung in das Kapitalmarktrecht (2007).
- *Heidel [Hrsg]*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> (2007).
- *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA (2005).
- *Kümpel*, Kapitalmarktrecht – Eine Einführung (1995).
- *Mühle*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2002).
- *Schuster*, Die internationale Anwendung des Börsenrechts (1996).

### **Zeitschriften**

- *Adams*, Haftung auf Schadensersatz für fehlerhafte Kapitalmarktinformation, *BKR* 7/2009, 277.
- *Brandi/Süßmann*, Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Folgen für Ablauf und Gestaltung von M&A-Transaktionen, *AG* 2004, 642.
- *Cahn*, Das neue Insiderrecht, *Der Konzern* 2005, 5.
- *Diekmann/Sustmann*, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), *NZG* 2004, 929.
- *Dreyling*, Die Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, *Der Konzern* 2005, 1.
- *Fleischer/Kalss*, Kapitalmarktrechtliche Schadensersatzhaftung und Kurseinbrüche an der Börse, *AG* 2002, 329.

- *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA, WM 2004, 1801.
- *Krämer/Heinrich*, Emittentenleitfaden „reloaded“, ZIP 37/2009, 1737.
- *Leuschner*, Zum Kausalitätserfordernis des § 826 BGB bei unrichtigen Ad-hoc-Mitteilungen, ZIP 2008, 1050.
- *Mülbart*, Konzeption des europäischen Kapitalmarktrechts für Wertpapierdienstleistungen, WM 2001, 2085.
- *Nottmeier/Schäfer*, Praktische Fragen im Zusammenhang mit §§ 21, 22 WpHG, AG 1997, 87.
- *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 7/2009, 265.
- *Simon*, Die neue Ad-hoc-Publizität, Der Konzern 2005, 13.
- *Spindler*, Persönliche Haftung der Organmitglieder für Falschinformation, WM 2004, 2089.
- *Ziemons*, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 537.

### Britische Literatur:

#### **Bücher**

- *Triebel/Hodgson/Kellenter/Müller*, *Englisches Handels- und Wirtschaftsrecht*<sup>2</sup> (1995).
- *Steinfeld/Mann/Ritchie/Weaver/Galley/Adair/McLarnon/Cloherty*, *Blackstone's guide to the Companies Act 2006* (2003).
- *Sealy/Worthington*, *Cases and Materials in Company Law*<sup>8</sup> (2008).

#### **Zeitschriften**

- *Fleischer*, Der Financial Services and Markets Act 2000: Neues Börsen- und Kapitalmarktrecht für das Vereinigte Königreich, RIW 2001, 817.

## **Richtlinien, Gesetze und Verordnungen**

### **Richtlinien:**

- Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG („Transparenz-RL“).
- Richtlinie 2007/14/EG der Kommission vom 08.03.2007 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 („Durchführungs-RL zur Transparenz-RL“).
- Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, Abl 2003 L 96/16 vom 12.04.2003 („Marktmissbrauchs-RL“).
- Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 04.11.2003 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 („Prospekt-RL“).
- Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 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. („MiFID-RL“).
- Richtlinie des Rates vom 05.03.1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, 79/279/EWG vom 05.03.1979, ABl EG L 66/21 vom 16.03.1979 („Börsenzulassungs-RL“).
- Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl L 334 vom 18.11.1989 („Insider-RL“).
- Vierte Richtlinie 78/660/EWG des Rates vom 25.07.1978 aufgrund von Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, Amtsblatt Nr. L 222 vom 14/08/1978 („Jahresabschluss-RL“).
- Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser

Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen vom 28.05.2001, ABl EG L 184 vom 6.7.2001 („Kapitalmarktpublizitäts-RL“).

- RL 2003/124/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der RL 2003/6/EG betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl 2003 L 339/70 („Durchführungs-RL I“).
- RL 2003/125/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der RL2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, ABl 2003 L 339/73 („Durchführungs-RL II“).
- RL 2004/72/EG der Kommission vom 29.04.2004 zur Durchführung der RL 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 2004 L 162/70 („Durchführungs-RL III“).
- Richtlinie des Rates vom 12.12.1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen, 88/627/EWG, Abl EG Nr. L 348 vom 17.12.1988 („Beteiligungstransparenz-RL“).

