Zur Ad-hoc-Publizität bei personellen Veränderungen im Vorstand

Stefan Fida, Wien

Übersicht:

I. Einleitung
II. Ad-hoc-Meldepflicht gemäß § 48d Abs 1 BörseG
  A. Zweck der Ad-hoc-Meldepflicht
  B. Tatbestand der Ad-hoc-Meldepflicht
  C. Insider-Information als Voraussetzung einer Ad-hoc-Meldepflicht
III. Personalveränderungen im Vorstand als zeitlich gestreckte Sachverhalte
IV. Auslegungsfragen bei Personalveränderungen im Vorstand
V. Analyse der für die Ad-hoc-Meldepflicht zentralen Tatbestandselemente
  A. Tatbestandselement der „Kursrelevanz"
  B. Tatbestandselement der „genauen Information"
VI. Rechtsprechung zum Tatbestandsmerkmal der „genauen Information"
  A. Entscheidung des EuGH vom 28. 6. 2012 (Rs *Geltl*)
    1. Sachverhalt
    2. Ergebnis
    3. Wesentliche Erkenntnisse für personelle Änderungen im Vorstand
  B. Entscheidung des VwGH vom 24. 3. 2014 (Rs O-AG)
    1. Sachverhalt
    2. Ergebnis
    3. Wesentliche Erkenntnisse für personelle Änderungen im Vorstand
  C. Entscheidung des VwGH vom 29. 4. 2014 (Rs R-Gruppe)
    1. Sachverhalt
    2. Ergebnis
    3. Wesentliche Erkenntnisse für personelle Änderungen im Vorstand
VII. Aufschub der Ad-hoc-Meldung
  A. Rechtliche Rahmenbedingungen
  B. Praxisfragen bei Personalveränderungen im Vorstand
VIII. Verantwortung für die Erfüllung der Ad-hoc-Meldepflicht
  A. Rechtliche Rahmenbedingungen
  B. Praxisfragen bei Personalveränderungen im Vorstand
IX. Neuerungen durch die Marktmissbrauchs-Verordnung
  A. Rechtsentwicklung
  B. Wesentlicher Inhalt der Marktmissbrauchs-Verordnung
    1. Tatbestand der Ad-hoc-Meldepflicht
    2. Begriff der Insider-Information
    3. Definition des Begriffs „zeitlich gestreckter Sachverhalt"
    4. Aufschub der Offenlegung
    5. Verantwortung für die Erfüllung der Ad-hoc-Meldepflicht
X. Zusammenfassung der Ergebnisse

I. Einleitung

Vor kurzem war in der österreichischen Tagespresse unter der Überschrift *„Meldepflicht, Insider-Infos: FMA ermittelt bereits in Sachen OMV"* Folgendes zu lesen:

„Wurde im Schlamassel um den vorzeitigen Abgang von OMV-Chef Gerhard Roiss und Gas-Vorstand Hans-Peter Floren gegen das Börsegesetz verstoßen? Der Aufsichtsrat der OMV beschloss wie berichtet einstimmig eine Strafanzeige bei der Staatsanwaltschaft. […] Die Finanzmarktaufsicht (FMA) hat davon unabhängig bereits von sich aus mit Ermittlungen begonnen. Es geht um den Tatbestand des Marktmissbrauchs und um eine mögliche Verletzung der Ad-hoc-Meldepflicht".[1])

Dass bei bevorstehenden personellen Änderungen im Vorstand eine Ad-hoc-Meldepflicht bereits lange vor der Beschlussfassung im Aufsichtsrat bestehen kann, ist seit mehreren Jahren bekannt.[2]) Ebenso, dass in der Praxis die Beantwortung der Frage, ob (bereits) eine Ad-hoc-Meldepflicht besteht, oft eine Herausforderung darstellt, was neben der stets notwendigen Einzelfallbetrachtung daran liegt, dass zahlreiche Tatbestandselemente der Ad-hoc-Meldepflicht unbestimmt sind und somit für den Rechtsanwender erhebliche Auslegungsschwierigkeiten bestehen.

Der österreichische Verwaltungsgerichtshof hatte im Jahr 2014 in zwei Fällen Gelegenheit, die Rechtsunsicherheit bei der Auslegung des Tatbestands der Ad-hoc-Meldepflicht, die auch nach der grundlegenden Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs vom 28. 6. 2012 in der Rechtssache *Geltl* besteht, zu reduzieren.[3])

Die aktuelle Tagespresse sowie die beiden Erkenntnisse des VwGH sollen zum Anlass genommen werden, jene Tatbestandselemente der Ad-hoc-Meldepflicht, die im Zusammenhang mit personellen Veränderungen im Vorstand typischerweise Auslegungsschwierigkeiten bereiten, die Voraussetzungen des Aufschubs einer Ad-hoc-Meldepflicht sowie die Frage, wer bei Veränderungen im Vorstand für die Einhaltung dieser Publizitätsvorschrift verantwortlich ist, zu analysieren. Dies soll jeweils auf Grundlage des aktuellen Emittenten-Leitfadens der Finanzmarktaufsichtsbehörde[4]), der bestehenden Rechtsprechung und der herrschenden Lehre sowie unter Bezugnahme auf Praxisbeispiele erfolgen. Zum Abschluss soll ein Überblick über die im Zusammenhang mit personellen Änderungen im Vorstand relevanten Bestimmungen der Marktmissbrauchs-Verordnung[5]) gegeben werden.

1) *Hodoschek*, Meldepflichten, Insider-Infos: FMA ermittelt bereits in Sachen OMV, Kurier vom 17. 10. 2014.
2) Vgl *CESR*, Market Abuse Directive Level 3, second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market (July 2007), Ref: CESR/06-562b, abrufbar unter www.cesr-org/; *Rüffler*, Probleme der börserechtlichen ad-hoc-Publizität bei personellen Veränderungen im Vorstand, ÖBA 2009, 724; siehe auch OGH 11. 6. 2008, 7 Ob 58/08t, GesRZ 2008, 378 (*Kalss/Zollner*).
3) Vgl VwGH 29. 4. 2014, 2012/17/0554, ÖBA 2014/151 (630) (*Zahradnik*).
4) Rundschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde vom 19. 6. 2013 betreffend Melde- und Veröffentlichungspflichten, abrufbar unter www.fma.gv.at/de/rechtliche-grundlagen/rundschreiben/emittenten.html (im Folgenden „Emittenten-Leitfaden der FMA").

II. Ad-hoc-Meldepflicht gemäß § 48d Abs 1 BörseG

A. Zweck der Ad-hoc-Meldepflicht

Die Bestimmungen über die Ad-hoc-Meldepflicht sollen sicherstellen, dass für die Kauf- und Verkaufsentscheidungen von Anlegern wesentliche Informationen unverzüglich in angemessener Form öffentlich bekannt gemacht werden. Hierdurch soll die effiziente Preisbildung verbessert und der Missbrauch von Insider-Informationen verhindert werden, wodurch wiederum die Integrität der Finanzmärkte gefördert und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte gestärkt wird.[6])

B. Tatbestand der Ad-hoc-Meldepflicht

Emittenten von Finanzinstrumenten haben gemäß § 48d Abs 1 1. Satz BörseG Insider-Informationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich der Öffentlichkeit bekannt zu geben. Die Ad-hoc-Meldepflicht knüpft damit an das Vorliegen einer Insider-Information an, die den Emittenten unmittelbar betrifft.

C. Insider-Information als Voraussetzung einer Ad-hoc-Meldepflicht

Eine Insider-Information ist gemäß § 48a Abs 1 Z 1 BörseG eine (i) öffentlich nicht bekannte, (ii) genaue Information, (iii) die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und (iv) die, wenn sie öffentlich bekannt werden würde, geeignet wäre, den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen, weil sie ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde. Diese Definition entspricht nahezu wörtlich dem Begriff der Insider-Information in Art 1 der Marktmissbrauchs-RL.[7]) Die für das Vorliegen einer Ad-hoc-Meldepflicht notwendige Information weicht vom Begriff der Insider-Information nur dadurch ab, dass eine Ad-hoc-Meldepflicht nur dann besteht, wenn zusätzlich zu den vier Haupttatbestandselementen der Insider-Information auch eine unmittelbare Emittenten-Betroffenheit vorliegt.

5) Verordnung (EU) 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. 4. 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der RL 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (im Folgenden „Marktmissbrauchs-Verordnung"), Abl L 173/1 vom 12. 6. 2014, 1.
6) *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I (2005) § 14 Rz 2 mwN.
7) RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. 1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl L 96/16 vom 12. 4. 2003, 16 (im Folgenden „Marktmissbrauchs-RL").

