



## **IM NAMEN DER REPUBLIK!**

Der Verwaltungsgerichtshof hat durch den Vorsitzenden Senatspräsident Dr. Beck und die Hofräte Dr. Lehofer und Dr. N. Bachler als Richter, unter Mitwirkung des Schriftführers Mag. Mitter, über die Revisionen 1. der Dr. U B, 2. des Dipl.-Ing. W A sowie 3. der V AG, alle in W, alle vertreten durch die Cerha Hempel Spiegelfeld Hlawati Rechtsanwälte GmbH in 1010 Wien, Parkring 2, gegen die Erkenntnisse des Bundesverwaltungsgerichtes jeweils vom 20. Juli 2016, 1. Zlen. W148 2014667-1/30E und W148 2014755-1/30E (protokolliert zu den hg. Zlen. Ro 2016/02/0020 und 0021, betreffend die Erstrevisionswerberin und die drittrevisionswerbende Partei), 2. Zlen. W148 2014666-1/32E und W148 2014743-1/30E (protokolliert zu den hg. Zlen. Ro 2016/02/0022 und 0023, betreffend den Zweitrevisionswerber und die drittrevisionswerbende Partei), betreffend Übertretungen des Börsegesetzes (Partei gemäß § 21 Abs. 1 Z 2 VwGG: Finanzmarktaufsichtsbehörde, weitere Partei: Bundesminister für Finanzen), zu Recht erkannt:

Die Revisionen werden als unbegründet abgewiesen.

Die Erstrevisionswerberin und die drittrevisionswerbende Partei haben dem Bund jeweils zu gleichen Teilen Aufwendungen in der Höhe von insgesamt € 553,20 (zu den hg. Zlen. Ro 2016/02/0020 und 0021) binnen zwei Wochen bei sonstiger Exekution zu ersetzen.

Der Zweitrevisionswerber und die drittrevisionswerbende Partei haben dem Bund jeweils zu gleichen Teilen Aufwendungen in der Höhe von insgesamt € 553,20 (zu den hg. Zlen. Ro 2016/02/0022 und 0023) binnen zwei Wochen bei sonstiger Exekution zu ersetzen.

### **Entscheidungsgründe:**

- 1 Zur Vorgeschichte des Revisionsverfahrens wird auf das hg. Erkenntnis vom 20. April 2016, Ra 2015/02/0152 und 0153, verwiesen. Der Verwaltungsgerichtshof hatte damit - aufgrund von Amtsrevisionen der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) - die im ersten Rechtsgang angefochtenen Erkenntnisse des Bundesverwaltungsgerichtes wegen Rechtswidrigkeit des





Inhaltes aufgehoben. Dem Bundesverwaltungsgericht hat er für das fortgesetzte Verfahren aufgetragen, sich mit der Frage der Kurserheblichkeit der verfahrensgegenständlichen Information zu befassen, d.h. mit der Frage, ob ein verständiger Anleger die Information über den Abschluss des Memorandum of Understanding (im Folgenden: MoU) wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung genutzt hätte und sie damit zur erheblichen Beeinflussung des Kurses der Finanzinstrumente der (nunmehr) drittrevisionswerbenden Partei geeignet gewesen wäre.