## Gesetze:

### **Österreich**

- Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch (ABGB), JGS Nr. 946/1811 vom 01.01.1812.
- Bundesgesetz über das Firmenbuch und Änderungen des Handelsgesetzbuchs, des Aktiengesetzes 1965, des Gesetzes über Gesellschaften mit beschränkter Haftung, des Gesetzes über Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften, des Erwerbsgesellschaftengesetzes, der Vierten Verordnung zur Einführung handelsrechtlicher Vorschriften im Lande Österreich, des Amtslöschungsgesetzes, des Umwandlungsgesetzes, des Versicherungsaufsichtsgesetzes, des Außerstreitgesetzes, der Jurisdiktionsnorm, des Gerichtsorganisationsgesetzes, der Exekutionsordnung, der Konkursordnung, der Ausgleichsordnung, des Geldinstitutezentralegesetzes, des Rechtspflegergesetzes, des Gerichtskommissärsgesetzes, des Gerichtsgebührengesetzes und der Gewerbeordnung 1973 (Firmenbuchgesetz – FBG), BGBl 10/1991 vom 01.07.1993.
- Gesetz vom 06.03.1906, über Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH-Gesetz – GmbHG), RGBl 58/1906, BGBl 10/1991 vom 01.01.1991.

- Bundesgesetz vom 15.06.1978 über das internationale Privatrecht (IPR-Gesetz), BGBl 304/1978 vom 07.07.1978.
- Verwaltungsstrafgesetz 1991 (VStG), BGBl 52/1991 vom 01.02.1991.
- Bundesgesetz über das öffentliche Anbieten von Wertpapieren und anderen Kapitalveranlagungen und über die Aufhebung des Wertpapier-Emissionsgesetzes (Kapitalmarktgesetz – KMG), vom 06.12.1991, BGBl I 625/1991 idF BGBl I 78/2005.
- Bundesgesetz, mit dem ein Bundesgesetz über die Beaufsichtigung von Wertpapierdienstleistungen (Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 - WAG 2007) erlassen wird sowie das Bankwesengesetz, das Börsegesetz 1989, das Investmentfondsgesetz, das Kapitalmarktgesetz, das Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz, das Konsumentenschutzgesetz und die Gewerbeordnung 1994 geändert werden), BGBl I 60/2007 vom 31.07.2007.
- Bundesgesetz vom 08.11.1989 über die Wertpapier- und allgemeinen Warenbörsen und über die Abänderung des Börsensensale-Gesetzes 1949 und der Börsegesetz-Novelle 1903 (Börsegesetz 1989 - BörseG), BGBl 555/1989 vom 29.11.1989.
- Bundesgesetz, mit dem das Börsegesetz und das Wertpapieraufsichtsgesetz geändert werden, BGBl I 127/2004 vom 16.11.2004.
- Bundesgesetz, mit dem das Börsegesetz und das Bankwesengesetz geändert werden, BGBl I 19/2007 vom 25.04.2007.
- Bundesgesetz, mit dem das Börsegesetz 1989 geändert, die Beitragsleistung zum Wiener Börsenfonds neu geregelt (Börsenfondsgesetz) und die Börsenfondsnovelle 1925 aufgehoben wird, BGBl 529/1993 vom 30.07.1993.
- Bundesgesetz über besondere zivilrechtliche Vorschriften für Unternehmen (Unternehmensgesetzbuch – UGB), RGBl S 219/1897, BGBl I 120/2005 vom 27.10.2005.
- Bundesgesetz über die Beaufsichtigung von Wertpapierdienstleistungen (Wertpapieraufsichtsgesetz) und über die Änderung des Bankwesengesetzes, des Börsegesetzes 1989, des Einführungsgesetzes zu den Verwaltungsverfahrensgesetzen 1991, der Konkursordnung, der Ausgleichsordnung, des Versicherungsaufsichtsgesetzes und des Investmentfondsgesetzes, BGBl I 753/1996 vom 30.12.1996.
- Bundesgesetz über Änderungen des Handelsgesetzbuchs, des Aktiengesetzes, des Gesetzes über Gesellschaften mit beschränkter Haftung, des EWIV-Ausführungsgesetzes, des Firmenbuchgesetzes, des Gerichtskommissärsgesetzes, der Jurisdiktionsnorm, des Genossenschaftverschmelzungsgesetzes, des Gerichtsgebührengesetzes, des Bankwesengesetzes, des Sparkassengesetzes, des Versicherungsaufsichtsgesetzes und der Rechtsanwaltsordnung zur EU-bedingten Anpassung des Han-