III. Personalveränderungen im Vorstand als zeitlich gestreckte Sachverhalte

Zeitlich gestreckte Sachverhalte sind Vorgänge, bei denen ein bestimmtes Ereignis oder ein bestimmter Umstand durch mehrere Zwischenschritte während einer Zeitperiode herbeigeführt werden.[8])

Für Entscheidungen, die Auswirkungen auf die personelle Zusammensetzung des Vorstands haben, ist kennzeichnend, dass diese häufig der letzte Schritt einer mehrere Monate dauernden Phase sind (solche Entscheidungen sind zB der Aufsichtsratsbeschluss über die Bestellung eines neuen Vorstandsmitglieds, die Abberufung eines Vorstandsmitglieds aus wichtigem Grund oder die einvernehmliche Beendigung der Vorstandsfunktion eines Vorstandsmitglieds). In dieser Phase finden typischerweise verschiedene Ereignisse statt, die der Vorbereitung der Personalentscheidung dienen (zB Diskussion der Idee einer möglichen personellen Änderung im Vorstand zwischen dem Aufsichtsratsvorsitzenden und seinem Stellvertreter, Beauftragung von Headhuntern und/oder sonstigen Beratern, Besprechungen zwischen einzelnen Aufsichtsratsmitgliedern, Sitzungen von Nominierungs- und/oder Vergütungsausschüssen, Besprechungen zwischen potentiellen Vorstandskandidaten und einzelnen Aufsichtsratsmitgliedern, Besprechungen zwischen dem Aufsichtsratsvorsitzenden und einem suspendierten Vorstandsmitglied oder einem Vorstandsmitglied, dessen Vorstandsvertrag vorzeitig einvernehmlich aufgelöst werden soll, Verhandlungen über den Inhalt von Vorstandsverträgen und Auflösungsvereinbarungen, Beschlussfassungen des Vergütungsausschusses über den Inhalt von Vorstandsverträgen neuer Vorstandsmitglieder oder die Auflösungsvereinbarung ausscheidender Vorstandsmitglieder, Abschluss dieser Verträge zwischen der AG und dem ausscheidenden oder dem neuen Vorstandsmitglied). Personalveränderungen im Vorstand sind damit sogenannte „zeitlich gestreckte Sachverhalte", samt allen damit verbundenen Schwierigkeiten.[9])

IV. Auslegungsfragen bei Personalveränderungen im Vorstand

Personelle Veränderungen im Vorstand betreffen den jeweiligen Emittenten *unmittelbar* und *direkt* und sind, zumindest am Beginn des der personellen Veränderung im Vorstand vorangehenden unternehmensinternen Entscheidungsprozesses, der *Öffentlichkeit nicht bekannt*. In der Praxis bereitet daher die Feststellung, ob ein vorliegender Sachverhalt diese drei für das Bestehen einer Ad-hoc-Meldepflicht notwendigen Tatbestandselemente erfüllt, typischerweise keine Probleme.

Schwierigkeiten bereitet jedoch häufig die Frage, in welchem Zeitpunkt eine *„genaue Information"* mit *„erheblicher Kursrelevanz"* vorliegt, da bei Vorliegen auch dieser Tatbestandselemente der Emittent verpflichtet ist, unverzüglich eine

8) *Kalss/Hasenauer*, Aktuelles zur Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen, GesRZ 2014, 269 (269).

9) Vgl zur Ad-hoc-Meldepflicht von M&A-Transaktionen, die ebenfalls zeitlich gestreckte Sachverhalte sind, *Kalss/Hasenauer*, GesRZ 2014, 269.

Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen oder die FMA von der Entscheidung, die Bekanntgabe der Insider-Information aufzuschieben, zu unterrichten.[10])

V. Analyse der für die Ad-hoc-Meldepflicht zentralen Tatbestandselemente

In der Folge sollen jene Tatbestandselemente, deren Auslegung in der Praxis bei Personalveränderungen im Vorstand häufig Schwierigkeiten bereitet, nämlich das Vorliegen einer *genauen Information* mit *erheblicher Kursrelevanz*, näher untersucht werden.

A. Tatbestandselement der „Kursrelevanz"

Eine Information besitzt gemäß § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential, wenn ein verständiger Anleger die Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde. Diese Definition entspricht nahezu wörtlich Art 1 Abs 2 der 1. Marktmissbrauchs-Durchführungs-RL[11]).

Das gesetzliche Konzept stellt auf eine ex-ante-Einzelfallbetrachtung eines verständigen Anlegers ab. Entscheidend ist somit, ob die Maßfigur eines rationalen Anlegers die Information als Teil der Grundlage ihrer Anlageentscheidung verwenden würde und daher zu erwarten ist, dass der Börsenkurs positiv oder negativ auf die Offenlegung der Information reagiert. Darauf, wie der Markt tatsächlich auf die Bekanntgabe der Insider-Information reagiert, kommt es nicht an, auch wenn eingetretenen Kursbewegungen faktisch eine Indiz-Wirkung zukommt.

Bei personellen Änderungen im Vorstand hängt die Kursrelevanz insbesondere von folgenden Kriterien ab:[12])

- Bedeutung des ausscheidenden bzw neuen Vorstandsmitglieds für das Unternehmen (zB wird der Wechsel des CEO die Voraussetzungen für eine Insider-Information eher erfüllen als der Wechsel eines anderen Vorstandsmitglieds; dies gilt umso mehr, wenn zu erwarten ist, dass die Tätigkeit des CEO erhebliche Auswirkungen auf den künftigen Geschäftserfolg hat, etwa weil der CEO als harter Sanierungsmanager gilt oder als wesentlich dafür angesehen wird, dass ein von ihm im Unternehmen eingeleiteter Change-Prozess in Bezug auf die Führungskultur des Unternehmens auch fortgesetzt wird);
- Gründe für den Vorstandswechsel (zB grobe Pflichtwidrigkeit eines Vorstandsmitglieds oder Streit zwischen zwei Vorstandsmitgliedern);

10) Vgl *Rüffler*, ÖBA 2009, 724 (727).

11) RL 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl L 339/70 vom 24. 12. 2003, 70 (im Folgenden „1. Marktmissbrauchs-Durchführungs-RL").

12) Vgl *Schima* in *Kalss/Kunz*, Handbuch für den Aufsichtsrat (2010) 514 ff.

- Art des Vorstandswechsels (zB wird bei einer Abberufung aufgrund einer groben Pflichtverletzung eine Insider-Information eher vorliegen als bei einer Zurücklegung des Vorstandsmandats durch das Vorstandsmitglied);
- Vorhersehbarkeit des Wechsels im Vorstand (zB wird eine Insider-Information in der Regel nicht vorliegen, wenn das Vorstandsmandat eines 65-jährigen CEO nach Ablauf seiner Funktionsperiode nicht verlängert wird; umgekehrt könnte der überraschende Unfalltod des das Unternehmen prägenden CEO zwei Wochen nach Abschluss des Bookbuildings des IPO dieses Unternehmens eine Insider-Information darstellen);
- Anzahl der aus dem Vorstand ausscheidenden oder neu in den Vorstand bestellten Personen (zB wird die Neubesetzung aller drei Vorstandspositionen eher eine Insider-Information darstellen als der bloße „Austausch" eines Vorstandsmitglieds eines dreiköpfigen Vorstands).

Aus der Aufzählung ist ersichtlich, dass übliche Vorstandswechsel, abgesehen von Ausnahmefällen, das Tatbestandsmerkmal der Kursrelevanz nicht erfüllen werden.[13]) Vielmehr wird das für das Bestehen einer Ad-hoc-Meldepflicht notwendige erhebliche Preisbeeinflussungspotential nur dann vorliegen, wenn die Umstände des Vorstandswechsels erhebliche Auswirkungen auf das Unternehmen haben (zB wenn aufgrund des überraschenden Unfalltods des CEOs ein anderes Vorstandsmitglied oder ein Mitglied des Aufsichtsrats interimistisch die Position des CEO übernehmen muss) oder aus den Umständen des bevorstehenden Vorstandswechsels Rückschlüsse auf den Zustand des Unternehmens und/oder die künftige geschäftliche Entwicklung gezogen werden können (zB Rückschlüsse auf eine geänderte Strategie oder sonstige Probleme im Unternehmen, etwa wesentliche Konflikte zwischen Vorstandsmitgliedern, zwischen dem Vorstand und dem Aufsichtsrat oder dem Vorstand und der Belegschaft und zu erwarten ist, dass dies die künftige Geschäftsentwicklung beeinflussen wird).

B. Tatbestandselement der „genauen Information"

Eine Information gilt gemäß § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG 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 den Kurs von Finanzinstrumenten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zulässt. Diese Definition entspricht inhaltlich Art 1 Abs 1 der 1. Marktmissbrauchs-Durchführungs-RL. Die von der 1. Marktmissbrauchs-Durchführungs-RL geringfügig abweichende Terminologie des österreichischen Gesetzgebers (§ 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG spricht von einer *„genauen"* Information, was voraussetzt, dass diese Information ausreichend *„bestimmt"* ist,

13) Vgl Emittenten-Leitfaden der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 8. 11. 2013, 35, abrufbar unter www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_2013.pdf (im Folgenden „Emittenten-Leitfaden der BaFin").

während Art 1 Abs 1 der 1. Marktmissbrauchs-Durchführungs-RL auf eine *„präzise"* Information abstellt, was voraussetzt, dass diese ausreichend *„spezifisch"* ist) führt zu keiner unterschiedlichen Bedeutung dieses Tatbestandselements.