dels- und Gesellschaftsrechts sowie über die Spaltung von Kapitalgesellschaften und über die Umwandlung von Handelsgesellschaften (EU-Gesellschaftsrechtsänderungsgesetz – EU-GesRÄG), BGBl I 304/1996 vom 28.06.1996.

- Bundesgesetz über die Errichtung und Organisation der Finanzmarktaufsichtsbehörde und über die Änderung des Bankwesengesetzes, des Wertpapieraufsichtsgesetzes, des Investmentfondsgesetzes, des Beteiligungsfondsgesetzes, des Sparkassengesetzes, des Bausparkassengesetzes, des Hypothekenbankengesetzes, des Pfandbriefgesetzes, des EGVG, des Börsegesetzes 1989, des Versicherungsaufsichtsgesetzes, des Kraftfahrzeug- Haftpflichtversicherungsgesetzes 1994, des Pensionskassengesetzes, des Kapitalmarktgesetzes, des Handelsgesetzbuches, des Aktiengesetzes, des GmbH-Gesetzes und des Nationalbankgesetzes 1984 (Finanzmarktaufsichtsgesetz – FMAG), BGBl I 97/2001 vom 07.08.2001.
- Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote (Übernahmegesetz – ÜbG) sowie über Änderungen des Börsegesetzes und des Einführungsgesetzes zu den Verwaltungsverfahrensgesetzen 1991, BGBl I 127/1998 vom 14.08.1998.
- Bundesgesetz über Aktiengesellschaften (Aktiengesetz – AktG), BGBl I 98/1965 vom 06.05.1965.
- Bundesgesetz, mit dem das Aktiengesetz 1965, das SE-Gesetz, das Unternehmensgesetzbuch, das Umwandlungsgesetz, das Spaltungsgesetz, das Kapitalberichtigungsgesetz, das Gesellschafter-Ausschlussgesetz, das Übernahmegesetz, das Genossenschaftsrevisionsgesetz und das Grundbuchsgesetz geändert werden (Aktienrechts-Änderungsgesetz 2009 – AktRÄG 2009), BGBl I 71/2009 vom 31.07.2009.
- Bundes-Verfassungsgesetz (B-VG), BGBl I 1/1930, zuletzt geändert durch BGBl I 1013/1994 vom 21.12.1994.

## **Deutschland**

- Bürgerliches Gesetzbuch (dBGB) idF der Bekanntmachung vom 02.01.2002 (BGBl I S 42); zuletzt geändert durch Gesetz vom 08.12.2010 (BGBl I S 1864) mWv 15.12.2010.
- Handelsgesetzbuch (dHGB) – Gesetz vom 10.05.1897 (RGBl I S 219); zuletzt geändert durch Gesetz vom 31.07.2009 (BGBl I S 2512) mWv 05.08.2009.
- Aktiengesetz (dAktG) – Gesetz vom 06.09.1965 (BGBl I S 1089); zuletzt geändert durch Gesetz vom 09.12.2010 (BGBl I S 1900) mWv 15.12.2010.

- Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (dGmbHG) – Gesetz vom 20.04.1892 (RGBl I S 477); zuletzt geändert durch Gesetz vom 31.07.2009 (BGBl I S 2509) mWv 05.08.2009.
- Zivilprozessordnung (dZPO) idF der Bekanntmachung vom 05.12.2005 (BGBl I S 3202, ber. 2006 I S 431, 2007 I S 1781); zuletzt geändert durch das Gesetz vom 22.12.2010 (BGBl I S 2248) mWv 28.12.2010.
- Börsengesetz (dBörsG); Artikel 2 des Gesetzes vom 16.07.2007 (BGBl I S 1330) in Kraft getreten am 01.11.2007; zuletzt geändert durch Gesetz vom 20.03.2009 (BGBl I S 607) mWv 26.03.2009.
- Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) idF der Bekanntmachung vom 09.09.1998 (BGBl I S 2708); zuletzt geändert durch Gesetz vom 31.07.2009 (BGBl I S 2512) mWv 05.08.2009.
- Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen (Publizitätsgesetz - PublG) - Gesetz vom 15.08.1969 (BGBl I S 1189, 1970 I S 1113); zuletzt geändert durch Artikel 7 Gesetz vom 10.11.2006 (BGBl I S 2553) mWv 21.08.1969.
- Gesetzes über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz – 2.FFG), BGBl I 1994, S 1749; vom 26.07.1994.
- Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – 4. FFG), BGBl I 2002, S 2010 (2030); vom 21.06.2002, Berichtigung vom 27.06.2002, BGBl I 2002, S 2316.
- Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 16.07.2007, BGBl I 2007, S 1330 mWv 01.11.2007.
- Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz - AnSVG), BGBl I 2004, S 2630 vom 28.10.2004.
- Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenz-RL-Umsetzungsgesetz), vom 05.01.2007, verkündet in BGBl I 2007 Nr 1 vom 10.01.2007.

- Gesetz über Ordnungswidrigkeiten (OWiG) in der Fassung der Bekanntmachung vom 19.02.1987 (BGBl. I S 602), zuletzt geändert durch Gesetz vom 29.07.2009 (BGBl I S 2353) mWv 04.08.2009.
- Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz), BGBl I 2007, S 3089 vom 21.12.2007.
- Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz), BGBl I 2008, S 1666 vom 12.08.2008.
- Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist (Wertpapierprospektgesetz – WpPG), BGBl I S 1698, in Kraft getreten am 28.06.2005 bzw 01.07.2005, zuletzt geändert durch das Gesetz vom 19.12.2008 (BGBl I S 2794) mWv 25.12.2008.
- Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB) idF der Bekanntmachung vom 15.07.2005 (BGBl I S 2114, ber 2009 I S 3850); zuletzt geändert durch Gesetz vom 22.12.2010 (BGBl I S 2262) mWv 01.01.2011.
- Gesetz über das Kreditwesen (KWG) idF der Bekanntmachung vom 09.09.1998 (BGBl I S 2776); zuletzt geändert durch Gesetz vom 09.12.2010 (BGBl I S 1900) mWv 15.12.2010 bzw 01.01.2011.
- Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) vom 20.12.2001 (BGBl I S 3822); zuletzt geändert durch Artikel 3 des Gesetzes vom 30.07.2009 (BGBl I S 2479).

## **Großbritannien**

- Companies Act 1985.
- Companies Act 2006.
- Financial Services and Markets Act 2000.
- Bank of England Act 1998.
- Civil Partnership Act 2004.
- Limited Partnership Act 1907.
- Insolvency Act 1986.
- Criminal Justice Act 1982.
- Criminal Justice Act 1991.
- Criminal Justice Act 1993.
- Interpretation Act 1978.

## Verordnungen:

### **EU**

- Verordnung (EG) Nr 2273/2003 der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates - Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, ABl Nr L 336 vom 23.12.2003, 33-38.
- Verordnung (EG) Nr 1606/2002/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19.07.2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards, ABl 2002 Nr L 243, 1-4.

### **Österreich**

- Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde über Inhalte von Zwischenberichten, Meldungen über Änderungen bedeutender Beteiligungen und die Gleichwertigkeit von vorgeschriebenen Informationen aus Drittländern (Transparenz-Verordnung - TransV) vom 19.07.2007, BGBl II 175/2007.
- Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde über Form, Inhalt und Art der Veröffentlichung und Übermittlung von Ad-hoc-Meldungen und Directors' Dealings-Meldungen (Veröffentlichungs- und Meldeverordnung – VMV), BGBl II 109/2005, in Kraft seit 02.05.2005.

### **Deutschland**

- Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV) vom 13.12.2004, BGBl I S 3376.
- Verordnung zur Umsetzung der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission vom 08.03.2007 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 (Transparenzrichtlinie-Durchführungsverordnung – TranspRLDV), vom 13.03.2008, BGBl I S 408.

## **Judikaturverzeichnis**

### EU:

- EuGH vom 10.05.1995, Rs C-384/93, Slg 1995, I-1167 Rz 42.

### Österreich:

- OGH vom 29.10.1996, 4 Ob 2308/96 g (OLG Graz 5 R 92/96 f; LG Leoben 5 Cg 242/94 s).
- OGH vom 08.07.2003, 5 Ob 120/03 p (OLG Wien 1 R 236/02 m; Handelsgericht Wien 27 Cg 153/01 g).
- OGH vom 14.11.2000, 4 Ob 252/00 p (OLG Wien 2 R 61/99 a; Handelsgericht Wien 27 Cg 2/97 t) ÖBA 2001/991, 819.
- OGH vom 01.04.1998, 9 ObA 320/97 t (OLG Linz 11 Ra 75/97 x; LG Steyr 27 Cga 8/95 i), SZ 71/63.
- OGH vom 22.06.1993, 1 Ob 22/92 (OLG Wien 14 R 121/92; LG für Zivilrechtssachen Wien 52a Cg 1090/88).
- OGH vom 09.03.1999, 4 Ob 353/98 k (LG Innsbruck 3 R 257/97h, BG Innsbruck 26 C 1106/92k).

### Deutschland:

- BGH vom 04.06.2007, II ZR 147/05 und II ZR 173/05 (Comroad).
- BGH vom 25.02.2008, II ZB 9/07.
- OLG Frankfurt/Main, Beschluss vom 12.02.2009 – 2 Ss-OWi 514/08.
- OLG Stuttgart vom 22.04.2009, ZIP 2009, 962.

## **Sonstiges**

### EU:

- Kommission (EWG), Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarktes, (Segrè-Bericht), Brüssel (1966).

### Österreich:

- Jahresbericht der FMA 2007 vom 16.04.2007.
- Jahresbericht der FMA 2008 vom 16.04.2008.
- Regelwerk Prime Market der Wiener Börse AG vom 20.09.2010.

## Deutschland:

- Leitfaden „Insiderhandelsverbote und Ad-hoc-Publizität“ von BAWe und Deutsche Börse AG, 2. Auflage (Mai 1998), S 50 f.
- Schreiben des BaWe an die Vorstände der börsennotierten Aktiengesellschaften betreffend den Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs 1 Satz 1 Nr 8 vom 28.6.1999, abgedruckt in: WM 2000, 438 unter 2.a.
- Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vom 28.04.2009.
- Jahresbericht des Bundesaufsichtsamtes für Wertpapierhandel für 2000 vom 12.06.2001.
- Jahresbericht des Bundesaufsichtsamtes für Wertpapierhandel für 2001 vom 29.04.2002.
- Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 2009 vom 25.05.2010.
- Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 26.05.2010.
- Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, Stand 29.11.2010.

## Websites

### EU:

- <http://www.cesr.eu/>
- [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/prospectus/cesr-05-407\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/cesr-05-407_en.pdf)

### Österreich:

- <http://www.fma.gv.at>
- [http://www.fma.gv.at/JBInteraktiv/2008/DE/\\_index\\_frame.htm](http://www.fma.gv.at/JBInteraktiv/2008/DE/_index_frame.htm)
- [http://www.fma.gv.at/cms/site/DE/detail.html?doc=CMS1185544145925&channel=C\\_H0095](http://www.fma.gv.at/cms/site/DE/detail.html?doc=CMS1185544145925&channel=C_H0095)
- [http://www.fma.gv.at/cms/site/attachments/1/8/0/CH0240/CMS1213190360423/fma\\_jb07\\_komplettneu\\_05\\_05\\_08.pdf](http://www.fma.gv.at/cms/site/attachments/1/8/0/CH0240/CMS1213190360423/fma_jb07_komplettneu_05_05_08.pdf)
- [http://fma.cms.apa.at/cms/site/DE/detail.html?doc=CMS1140107060297&channel=C\\_H0099](http://fma.cms.apa.at/cms/site/DE/detail.html?doc=CMS1140107060297&channel=C_H0099)
- <http://www.fma.gv.at/JBInteraktiv/2008/DE/gesamt.htm>
- [http://www.wienerbourse.at/marketplace\\_products/segmentation/equitymarket/standard\\_market.html](http://www.wienerbourse.at/marketplace_products/segmentation/equitymarket/standard_market.html)