Entscheidend für das Vorliegen einer *genauen* Information ist somit, dass zwei kumulative Voraussetzungen erfüllt sind: zum einen muss ein Ereignis entweder bereits eingetreten sein oder mit *hinreichender Wahrscheinlichkeit* eintreten werden. Zum anderen muss die Information ausreichend *bestimmt* sein, um auf die Auswirkungen dieses (bevorstehenden) Ereignisses auf den jeweiligen Börsenkurs schließen zu können. Diese zweite Voraussetzung ist eng verbunden mit dem Kriterium der *Kursrelevanz*, da eine Information dann ausreichend *bestimmt* ist, wenn sie einen Schluss auf die *Kursrelevanz* zulässt.[14])

VI. Rechtsprechung zum Tatbestandsmerkmal der „genauen Information"

Der EuGH hatte bisher einmal[15]) und der VwGH zweimal Gelegenheit, zur Auslegung des Begriffs der Insider-Information Stellung zu nehmen. Alle drei vorliegenden Entscheidungen, deren Sachverhalt und wesentliche Erkenntnisse im Folgenden kurz dargestellt werden sollen, betreffen die Auslegung des Begriffs der *genauen Information* gemäß § 48a Abs 1 Z 1 BörseG, der dem Begriff der *präzisen Information* in Art 1 Nr 1 der Marktmissbrauchs-RL entspricht.

A. Entscheidung des EuGH vom 28. 6. 2012 (Rs Geltl)[16])

1. Sachverhalt

Im Folgenden wird in chronologischer Reihenfolge der zeitliche Ablauf der verschiedenen Schritte dargestellt, die im Vorfeld des Rücktritts von Herrn *Schrempp* als Vorstandsvorsitzender von Daimler und der Bestellung von Herrn *Zetsche* zum neuen Vorstandsvorsitzenden stattgefunden haben.

6. 4. 2005: Im Anschluss an die an diesem Tag stattfindende Hauptversammlung von Daimler beginnt Herr *Schrempp*, der Vorstandsvorsitzende von Daimler, zunehmend mit dem Gedanken zu spielen, seine bis 2008 laufende Funktion als Vorstandsvorsitzender vorzeitig niederzulegen.

7. 5. 2005: Herr *Schrempp* erörtert seine Absicht, sein Vorstandsmandat vorzeitig zurück zu legen, erstmals mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden von Daimler.

14) Vgl *Klöhn*, Lafonta/AMF – die neue cause célèbre des europäischen Insiderrechts? ZIP 2014, 945 (948).

15) Beim EuGH ist derzeit erneut ein Vorabentscheidungsverfahren anhängig, in dem es um die Auslegung des Begriffs der *präzisen Information* geht. Vgl das Vorabentscheidungsersuchen der Cour de cassation (Frankreich), eingereicht am 2. 12. 2013 – *Jean-Bernard Lafonta/Autorité des marchés financiers* (Rs-628/13), Abl C 39/13 vom 8. 2. 2014, 13.

16) EuGH 28. 6. 2012, C-19/11, *Geltl*.

1. 6. 2005 bis 27. 7. 2005: Mehrere Aufsichtsrats- und Vorstandsmitglieder von Daimler werden über die Pläne von Herrn *Schrempp* informiert.

Ab 10. 7. 2005: Mitarbeiter von Daimler beginnen an einer Pressemitteilung über den Vorstandswechsel und an einem Brief an die Mitarbeiter von Daimler zu arbeiten, in dem diese über die personelle Veränderung im Vorstand informiert werden.

13. 7. 2005: Der Präsidialausschuss des Aufsichtsrats wird für den 27. 7. 2005 und der Aufsichtsrat für den 28. 7. 2005 einberufen. Beide Tagesordnungen enthalten keinen Hinweis auf einen möglichen Wechsel des Vorstandsvorsitzenden.

27. 7. 2005: Der Präsidialausschuss beschließt dem Aufsichtsrat das vorzeitige Ausscheiden von Herrn *Schrempp* sowie die Bestellung von Herrn *Zetsche* zu seinem Nachfolger vorzuschlagen.

28. 7. 2005: Der Aufsichtsrat fasst den Beschluss, dem Vorschlag des Präsidialausschusses zu folgen. Dieser Beschluss wird am selben Tag als Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht, was einen deutlichen Anstieg des Börsenkurses der Aktien von Daimler zur Folge hatte.

Herr *Geltl*, der Kläger im dem Vorabentscheidungsverfahren zugrunde liegenden Rechtsstreit, hatte die von ihm gehaltenen Daimler-Aktien im Zeitraum zwischen 6. 4. 2005 und 28. 7. 2005 über die Börse verkauft. In dem Verfahren begehrte er den Ersatz jenes Schadens, der ihm dadurch entstanden sei, dass Daimler die Information über das vorzeitige Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden verspätet veröffentlicht habe. Dieser Schaden, so die Argumentation von Herrn *Geltl*, resultiere daraus, dass bei rechtzeitiger Veröffentlichung des Ausscheidens von Herrn *Schrempp* der Börsenkurs bereits vor dem 28. 7. 2005 deutlich gestiegen wäre und er somit für seine Daimler-Aktien einen höheren Kaufpreis erhalten hätte.[17])

Im Verfahren vor dem deutschen Bundesgerichtshof waren folgende zwei Fragen entscheidungswesentlich, die der BGH im Wege eines Vorabentscheidungsverfahrens dem EuGH vorlegte:

- Kann nur das Endereignis eines zeitlich gestreckten Sachverhalts (konkret: der Beschluss des Aufsichtsrats über den Vorstandswechsel am 28. 7. 2005) das Tatbestandselement der *präzisen Information* im Sinn des Art 1 Abs 1 der 1. Marktmissbrauchs-Durchführungs-RL erfüllen, oder kann auch jeder einzelne Zwischenschritt auf dem Weg zum Endereignis (konkret: zB die am 7. 5. 2005 erfolgte Mitteilung des Vorstandsvorsitzenden an den Aufsichtsratsvorsitzenden, die Zurücklegung seiner Vorstandsfunktion anzustreben oder die Beschlussfassung des Präsidialausschusses am 27. 7. 2005) eine *präzise Information* darstellen?
- Muss der Eintritt eines künftigen Ereignisses überwiegend oder sehr wahrscheinlich sein, damit das Kriterium der *hinreichenden Wahrscheinlichkeit* im Sinn des Art 1 Abs 1 der 1. Marktmissbrauchs-Durchführungs-RL vorliegt, oder hängt das Maß der notwendigen Eintrittswahrscheinlichkeit des jeweiligen Ereignisses davon ab, welche Auswirkungen die Information über dieses Ereignis voraussichtlich auf den Börsenkurs haben wird?

17) Vgl zum Sachverhalt des Rechtsstreits zwischen Herrn *Geltl* und Daimler auch BGH 25. 2. 2008, II ZB 9/07.

2. Ergebnis

Bei der ersten Vorlagefrage kam der EuGH zum Ergebnis, dass bei einem zeitlich gestreckten Vorgang nicht nur das Endergebnis, sondern auch jeder damit verknüpfte Zwischenschritt eine *präzise Information* sein kann.[18]) Voraussetzung hierfür ist, dass der Zwischenschritt *schon eingetreten ist* oder sein Eintritt *hinreichend wahrscheinlich* ist und gleichzeitige eine *ausreichende Kursspezifität* gegeben ist. Letzteres bedeutet, dass die Information Schlüsse auf die mögliche Kursentwicklung der Aktie zulassen muss.[19])

Für den konkreten Fall hatte dies zur Folge, dass bereits vor dem 28. 7. 2005 eine Ad-hoc-Meldepflicht bestanden haben könnte. Dies wäre dann der Fall, wenn entweder zu irgendeinem Zeitpunkt vor dem 28. 7. 2005 der Eintritt des Endereignisses (Beschluss über den Vorstandswechsel) bereits *hinreichend wahrscheinlich* war oder ein Zwischenschritt (zB die Information des Aufsichtsratsvorsitzenden) bereits eingetreten ist oder der Eintritt dieses Zwischenschritts zumindest *hinreichend wahrscheinlich* war und dieser Zwischenschritt auch die sonstigen Tatbestandselemente der Ad-hoc-Meldepflicht, insbesondere die geforderte Kursbeeinflussungseignung, erfüllt. Inwiefern dies im Konkreten der Fall war und somit bereits vor dem 28. 7. 2005 eine Veröffentlichungspflicht bestand, hatte der EuGH nicht zu entscheiden.

In Bezug auf die zweite Vorlagefrage kam der EuGH zum Ergebnis, dass eine *hinreichende Wahrscheinlichkeit* des Eintritts eines Ereignisses dann vorliegt, wenn eine umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte ergibt, dass das Eintreten des künftigen Ereignisses *„tatsächlich erwartet werden kann"*.[20]) Das ursprünglich vom BGH und der deutschen Literatur entwickelte bewegliche System von Wahrscheinlichkeiten wurde abgelehnt.[21]) Nach dem EuGH dürfen daher nur solche Ereignisse, deren Eintritt *„nicht wahrscheinlich"* ist, als unpräzise ausgeschieden werden. Für alle anderen Ereignisse verweist der EuGH den Rechtsanwender auf eine umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte.[22]) Sofern daher *„tatsächlich erwartet werden"* kann, dass diese Ereignisse *„in Zukunft existieren oder eintreten werden"*, muss anhand der übrigen Tatbestandselemente geprüft werden, ob eine den Emittenten unmittelbar betreffende Insider-Information vorliegt und damit eine Ad-hoc-Meldepflicht besteht.

18) EuGH 28. 6. 2012, C-19/11, *Geltl*, Rz 40.
19) EuGH 28. 6. 2012, C-19/11, *Geltl*, Rz 29.
20) EuGH 28. 6. 2012, C-19/11, *Geltl*, Rz 50.
21) EuGH 28. 6. 2012, C-19/11, *Geltl*, ÖBA 2012/42 (716) (*Ketzer*); *Kalss/Hasenauer*, Update: Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen, RdW 2012/618, 576 (580).
22) EuGH 28. 6. 2012, C-19/11, *Geltl*, Rz 45.

3. Wesentliche Erkenntnisse für personelle Änderungen im Vorstand

Aus der Entscheidung des EuGH ist ein zweistufiges Prüfungsschema für zeitlich gestreckte Sachverhalte, bei denen dem Endereignis mehrere Zwischenstufen vorangehen, abzuleiten.[23]) Danach besteht eine Ad-hoc-Meldepflicht dann, wenn die Voraussetzungen einer der beiden folgenden Fallgruppen erfüllt sind.

Die Information über ein bevorstehendes Endereignis (zB die vorzeitige Abberufung des Finanzvorstands aufgrund wiederholter, dem CFO vorwerfbarer Fehler bei der Erstellung des Budgets und der Mittelfristplanung) ist zu veröffentlichen, wenn in Bezug auf das Endereignis alle Tatbestandselemente der Ad-hoc-Meldepflicht erfüllt sind (Fallgruppe 1). Dies setzt insbesondere voraus, dass der Eintritt des Endereignisses bereits *hinreichend wahrscheinlich* ist, was nach hL eine Eintrittswahrscheinlichkeit von über 50% voraussetzt.[24]) Der Eintritt eines Zwischenereignisses (zB die Diskussion der vorzeitigen Abberufung des Finanzvorstands zwischen dem Aufsichtsratsvorsitzendem und einem Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat oder ein Gespräch zwischen dem Aufsichtsratsvorsitzenden und dem CFO, in dem der Aufsichtsratsvorsitzende dem CFO mitteilt, dass er dem Aufsichtsrat eine Abberufung des CFO aus wichtigem Grund vorschlagen werde, wenn der CFO keiner einvernehmlichen Beendigung seines Vorstandsvertrags zustimmt) ist bei dieser Fallgruppe nur insofern von Bedeutung, als durch den Eintritt des Zwischenschritts die Wahrscheinlichkeit des Eintritts des Endereignisses auf über 50% steigen und damit die Ad-hoc-Meldepflicht auslösen kann.

Unabhängig vom Endereignis kann die Information über einen Zwischenschritt (zB eine Sitzung des Aufsichtsrats, in dem die vom Betriebsrat nominierten Arbeitnehmervertreter vom fehlenden Vertrauen großer Teile der Belegschaft in die Unternehmensführung und vom Risiko eines Streiks berichten, falls der Aufsichtsrat den äußerst charismatischen CEO, der das Unternehmen gegründet hat und aus Sicht des Kapitalmarkts entscheidend für den künftigen Erfolg des Unternehmen ist, nicht vorzeitig abberuft) zu veröffentlichen sein, wenn in Bezug auf diesen Zwischenschritt alle Tatbestandselemente der Ad-hoc-Meldepflicht erfüllt sind (Fallgruppe 2). Dies setzt insbesondere voraus, dass der Zwischenschritt als solcher die Anforderungen an eine *genaue Information* erfüllt und auch die *notwendige Kurserheblichkeit* gegeben ist. Dies kann bereits dann der Fall sein, wenn der Eintritt des Zwischenschritts *hinreichend wahrscheinlich* ist (zB kann die Entscheidung des Aufsichtsratspräsidiums, den CEO mit dem Ersuchen zu konfrontieren, seinen Vorstandsvertrag vorzeitig einvernehmlich aufzulösen, dazu führen, dass der Eintritt des nächsten Zwischenschritts, zB die tatsächliche Aufforderung des CEO, seinen Vorstandsvertrag einvernehmlich aufzulösen, bereits hinreichend wahrscheinlich ist) und der Zwischenschritt selbst *kursrelevant* ist.

23) EuGH 28. 6. 2012, C-19/11, *Geltl*, GesRZ 2012, 248 (251) (*Oppitz*).
24) *Langenbucher*, Über die allmähliche Verfertigung des Gesetzes beim Regulieren – Der Begriff der Insiderinformation nach der Marktmissbrauchsverordnung, ÖBA 2014, 656 (660); *Schopper/Walch*, Ad-hoc-Publizität bei zeitlich gestreckten Sachverhalten – zugleich eine Besprechung von VwGH 2012/17/0554, ZFR 2014, 255 (256) mwN.

Die Entscheidung des EuGH spricht dafür, dass die Tatbestandselemente der *genauen Information* und der *Kursrelevanz* getrennt voneinander zu prüfen sind. Dies macht es bei Fallgruppe 2 möglich, weitere Unterfallgruppen zu unterscheiden.[25])

Einerseits kann eine Information über einen Zwischenschritt (zB ein Brief des charismatischen CEO an den Aufsichtsratsvorsitzenden, in dem dieser von einem heftigen Streit mit dem ebenfalls für den Unternehmenserfolg sehr maßgeblichen CFO berichtet und um die sofortige Abberufung des CFO ersucht oder das Ersuchen des Gründer-CEOs, der rund 8% der Aktien des Emittenten hält, an den mit rund 40% an der AG beteiligten Aufsichtsratsvorsitzenden, seinen Vertrag vorzeitig aufzulösen, weil der Aufsichtsratsvorsitzende ohne Wissen des CEO Gespräche mit wichtigen Kunden des Emittenten geführt habe, was nach Auffassung des CEO das Vertrauensverhältnis zum Aufsichtsratsvorsitzenden nachhaltig zerrüttet habe) selbst ausreichende *Kursrelevanz* haben, weil diese Information von einem verständigen Anleger seiner Anlageentscheidung zugrunde gelegt würde (Fallgruppe 2.1).

Andererseits kann es sein, dass die Kursrelevanz eines Zwischenschritts ausschließlich vom Eintritt des Endereignisses abhängt (Fallgruppe 2.2; zB wird die Einigung eines potentiellen CEO mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden auf den Inhalt eines möglichen Vorstandsvertrags selbst dann keine eigenständige Kursrelevanz haben, wenn es sich bei dem potentiellen CEO um einen „Star" der Branche des Unternehmens handelt, sondern die Kursrelevanz wird von der Wahrscheinlichkeit der Bestellung des Vorstandskandidaten zum CEO durch den Aufsichtsrat abhängen). In dieser Fallgruppe führt die Trennung der Prüfung der Tatbestandsmerkmale der *genauen Information* und der *Kurserheblichkeit* dazu, dass die *Kurserheblichkeit* bereits dann zu bejahen sein kann, wenn das Endereignisses (zB die vorzeitige Abberufung des CEO) zwar nicht mit über 50%iger Wahrscheinlichkeit eintritt, ein verständiger Anleger die Information über den Zwischenschritt jedoch trotzdem seiner Anlageentscheidung zugrunde legen würde, weil der zu diesem Zeitpunkt noch unwahrscheinliche Eintritt des Endereignisses zu großen Kursveränderungen führen würde.[26])

Die Fallgruppen 1 und 2 können gleichzeitig erfüllt sein.[27]) Dies könnte beispielsweise dann der Fall sein, wenn Indizien für eine grobe Pflichtverletzung des CFO vorliegen und der Aufsichtsrat den CFO bis zur abschließenden Prüfung des Vorliegens einer groben Pflichtverletzung suspendiert. In diesem Fall besteht die Pflicht, beide Informationen durch eine Ad-hoc-Meldung zu veröffentlichen bzw kann eine Veröffentlichung beider Informationen nur unterbleiben, wenn in Bezug auf beide Informationen die Voraussetzungen eines Aufschubs der Ad-hoc-Meldepflicht vorliegen.

25) Vgl *Schopper/Walch*, ZFR 2014, 255 (257).
26) *Rehahn*, Teilschritte gestreckter Vorgänge als Insiderinformation, GPR 2012, 319 (321); *Schopper/Walch*, ZFR 2014, 255 (257).
27) *Schopper/Walch*, ZFR 2014, 255 (257).