- [http://www.wienerbourse.at/marketplace\\_products/segmentation/equitymarket/mid\\_market.html](http://www.wienerbourse.at/marketplace_products/segmentation/equitymarket/mid_market.html)
- <http://www.wienerbourse.at/listing/aktien/cmc/index.html>
- [http://www.wienerbourse.at/marketplace\\_products/segmentation/equitymarket/prime\\_market.html](http://www.wienerbourse.at/marketplace_products/segmentation/equitymarket/prime_market.html)
- [http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace\\_products/regelwerk\\_midmarket.pdf](http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/regelwerk_midmarket.pdf)
- [http://www.wienerbourse.at/marketplace\\_products/segmentation/equitymarket/index.html](http://www.wienerbourse.at/marketplace_products/segmentation/equitymarket/index.html)
- [http://www.wienerbourse.at/marketplace\\_products/mifid/maerkte.html](http://www.wienerbourse.at/marketplace_products/mifid/maerkte.html)
- [http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace\\_products/marktsegmentierung.pdf](http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/marktsegmentierung.pdf)
- [http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace\\_products/regelwerk\\_primemarket.pdf](http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/regelwerk_primemarket.pdf)
- <http://issuerinfo.oekb.at/startpage.html>
- <http://www.bmf.gv.at/WipoEUInt/Wirtschaftspolitik/510/IntegrationderFinan/675/Rechtsetzungsverfahren/5059/LamfalussyVerfahren/6306/start.htm>

#### Deutschland:

- <http://www.bafin.de>
- [http://www.bafin.de/cln\\_115/nn\\_721290/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Leitfaden/emittentenleitfaden\\_2009,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/emittentenleitfaden\\_2009.pdf](http://www.bafin.de/cln_115/nn_721290/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Leitfaden/emittentenleitfaden_2009,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/emittentenleitfaden_2009.pdf)
- [http://www.bafin.de/cln\\_171/nn\\_722604/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Jahresberichte/2009/jb\\_2009\\_gesamt,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/jb\\_2009\\_gesamt.pdf](http://www.bafin.de/cln_171/nn_722604/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Jahresberichte/2009/jb_2009_gesamt,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/jb_2009_gesamt.pdf)
- [http://www.bafin.de/cln\\_161/nn\\_992916/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Jahresberichte/Archiv\\_Wertpapieraufsicht/jb\\_00\\_wa,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/jb\\_00\\_wa.pdf](http://www.bafin.de/cln_161/nn_992916/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Jahresberichte/Archiv_Wertpapieraufsicht/jb_00_wa,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/jb_00_wa.pdf)
- <http://www.bundesgerichtshof.de>
- [http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/038\\_deutsche\\_bekanntmachungen/deutsche\\_bekanntmachungen\\_pdfs/bekanntmachung\\_bawe\\_9\\_7\\_1996.pdf](http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/038_deutsche_bekanntmachungen/deutsche_bekanntmachungen_pdfs/bekanntmachung_bawe_9_7_1996.pdf)

- [http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040\\_deutsche\\_gesetzgebungsge-schichte/ffg4\\_viertes\\_finanztmarktfoerderungsgesetz\\_geschichte/ffg4\\_pdfs/BBD936\\_01\\_0N\\_1-418\\_o.pdf](http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsge-schichte/ffg4_viertes_finanztmarktfoerderungsgesetz_geschichte/ffg4_pdfs/BBD936_01_0N_1-418_o.pdf)
- <https://www.unternehmensregister.de>
- [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb\\_navigation/info\\_center?object\\_id=84XHLM922NSGDDE](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_navigation/info_center?object_id=84XHLM922NSGDDE)
- <http://www.corporate-governance-code.de>
- <https://www.ebundesanzeiger.de>
- <http://www.bmj.de>
- <http://www.dgap.de>

#### Großbritannien:

- <http://www.fsa.gov.uk>
- <http://www.fsa.gov.uk/pages/About/What/International/pdf/TD.pdf>
- [http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/list\\_dec06.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/list_dec06.pdf)
- <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/index.shtml>
- [http://www.fsa.gov.uk/pubs/forms/lr\\_share\\_interests.doc](http://www.fsa.gov.uk/pubs/forms/lr_share_interests.doc)
- <http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/ris.pdf>
- [http://www.fsa.gov.uk/pages/doing/regulated/law/pdf/enf\\_procedure.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pages/doing/regulated/law/pdf/enf_procedure.pdf)
- <http://fsahandbook.info/FSA/extra/5409.pdf>
- <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DTR>
- <http://fsahandbook.info/FSA/handbook/DTR/2.pdf>
- <http://fsahandbook.info/FSA/handbook/DTR/3.pdf>
- <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DTR/4>
- <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DTR/4/4>
- <http://fsahandbook.info/FSA/handbook/DTR/5.pdf>
- <http://fsahandbook.info/FSA/handbook/LR.pdf>
- <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/9/Annex1>
- <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DEPP>
- <http://fsahandbook.info/FSA/handbook/DEPP/6.pdf>
- [http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga\\_20060046\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf)
- <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>
- <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/part/43>

- [http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2004/33/pdfs/ukpga\\_20040033\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2004/33/pdfs/ukpga_20040033_en.pdf)
- <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1993/36/contents>
- <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1978/30/schedule/1/crossheading/definitions#1881784>
- <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1982/48>
- <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1991/53/contents>
- <http://www.companieshouse.gov.uk/companiesAct/companiesAct.shtml>
- <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>
- <http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/company-overview/our-history/our-history.htm>
- <http://www.bankofengland.co.uk/about/legislation/1998act.pdf>
- <http://www.hmrc.gov.uk/manuals/bimmanual/bim72515.htm>
- <http://www.insolvency.gov.uk/insolvencyprofessionandlegislation/legislation/uk/insolvencyact.pdf>

#### Sonstige:

- [http://www.ifrs-portal.com/Grundlagen/Was\\_sind\\_IFRS\\_IAS/Was\\_sind\\_IFRS\\_IAS\\_01.htm](http://www.ifrs-portal.com/Grundlagen/Was_sind_IFRS_IAS/Was_sind_IFRS_IAS_01.htm)
- [http://www.ifrs-portal.com/Dokumente/unterschiede\\_hgb\\_ifrs.pdf](http://www.ifrs-portal.com/Dokumente/unterschiede_hgb_ifrs.pdf)
- <http://www.businesswire.com/portal/site/home/about/>
- <http://www.hugingroup.com/content/aboutus.asp>
- <http://www.euroadhoc.com>

## **Abstract**

Die vorliegende Dissertation befasst sich mit den Publizitätsvorschriften an der Börse und vergleicht diesbezüglich die Regelungen in Österreich mit jenen aus Deutschland und Großbritannien. Dabei werden die Regelpublizität, die Beteiligungspublizität, Directors' Dealings und die Ad-hoc-Publizität verglichen. Nach einer Einleitung, in welcher die Motivation für dieses Dissertationsthema und das Ziel bzw der Gang der Untersuchung dargelegt werden, wird der Kapitalmarkt und dessen Grundlagen sowie Regelungsbereiche behandelt.

Im nächsten Kapitel wird der Börsemarkt in Österreich und insbesondere die Märkte bzw die Marktsegmentierung an der Wiener Börse dargestellt, um dem Leser der Dissertation eine grundlegende Vorstellung von der Wiener Börse zu vermitteln. In der Folge befasst sich die Dissertation mit der Frage, ob die Publizitätsbestimmungen dem Gesellschaftsrecht oder dem Verwaltungsrecht zuzurechnen sind sowie ob das IPRG auf diese anzuwenden ist.