B. Entscheidung des VwGH vom 24. 3. 2014 (Rs O-AG)[28]

1. Sachverhalt

Im Folgenden wird in chronologischer Reihenfolge der zeitliche Ablauf der verschiedenen Schritte, die vor Verkauf eines Aktienpakets durch die O-AG stattgefunden haben, dargestellt.

7./8. 3. 2009: Der österreichische Mineralölkonzern O-AG erhält von einer Investmentbank die Information, dass ein russisches Unternehmen Interesse an einem Treffen mit der O-AG hat.

14. 3. 2009: Bei einem Treffen zwischen dem russischen Unternehmen und der O-AG signalisiert das österreichische Unternehmen seine Bereitschaft, unter bestimmten Voraussetzungen die von ihm gehaltenen Aktien an einer ungarischen Gesellschaft zu verkaufen. Im Anschluss an dieses Treffen beauftragt die O-AG die Investmentbank mit der Begleitung des Verkaufs.

18. 3. 2009: Die involvierte Investmentbank präsentiert gegenüber Vertretern des Kaufinteressenten den ausgearbeiteten Vorschlag des potentiellen Verkäufers, inklusive der Preisvorstellung des österreichischen Konzerns.

22. 3. 2009: Die Investmentbank übermittelt der O-AG ein E-Mail, in dem sie ausdrücklich das Interesse des russischen Unternehmens, mit der Transaktion schnell voranzukommen, zum Ausdruck bringt und zahlreiche Eckdaten über die weitere Abwicklung des Transaktionsprozesses anführt.

26. 3. 2009: Die erste direkte Verhandlungsrunde zwischen dem potentiellen Verkäufer und dem Kaufinteressenten führt zu keinem Ergebnis.

27. 3. 2009: Der Vorstandsvorsitzende der O-AG berichtet seinem Aufsichtsratsvorsitzenden, dass er einen Abschluss der Transaktion für unwahrscheinlich hält.

30. 3. 2009: Die O-AG gibt mit einer Ad-hoc-Meldung bekannt, dass sie ihr Aktienpakt an der ungarischen Gesellschaft veräußert hat.

Die FMA sah in dieser Vorgehensweise einen Verstoß gegen die Ad-hoc-Meldepflicht. Nach Auffassung der FMA sind schon am 22. 3. 2009 alle Tatbestandselemente der Ad-hoc-Meldepflicht erfüllt gewesen, sodass der österreichische Mineralölkonzern bereits zu diesem Zeitpunkt eine Ad-hoc-Meldung hätte veröffentlichen oder den Aufschub der Veröffentlichung der FMA bekannt geben hätte müssen.

Der Unabhängige Verwaltungssenat Wien hob das Straferkenntnis der FMA mit der Begründung auf, dass am 22. 3. 2009 sowohl die *Eintrittswahrscheinlichkeit* als auch die *Genauigkeit* der Information noch nicht hinreichend verdichtet gewesen sind, um eine ad-hoc-meldepflichtige Insider-Information anzunehmen.

28) VwGH vom 24. 3. 2014, 2012/17/0118.

Im Verfahren vor dem VwGH, dem eine Amtsbeschwerde der FMA zugrunde lag, ging es darum, ob am 22. 3. 2009 eine offenzulegende *genaue Information* im Sinn des § 48a Abs 1 Z 1 BörseG vorgelegen hat. Dies wäre dann der Fall gewesen, wenn entweder der Zwischenschritt am 22. 3. 2009 (E-Mail über die Kaufabsicht und einen Transaktionszeitplan) als solcher oder das bevorstehende Endereignis (Abschluss der Transaktion) die Anforderungen an eine *genaue Information* iS des § 48a Abs 1 Z 1 BörseG erfüllt hätten. Der erste Fall wäre dann erfüllt gewesen, wenn der Zwischenschritt selbst, der am 22. 3. 2009 bereits eingetreten ist, eine ausreichende *Kursspezifität* gehabt hätte. Der Zweite, wenn am 22. 3. 2009 der Abschluss des Kaufvertrags *hinreichend wahrscheinlich* geworden wäre und gleichzeitig die notwendige *Kursspezifität* vorgelegen hätte, weil ein verständiger Anleger aus dem E-Mail vom 22. 3. 2009 einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Tatsache auf den Börsenkurs der Aktie der O-AG hätte schließen können.

2. Ergebnis

Der VwGH hielt die Auffassung der belangten Behörde, dass am 22. 3. 2009 noch keine Insider-Information vorlag, für nachvollziehbar und wies daher die Amtsbeschwerde der FMA ab. Der VwGH folgte damit der Begründung des UVS Wien, dass am 22. 3. 2009 der Abschluss der Transaktion (das Endereignis) aufgrund verschiedener Unwägbarkeiten noch nicht *hinreichend wahrscheinlich* war und darüber hinaus an diesem Tag auch die notwendige *Kursspezifität* noch nicht vorlag, weil mangels einer Bezifferung des Kaufpreises nicht klar war, ob die Aktie der O-AG positiv oder negativ auf die Veröffentlichung der Information über den bevorstehenden Abschluss der Transaktion reagiert und damit auch aus diesem Grund noch keine *genaue Information* in Bezug auf das Endereignis vorlag.

Eine ausdrückliche Prüfung, ob der Zwischenschritt (E-Mail über die Kaufabsicht und einen Transaktionszeitplan) eine *genaue Information* war, führte der VwGH nicht durch. Am Ergebnis des VwGH hätte dies jedoch nichts geändert, weil im konkreten Fall auszuschließen war, dass der Zwischenschritt als solches die notwendige *Kursspezifität* besitzt.

3. Wesentliche Erkenntnisse für personelle Änderungen im Vorstand

Die Entscheidung des VwGH zeigt, wie schwierig in der Praxis die Beurteilung sein kann, ob das Kriterium der *hinreichenden Wahrscheinlichkeit* des Eintritts eines Ereignisses bereits vorliegt. Insbesondere kann es sein, dass dieses Kriterium bei noch bestehenden Unwägbarkeiten nicht erfüllt ist (zB kann Einvernehmen zwischen allen Aufsichtsratsmitgliedern und einem Vorstandskandidaten über dessen beabsichtigte Bestellung zum neuen CEO bestehen, die Umsetzbarkeit dieser Absicht aber von der Bereitschaft der Familie des potentiellen neuen CEO, nach Österreich zu ziehen, oder von dem Verzicht des ehemaligen Arbeitgebers des potentiellen neuen CEO auf eine bestehende Konkurrenzklausel abhängig sein; eine solche Unwägbarkeit kann auch darin bestehen, dass der Auf-

sichtsratsvorsitzende eine einvernehmliche Entscheidung über den neuen CEO anstrebt und noch unklar ist, ob alle Aufsichtsratsmitglieder seiner Empfehlung folgen werden). Ebenso zeigt die Entscheidung gut, dass eine veröffentlichungspflichtige Insider-Information eine bestimmte Präzision verlangt, weil andernfalls das Erfordernis der *Kursspezifität* nicht erfüllt ist (zB wird aus dem Beschluss eines mit der Leistung des Vorstands unzufriedenen Aufsichtsrats, unterschiedliche Optionen zur personellen Neuaufstellung des Vorstands zu evaluieren, kein Rückschluss auf die Auswirkungen einer möglichen personellen Neuaufstellung des Vorstands auf den Kurs der Aktien dieses Emittenten gezogen werden können, insbesondere wenn zu diesem Zeitpunkt noch nicht einmal feststeht, welche Vorstandsmitglieder das Unternehmen verlassen sollen).

C. *Entscheidung des VwGH vom 29. 4. 2014 (Rs R-Gruppe)*[29]

1. Sachverhalt

Im Folgenden wird in chronologischer Reihenfolge der zeitliche Ablauf der verschiedenen Schritte dargestellt, die vor Durchführung eines Merger-Projekts zwischen der RZ-AG und der RI-AG stattgefunden haben.

Herbst 2008: Verschiedene strategische Optionen werden in alle Richtungen überlegt.

Herbst 2009: Die Diskussion über die verschiedenen strategischen Optionen auf „High-Level-Basis" wird wieder aufgenommen.

September/Oktober 2009: Der Vorstand der RZ-AG evaluiert 17 verschiedene strategische Optionen und bewertet diese „aus dem Bauchgefühl heraus" mit Schulnoten.

4. 11. 2009: In der Vorstandssitzung der RZ-AG werden die Vor- und Nachteile eines Mergers zwischen RZ-AG und RI-AG besprochen. Der Zweitbeschwerdeführer, der zu diesem Zeitpunkt Vorstandsmitglied der RZ-AG und der RI-AG war, weist darauf hin, dass *„bei Bekanntgabe des Mergers mit einem (kurzfristigen) Kursabsturz von rund 20% bis 25% zu rechnen sei."* Der Vorstand der RZ-AG beschließt in dieser Sitzung, ein Merger-Projekt zwischen der RZ-AG und der RI-AG zu starten. Ab diesem Zeitpunkt werden keine anderen strategischen Alternativen ernsthaft weiter verfolgt.