Das fünfte Kapitel widmet sich den österreichischen Publizitätsvorschriften. Dabei werden die Regelpublizität, die Beteiligungspublizität, Directors' Dealings und die Ad-hoc-Publizität in dieser Reihenfolge dargestellt. Das sechste Kapitel behandelt die Folgen einer Publizitätspflichtverletzung in derselben Reihenfolge. Hierzu werden insbesondere die verwaltungs-, straf- und vor allem zivilrechtlichen Sanktionen angeführt und ausführlich behandelt.

Im siebenten und achten Kapitel werden die deutschen Publizitätsvorschriften und die Folgen ihrer Verletzung sowie in Kapitel neun und zehn die britischen Vorschriften und die Auswirkungen einer Nichteinhaltung behandelt. Der Aufbau der jeweiligen Kapitel wurde immer gleich gestaltet, um eine optimale Vergleichsmöglichkeit bieten zu können. Kapitel neun widmet sich dem britischen Rechtssystem und den Rechtsgrundlagen der Publizitätsvorschriften. Die Besonderheiten des britischen Sanktionssystems werden in Kapitel 10 dargestellt.

Abschließend werden in den letzten beiden Kapiteln die wesentlichen Gemeinsamkeiten und Unterschiede der jeweiligen länderspezifischen Vorschriften angeführt sowie als Ergebnis des Rechtsvergleiches schließlich jene Rechtsordnung zusammenfassend ausgewählt, welche in ihrer Gesamtheit gesehen die praktikabelsten und wirksamsten Regelungen hinsichtlich der Publizitätsvorschriften aufweist.

## Lebenslauf

### Angaben zur Person:

Name	<b>Christian HAFNER</b>
Titel	Mag. iur.
Staatsangehörigkeit	Österreich
Geburtsdatum	13.07.1983

---

### Ausbildung:

#### § **Juridische Fakultät Wien**

Doktoratstudium der Rechtswissenschaften von Oktober 2007 bis laufend  
Dissertationsthema: Publizitätsvorschriften an der Börse im internationalen Vergleich

Diplomstudium der Rechtswissenschaften von September 2003 bis Juni 2007  
Studium an der Università di Bologna (Italien) im Rahmen eines Auslandssemesters von Februar 2007 bis Juni 2007  
Wahlfachkörbe: Wirtschafts- und Unternehmensrecht, Steuerrecht und Rechnungswesen

#### § **BHAK Stegersbach**

September 1997 bis Juni 2002  
Schwerpunkt: Wirtschaftsinformatik

#### § **Hauptschule Güssing**

September 1993 bis Juni 1997

---

### Bisherige berufliche Tätigkeiten:

#### § **Hasch & Partner Anwaltsgesellschaft mbH, 1010 Wien**

Rechtsanwaltsanwärter seit November 2009

#### § **Brandl & Talos Rechtsanwälte GmbH, 1070 Wien**

Rechtsanwaltsanwärter von Februar 2009 bis Oktober 2009

#### § **Bezirksgericht Favoriten und Handelsgericht Wien, 1100 und 1030 Wien**

Rechtspraktikant von Februar 2008 bis Oktober 2008

#### § **Haslinger, Nagele & Partner Rechtsanwälte GmbH, 1010 Wien**

Rechtsanwaltsanwärter im August 2007 und von Oktober 2007 bis Dezember 2007

#### § **Haslinger, Nagele & Partner Rechtsanwälte GmbH, 1010 Wien**

Teilzeitbeschäftigung von September 2005 bis Februar 2007

#### § **Graf, Maxl & Pitkowitz Rechtsanwälte GmbH, 1010 Wien**

Teilzeitbeschäftigung von September 2003 bis September 2004

#### § **Güssinger Beverages & Mineralwater GmbH, 7542 Sulz**

Praktikant von Juni 2003 bis August 2003