22. 2. 2010: Die RI-AG gibt – veranlasst durch Marktgerüchte – mit einer Ad-hoc-Meldung bekannt, dass die Vorstände der RI-AG und der RZ-AG derzeit als eine von mehreren möglichen strategischen Optionen den Zusammenschluss von RI-AG und RZ-AG genauer prüfen lassen. In Reaktion auf diese Meldung sinkt der Börsenkurs der Aktie der RI-AG innerhalb von drei Handelstagen um mehr als 20%.

29) VwGH 29. 4. 2014, 2012/17/0554.

19. 4. 2010: Die Vorstände der RI-AG und der RZ-AG geben ihre Entscheidung bekannt, ihren jeweiligen Aktionären die Durchführung des geplanten Merger-Projekts zur Entscheidung vorzulegen.

7./8. 7. 2010: In den Hauptversammlungen der beteiligten Gesellschaften wird die Durchführung der geplanten Umstrukturierung beschlossen.

9./10. 10. 2010 An diesen Tagen werden die Abspaltung wesentlicher Geschäftsfelder der RZ-AG auf eine Tochtergesellschaft der RZ-AG und die Verschmelzung dieser Tochtergesellschaft der RZ-AG auf die RI-AG ins Firmenbuch eingetragen und damit die Transaktion abgeschlossen. Folge der Transaktion ist, dass sich der Anteil der RZ-AG an der RI-AG auf rund 78,5% erhöht hat.

Die FMA begründete ihr Straferkenntnis damit, dass jedenfalls ab Ende der Vorstandsklausur am 4. 11. 2009 eine offenlegungspflichtige Insider-Information vorgelegen habe, weil ein verständiger Anleger die Information, dass der Vorstand der RZ-AG beschlossen hat, ein Merger-Projekt zwischen der RZ-AG und der RI-AG zu starten, wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung genutzt hätte. Die FMA führte dabei aus, dass es für das Vorliegen einer *genauen Information* im Sinn des § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG nicht stets auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Umstandes ankomme. Dies muss wohl so verstanden werden, dass die FMA den Zwischenschritt (Entscheidung über den Start des Merger-Projekts) als solches als *genaue Information* qualifiziert hat.

Der UVS Wien folgte der Auffassung der FMA und bestätigte die erstinstanzliche Entscheidung. Nach Auffassung des UVS Wien stellte der Zwischenschritt (Entscheidung über den Start des Merger-Projekts) als solches eine *genaue Information* im Sinn des § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG dar. Der UVS Wien begründete seine Ansicht insbesondere damit, dass bereits die Information über den Start des Merger-Projekts eine ausreichende *Kursspezifität* hatte, was sich unter anderem daran zeigte, dass der Zweitbeschwerdeführer bereits in der Vorstandssitzung vom 4. 11. 2009 selbst auf zu erwartende Kurseinbrüche der RI-Aktie von 20 bis 25% hinwies und diese Erwartung dann auch tatsächlich empirisch bestätigt wurde. Auf die Wahrscheinlichkeit, dass es tatsächlich zur Durchführung des Merger-Projekts (Endereignis) kam, kam es nach Auffassung des UVS Wien damit konsequenterweise nicht mehr an.

Im Verfahren vor dem VwGH ging es darum, ob am 4. 11. 2009 eine offenzulegende *genaue Information* im Sinn des § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG vorgelegen hat. Dies hing davon ab, ob entweder der Zwischenschritt am 4. 11. 2009 (Entscheidung, das Merger-Projekt zu starten) als solcher oder das bevorstehende Endereignis (Abschluss des Merger-Projekts) die Anforderungen an eine *genaue Information* iS des § 48a Abs 1 Z 1 BörseG erfüllt. Der erste Fall hätte dann bejaht werden müssen, wenn der Zwischenschritt selbst, der am 4. 11. 2009 bereits eingetreten ist, eine ausreichende *Kursspezifität* hatte. Der Zweite, wenn am 4. 11. 2009 der Abschluss des Merger-Projekts *hinreichend wahrscheinlich* geworden wäre und gleichzeitig die notwendige *Kursspezifität* vorgelegen hätte.

2. Ergebnis

Der VwGH kam – entgegen der Ansicht der FMA und des UVS Wien – zum Ergebnis, dass im Zeitpunkt des Vorstandsbeschlusses am 4. 11. 2009 noch keine Ad-hoc-Publizitätspflicht bestand. Der VwGH begründete in seiner Entscheidung ausführlich, warum die Durchführung des Merger-Projekts (Endereignis) noch nicht *hinreichend wahrscheinlich* war und die bevorstehende Durchführung des Mergers daher noch keine *genaue Information* war. Er verneinte damit, dass die Voraussetzungen der Fallgruppe 1[30]) erfüllt sind. Die Unterinstanzen hatten ihre Entscheidung jedoch jeweils darauf gestützt, dass der Vorstandsbeschluss über den Start des Merger-Projekts (Zwischenschritt) als solches eine *genaue Information* darstellt und damit die Voraussetzungen der Fallgruppe 2[31]) erfüllt sind. Zu dieser Frage hielt der VwGH ohne Auseinandersetzung mit den Argumenten der Unterinstanzen nur fest, dass der Vorstandsbeschluss vom 4. 11. 2009 keine *genaue Information* im Sinn des § 48a Abs 1 BörseG ist, und begründete seine Auffassung nur mit der noch nicht ausreichend gegebenen Wahrscheinlichkeit der Durchführung des Merger-Projekts. Eine überzeugende Begründung dafür, warum die Voraussetzungen der Fallgruppe 2 nicht erfüllt waren, ist dem Erkenntnis des VwGH nicht zu entnehmen.

3. Wesentliche Erkenntnisse für personelle Änderungen im Vorstand

Aufgrund der in der entscheidenden Frage fehlenden Begründung des VwGH lassen sich aus der Entscheidung keine wesentlichen Erkenntnisse ableiten. Insbesondere erscheint zweifelhaft, ob die vom VwGH zwar nicht ausdrücklich festgehaltene, dem Erkenntnis des VwGH aber offenbar zugrunde liegende Annahme[32]) zur *Kursspezifität* eines Zwischenschritts richtig ist. Nach Auffassung des VwGH scheint die Kursspezifität eines Zwischenschritts, der seine *Kursspezifität* aus dem Endereignis ableitet, nur dann vorliegen zu können, wenn der Eintritt des Endereignisses *überwiegend wahrscheinlich* ist. Dies erscheint mit den europarechtlichen Vorgaben nicht vereinbar zu sein. Es wäre nämlich nicht nachvollziehbar, warum ein rational handelnder Anleger im Einzelfall aus dem Eintritt eines Zwischenschritts wie im konkreten Fall dem Start eines Merger-Projekts keinen Schluss auf die Entwicklung des Kurses der Aktie des Emittenten ziehen können sollte, nur weil die Wahrscheinlichkeit des Eintritts des Endergebnisses noch unter 50% liegt, wenn mit dem Eintritt des Endergebnisses vorhersehbar erhebliche Kursveränderungen verbunden wären.[33])

30) Siehe Kapitel VI.A.3.
31) Siehe Kapitel VI.A.3.
32) Vgl *Kalss/Hasenauer*, GesRZ 2014, 269 (274).
33) Ebenso *Schopper/Walch*, ZFR 2014, 255.

VII. Aufschub der Ad-hoc-Meldung

A. Rechtliche Rahmenbedingungen

Ein Emittent kann die Bekanntgabe von Insider-Informationen gemäß § 48d Abs 2 BörseG aufschieben, wenn (i) diese Bekanntgabe seinen berechtigten Interessen schaden könnte, (ii) sofern diese Unterlassung nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen, und (iii) der Emittent in der Lage ist, die Vertraulichkeit der Information zu gewährleisten. Diese Definition entspricht wörtlich Art 6 Abs 2 der Marktmissbrauchs-RL.

Die Entscheidung über den Aufschub ist der FMA unverzüglich mitzuteilen. Eine konstitutive Entscheidung der FMA ist seit der BörseG-Novelle 2004 für den Aufschub nicht mehr erforderlich.

Ein Aufschub ist auch ohne Mitteilung an die FMA wirksam.[34]) Allerdings setzt nach hL ein wirksamer Aufschub eine bewusste Entscheidung des Emittenten voraus.[35]) Wenn kein Beschluss über einen Aufschub gefasst wurde, liegt bei Vorliegen einer den Emittenten unmittelbar betreffenden Insider-Information daher selbst dann ein Verstoß gegen die Ad-hoc-Meldepflicht vor, wenn zweifelsfrei die Voraussetzungen für einen Aufschub vorgelegen haben.

Der Aufschub darf solange erfolgen, als alle drei Voraussetzungen (Risiko, dass Bekanntgabe berechtigten Interessen des Emittenten schaden könnte; keine Irreführung der Öffentlichkeit; Wahrung der Vertraulichkeit) erfüllt sind. Fällt eine der Voraussetzungen für den Aufschub der Ad-hoc-Meldepflicht weg, hat die Offenlegung der Insider-Information unverzüglich zu erfolgen.

§ 48d Abs 2 Z 1 BörseG enthält beispielhaft zwei Fälle, in denen *berechtigte Interessen* des Emittenten vorliegen, die einen Aufschub rechtfertigen. Dies sind einerseits laufende Verhandlungen, wenn das Ergebnis oder der normale Ablauf dieser Verhandlungen von der Veröffentlichung wahrscheinlich beeinträchtigt wird, und anderseits eine noch fehlende Zustimmung durch ein anderes Organ des Emittenten, sofern eine Bekanntgabe der Informationen vor der Zustimmung dieses anderen Organs zusammen mit der gleichzeitigen Ankündigung, dass diese Zustimmung noch aussteht, die korrekte Bewertung der Informationen durch das Publikum gefährden würde. Beide Fälle wurden aus Art 3 Abs 1 der 1. Marktmissbrauchs-Durchführungs-RL übernommen und sind damit ebenfalls europarechtlichen Ursprungs.

Berechtigte Interessen liegen unabhängig davon vor, wie groß das Interesse der Anleger an der Offenlegung der Insider-Information ist. Eine Abwägung zwischen den berechtigten Interessen des Emittenten am Aufschub und dem In-

34) Das Unterlassen der Mitteilung an die FMA stellt eine Verwaltungsübertretung dar. Zivilrechtliche Schadenersatzansprüche von Anlegern erscheinen bei einem wirksamen Aufschub der Ad-hoc-Meldepflicht jedoch kaum vorstellbar, weil Schadenersatzansprüche wohl an der fehlenden Kausalität der unterlassenen Mitteilung des Aufschubs an die FMA scheitern würden. Die betroffenen Anleger wären über die Mitteilung an die FMA ja nicht informiert worden, sodass ihr Schaden auch dann eingetreten wäre, wenn die Mitteilung an die FMA pflichtgemäß erfolgt wäre. Vgl *Schopper/Walch*, ZFR 2014, 255 (260) mwN.
35) *Schopper/Walch*, ZFR 2014, 255 (260) mwN.

teresse der Anleger an der Offenlegung ist nicht notwendig.[36]) Auch die Interessen von Verhandlungspartnern des Emittenten spielen keine Rolle.

Bei der Prüfung der Voraussetzung der nicht erfolgenden Irreführung hat das mit dem Aufschub naturgemäß verbundene Informationsungleichgewicht, dass der Markt jene Insider-Information, um deren Aufschub es geht, nicht kennt, außer Betracht zu bleiben. Andernfalls könnte diese Voraussetzung nie erfüllt sein.[37]) Der Emittent darf jedoch kein Verhalten an den Tag legen, das im Lichte der noch nicht veröffentlichten Insider-Information irreführend ist.

B. Praxisfragen bei Personalveränderungen im Vorstand

Die Veröffentlichung der Information über eine bevorstehende Personalveränderung im Vorstand wird in der Regel den *berechtigten Interessen* des Emittenten schaden können. Dies lässt sich aus den Wertungen beider der in § 48d Abs 2 Z 1 BörseG angeführten Beispiele ableiten.[38]) Auch die FMA ist der Auffassung, dass bei bevorstehenden Personalveränderungen in der Regel berechtigte Interessen des Emittenten vorliegen werden, die Ad-hoc-Meldung aufzuschieben.[39])

Die Voraussetzungen der ersten Fallgruppe werden typischerweise erfüllt, weil der Personalentscheidung typischerweise Verhandlungen über die finanziellen Bedingungen des Ausscheidens oder Eintritts in den Vorstand vorausgehen und die frühzeitige Offenlegung dieser Information den normalen Verlauf der Verhandlungen in der Regel erheblich beeinträchtigen wird. Die Gründe hierfür können unter anderem die faktische Verschlechterung der Verhandlungsposition des Emittenten, das drohende Scheitern der Verhandlungen, etwa weil ein potentieller CEO sich noch in einem aufrechten Dienstverhältnis mit einem anderen Arbeitgeber befindet und nur bei Wahrung strenger Vertraulichkeit zu Verhandlungen bereit ist, oder die Tatsache, dass sich gerade schwierige Verhandlungen über die vorzeitige Beendigung einer Vorstandsfunktion, die häufig auch noch mit erheblichen Emotionen und wechselseitigen Vorwürfen verbunden sind, zu einem für den Emittenten (und auch für das Vorstandsmitglied) besseren Ergebnis bringen lassen, wenn diese unter Ausschluss der Öffentlichkeit stattfinden, sein.

Aber auch die Voraussetzungen der zweiten Fallgruppe bzw die aus der Fallgruppe ableitbaren Grundwertungen werden typischerweise erfüllt sein, da die meisten Personalveränderungen im Vorstand eines Aufsichtsratsbeschlusses bedürfen und eine Veröffentlichung der Information vor der Fassung dieses Aufsichtsratsbeschlusses mit dem erheblichen Risiko verbunden wäre, dass der Markt die Information fehlinterpretiert.[40])

36) Siehe S 69 des Emittenten-Leitfaden der FMA; *Rüffler*, ÖBA 2009, 724 (731).
37) So ausdrücklich *CESR*, Market Abuse Directive Level 3, second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market (July 2007), Ref: CESR/06-562b, abrufbar unter www.cesr-org.
38) *Rüffler*, ÖBA 2009, 724 (731).
39) Siehe S 70 des Emittenten-Leitfaden der FMA; wohl ebenso die deutsche BaFin, vgl S 61 des Emittenten-Leitfaden der BaFin.
40) *Rüffler*, ÖBA 2009, 724 (732).

Die fehlende Irreführungseignung sollte bei bevorstehenden personellen Änderungen in der Praxis in der Regel keine Probleme bereiten, da es Emittenten typischerweise in der Hand haben, kein Verhalten an den Tag zu legen, das im Lichte der noch nicht veröffentlichten Insider-Information irreführend ist.

Gleiches gilt auch für die Voraussetzung der Wahrung der Vertraulichkeit, wobei in der Praxis die Erfüllung dieser Voraussetzung wesentlich von der Professionalität der beteiligten Personen und deren Disziplin abhängt, die Insider-Information für sich zu behalten.

Im Ergebnis werden somit bei bevorstehenden personellen Änderungen im Vorstand regelmäßig alle drei Voraussetzungen für den Aufschub der Ad-hoc-Meldepflicht erfüllt sein.[41])

VIII. Verantwortung für die Erfüllung der Ad-hoc-Meldepflicht

A. Rechtliche Rahmenbedingungen

Für die Einhaltung der Ad-hoc-Meldepflicht ist bei juristischen Personen verantwortlich, wer zur Vertretung nach außen befugt ist (§ 9 Abs 1 VStG). Dies sind in der Regel die Vorstandsmitglieder des Emittenten.[42])

B. Praxisfragen bei Personalveränderungen im Vorstand

Im Zusammenhang mit Personalveränderungen im Vorstand stellt sich die Frage, wer für die Einhaltung der Ad-hoc-Meldepflicht verantwortlich ist. Nach § 9 Abs 1 VStG ist dies, wer zur Vertretung nach außen befugt ist. Die hL leitet hieraus eine ausschließliche Zuständigkeit des Aufsichtsrats für die Durchführung der Ad-hoc-Meldepflicht bei personellen Änderungen im Vorstand ab.[43]) Grundlage hierfür ist die Überlegung, dass der Aufsichtsrat gegenüber dem Vorstand die AG vertritt und dem Aufsichtsrat die Personalhoheit gegenüber dem Vorstand zukommt sowie dass die Kommunikation über eine bevorstehende personelle Veränderung im Vorstand in der Praxis nicht von dieser Personalhoheit getrennt werden kann.[44])

Die Verantwortung des Aufsichtsrats zieht die Frage nach sich, ob alle Entscheidungen im Zusammenhang mit allfälligen Ad-hoc-Meldepflichten vom gesamten Aufsichtsrat getroffen werden müssen oder ob diese Entscheidungen auch der Nominierungs- und/oder Vergütungsausschuss treffen kann.

Mangels einer ausdrücklichen gesetzlichen Regelung jener Angelegenheiten, die vom Aufsichtsrat an einen Ausschuss delegiert werden können, ist durch Auslegung zu ermitteln, ob eine Angelegenheit so wesentlich ist, dass diese vom Gesamtaufsichtsrat zu erfüllen ist.[45]) Dies ist zumindest für die Entscheidung, die Veröffentlichung einer Ad-hoc-Meldung aufzuschieben, nicht der Fall, weil diese

41) Ebenso *Schima* in *Kalss/Kunz* 520 f.
42) *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 14 Rz 50.
43) *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² (2012) § 97 Rz 11 mwN; *Schima* in *Kalss/Kunz* 521.
44) *Schima* in *Kalss/Kunz* 521.
45) Vgl *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* § 92 Rz 173.

keine nicht mehr umkehrbaren Folgen hat, sodass auch nicht in die Personalhoheit des Aufsichtsrats eingegriffen wird.[46]) Die Entscheidungskompetenz über einen Aufschub der Ad-hoc-Meldepflicht kann daher an einen Ausschuss übertragen werden. Diese Delegation kann ausdrücklich erfolgen, kann sich aber auch aus den konkludent an einen Ausschuss übertragenen Aufgaben ergeben.[47]) Auch in Bezug auf die Veröffentlichung der Ad-hoc-Meldung selbst sprechen die besseren Gründe dafür, diese Pflicht auf einen Ausschuss delegieren zu können, da bei Annahme einer zwingenden Zuständigkeit des gesamten Aufsichtsrats die zeitnahe Einhaltung der Ad-hoc-Meldepflicht in der Regel unmöglich würde.

Unabhängig von der Verantwortung des Aufsichtsrats für die Einhaltung der Ad-hoc-Meldepflicht ist der Vorstand verpflichtet, die Aufforderung des Aufsichtsrats bzw eines Aufsichtsratsausschusses, eine bestimmte Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen, entweder selbst umzusetzen oder von der zuständigen Abteilung des Unternehmens umsetzen zu lassen.

IX. Neuerungen durch die Marktmissbrauchs-Verordnung

A. Rechtsentwicklung

Die ab dem 3. 7. 2016[48]) in Kraft stehende Marktmissbrauchs-Verordnung[49]) führt zu einer Vereinheitlichung der Ad-hoc-Publizitätspflicht in der Europäischen Union.[50]) Sie ersetzt die Marktmissbrauchs-RL sowie die dazu ergangenen Durchführungs-RL ebenso wie die derzeit gültigen nationalen Rechtsvorschriften zur Umsetzung dieser RL, die aufgrund der unmittelbaren Anwendbarkeit der Marktmissbrauchs-Verordnung künftig nicht mehr notwendig sind.

B. Wesentlicher Inhalt der Marktmissbrauchs-Verordnung

1. Tatbestand der Ad-hoc-Meldepflicht

Emittenten haben auch künftig, Insider-Informationen, die unmittelbar den Emittenten betreffen, sobald wie möglich der Öffentlichkeit bekanntzugeben.[51]) Die Ad-hoc-Meldepflicht knüpft daher auch künftig an den Begriff der Insider-Information, die den Emittenten unmittelbar betrifft, an.

46) Zur Frage, ob die Bestellung und Abberufung von Vorstandsmitgliedern an einen Ausschuss delegiert werden kann, siehe *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* § 92 Rz 175 mwN.
47) Vgl *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* § 92 Rz 80 mwN.
48) Vgl zum Inkrafttreten der Marktmissbrauchs-Verordnung im Detail Art 39 Abs 2 Marktmissbrauchs-Verordnung.
49) Siehe FN 5.
50) *Langenbucher*, ÖBA 2014, 656 (660).
51) Art 17 Abs 1 der Marktmissbrauchs-Verordnung.

2. Begriff der Insider-Information

Die in Art 7 der Marktmissbrauchs-Verordnung enthaltene Definition des Begriffs der Insider-Information entspricht nahezu wörtlich der Definition der Marktmissbrauchs-RL.[52]) Lediglich beim Tatbestandsmerkmal der *präzisen Information* verwendet die Marktmissbrauchs-Verordnung eine andere Formulierung. Während Art 1 Abs 1 der 1. Marktmissbrauchs-Durchführungs-RL für das Vorliegen einer *präzisen Information* bei unsicheren künftigen Ereignissen verlangt, dass diese mit *hinreichender Wahrscheinlichkeit* eintreten, verlangt Art 7 der Marktmissbrauchs-Verordnung, dass deren Eintritt *vernünftiger Weise erwartet* werden kann. Diese Formulierung entspricht der vom EuGH in der Rs *Geltl* vorgenommenen Definition des Begriffs *„hinreichende Wahrscheinlichkeit"*. Eine inhaltliche Änderung sollte daher damit nicht verbunden sein.[53])

3. Definition des Begriffs „zeitlich gestreckter Sachverhalt"

Die Marktmissbrauchs-Verordnung enthält erstmals ausdrückliche Regelungen für Ad-hoc-Publizitätspflichten bei zeitlich gestreckten Sachverhalten.[54]) Sie kodifiziert dabei die wesentlichen Aussagen des EuGH in der Rs *Geltl*, ohne die durch den EuGH aufgeworfenen Fragen zu klären.[55]) Insbesondere bleibt offen, ob bei zeitlich gestreckten Sachverhalten Zwischenschritte, die keine eigenständige Kursrelevanz haben, sondern ihre Kursrelevanz vom Endereignis ableiten, eine Ad-hoc-Meldepflicht auch dann auslösen können, wenn die Wahrscheinlichkeit des Eintritts des Endereignisses 50% noch nicht übersteigt.[56]) Die derzeit bestehende Rechtsunsicherheit wird daher durch die Marktmissbrauchs-Verordnung nicht geändert. Auch hier führt die Marktmissbrauchs-Verordnung daher zu keinen wesentlichen Änderungen.

4. Aufschub der Offenlegung

Ein Emittent kann die Offenlegung von Insider-Informationen gemäß Art 17 Abs 4 der Marktmissbrauchs-Verordnung auf eigene Verantwortung aufschieben, wenn (i) die unverzügliche Offenlegung geeignet ist, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen, (ii) der Aufschub nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen und (iii) der Emittent die Geheimhaltung der Insider-Information sicherstellen kann. Unter diesen Voraussetzungen kann auch bei einzelnen Zwischenschritten eines zeitlich gestreckten Sachverhalts ein Aufschub erfolgen. Die materiellen Aufschub-Voraussetzungen entsprechen daher der geltenden Rechtslage.

Die zuständige Aufsichtsbehörde muss künftig erst nach der Offenlegung der Insider-Information vom Aufschub der Offenlegung unterrichtet werden. Ob

52) Siehe dazu Art 1 Abs 1 der Marktmissbrauchs-RL.
53) *Kalss/Hasenauer*, GesRZ 2014, 269 (275).
54) Vgl Art 7 Abs 2 und Abs 3 der Marktmissbrauchs-Verordnung.
55) Ebenso *Langenbucher*, ÖBA 2014, 656 (661).
56) Vgl Kapitel VI.A.3; *Kalss/Hasenauer*, GesRZ 2014, 269 (276); *Langenbucher*, ÖBA 2014, 656 (662).

Emittenten in Österreich gleichzeitig mit der Information der FMA immer die Erfüllung der Voraussetzungen eines Aufschubs schriftlich zu erläutern haben, ist noch offen. Dies hängt davon ab, ob Österreich vom allen Mitgliedstaaten eingeräumten Wahlrecht Gebrauch macht, statt der automatischen Erläuterungspflicht eine solche Erläuterungspflicht nur über Ersuchen der FMA vorzusehen.[57])

5. Verantwortung für die Erfüllung der Ad-hoc-Meldepflicht

Die Marktmissbrauchs-Verordnung regelt nicht, welches Organ des Emittenten für die Einhaltung der Ad-hoc-Meldepflicht verantwortlich ist. Im Zusammenhang mit Personalveränderungen im Vorstand ist daher weiterhin der Aufsichtsrat für die Einhaltung der Vorschriften über die Ad-hoc-Meldepflicht verantwortlich.[58])

X. Zusammenfassung der Ergebnisse

Personelle Änderungen im Vorstand können eine Ad-hoc-Meldepflicht auslösen. Eine solche Pflicht kann bereits lange vor der Beschlussfassung über die konkrete Maßnahme im Aufsichtsrat bestehen. Aufgrund der unbestimmten Formulierung des Tatbestands der Ad-hoc-Meldepflicht sowie der Notwendigkeit, Einschätzungen über die Eintrittswahrscheinlichkeit künftiger Ereignisse zu treffen, stellt die Beantwortung der Frage, ob bereits eine Ad-hoc-Meldepflicht vorliegt, in der Praxis oft eine Herausforderung dar.

Bei personellen Veränderungen im Vorstand werden in der Regel die materiellen Voraussetzungen für einen Aufschub der Ad-hoc-Meldepflicht erfüllt sein. Damit ein solcher Aufschub wirksam erfolgt, muss der Emittent jedoch eine bewusste Entscheidung über den Aufschub treffen.

Für die Einhaltung der Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität ist bei personellen Veränderungen im Vorstand der Aufsichtsrat zuständig. Dieser kann diese Aufgabe an einen Ausschuss delegieren. Eine solche Delegation kann sich auch aus den einem Ausschuss übertragenen Aufgaben ergeben.

Die am 3. 7. 2016 in Kraft tretende Marktmissbrauchs-Verordnung führt zu keinen wesentlichen Neuerungen bei der Ad-hoc-Meldepflicht von personellen Änderungen im Vorstand. Leider bleibt auch die derzeit bestehende Rechtsunsicherheit bestehen. Die nächsten höchstgerichtlichen Entscheidungen dürfen daher bereits mit Spannung erwartet werden.

57) Vgl Art 17 Abs 4 der Marktmissbrauchs-Verordnung.
58) Siehe Kapitel VIII.B; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* § 97 Rz 11 mwN; *Schima* in *Kalss/Kunz* 521.