- 2 Mit den nunmehr angefochtenen Erkenntnissen wies das Bundesverwaltungsgericht die Beschwerden nach Durchführung einer weiteren mündlichen Verhandlung am 16. Juni 2016 als unbegründet ab und setzte als Strafnorm zu Spruchpunkt I.1 § 48 Abs. 1 Z 2 zweiter Strafsatz Börsegesetz (BörseG), BGBl. Nr. 555/1989, i.d.F. BGBl. I Nr. 35/2012, und zu den Spruchpunkten I.2 und I.3 jeweils § 48 Abs. 1 Z 6 zweiter Strafsatz BörseG, BGBl. Nr. 555/1989, i.d.F. BGBl. I Nr. 35/2012, fest. Zudem sprach das Bundesverwaltungsgericht jeweils in Spruchpunkt B) aus, dass die Revision gemäß Art. 133 Abs. 4 B-VG zulässig sei und führte dazu in der Begründung aus, dass die angefochtenen Erkenntnisse erstmals die Frage der „Kursrelevanz“ (gemeint ist damit offenbar die „Kurserheblichkeit“) eines präzisen und kursspezifischen Ereignisses in einem gestreckten Sachverhalt betreffen. Die Frage habe über den Einzelfall hinaus große Bedeutung für den Kapitalmarkt; ihre Lösung sei für alle Marktteilnehmer (Anleger, börsennotierte Unternehmen, Kapitalmarkt insgesamt) von hoher Bedeutung.
- 3 In den angefochtenen Erkenntnissen stellte das Bundesverwaltungsgericht - soweit hier entscheidungserheblich - im Wesentlichen fest, die Erstrevisionswerberin sei zur Zeit der vorgeworfenen Tathandlung Mitglied, der Zweitrevisionswerber Vorsitzender des Vorstandes der drittrevisionswerbenden Partei gewesen. Für Ad-hoc-Meldungen nach dem BörseG sei im Vorstand der Zweitrevisionswerber zuständig gewesen, weil er zum damaligen Zeitpunkt auch die Position des CFO (Chief Financial Officer) innegehabt habe und letzterer gemäß der



Aufgabenteilung des Vorstandes für Ad-hoc-Meldungen zuständig gewesen sei. Es habe keine satzungsmäßige Aufgabenverteilung im Vorstand bestanden.

Die drittrevisionswerbende Partei habe seit 2007 im Rahmen eines Joint Ventures mit der türkischen S A.Ş. mittelbar über eine Konzerngesellschaft einen 50 %-Anteil an dem türkischen Energieunternehmen E A.Ş. gehalten. Der türkische Markt sei neben dem Heimatmarkt Österreich gemeinsam mit Deutschland, Frankreich und Italien durchgängig als einer der fünf Kernmärkte der drittrevisionswerbenden Partei dargestellt worden. Seit dem Markteintritt auf dem türkischen Markt habe die drittrevisionswerbende Partei im Rahmen des Joint Ventures Investitionen in die E A.Ş. in der Höhe von über einer Milliarde Euro getätigt, wobei kommuniziert worden sei, dass für die kommenden Jahre weitere Investitionen in der Höhe von etwa € 500 Millionen getätigt werden würden. Der Buchwert der Beteiligung an der E A.Ş. habe zum Stichtag 31. Dezember 2011 € 743 Millionen betragen.

Im Umfeld des Abschlusses des MoU habe die drittrevisionswerbende Partei keinen Aufschub der Ad-hoc-Meldung beschlossen.

Es seien (aufgrund von Gerüchten) in Medien zahlreiche Meldungen über die Transaktion erschienen, erstmalig am 17. August 2012 (von R und B) über Verhandlungen zwischen der drittrevisionswerbenden Partei und E. über einen möglichen Verkauf der Beteiligung an der E A.Ş. Darin werde berichtet, dass „... ein Rückzug aus der Türkei jetzt eher überraschend“ käme. Die drittrevisionswerbende Partei habe diesen Bericht am selben Tag als „sommerliche Marktgerüchte, die wir nicht kommentieren“ kommentiert. In einer zweiten Meldung vom selben Tag habe R ausdrücklich über die Möglichkeit eines Asset Swap zwischen der drittrevisionswerbenden Partei und E. berichtet. Diese Gerüchte seien am selben Tag, am 21. August 2012 und am 26. August 2012 von österreichischen Medien aufgegriffen und kommentiert worden. Es werde festgestellt, dass die Zeitschrift „[T]“ mit einer Aussendung am 26. August 2012 gemeldet habe, dass „die [die drittrevisionswerbende Partei] [...] unter strengstem Stillschweigen einen totalen Strategiewechsel“ vorbereite. Am 4. August 2012 sei eine Analyse



der R Bank AG veröffentlicht worden, die über einen möglichen Verkauf der Beteiligung der drittrevisionswerbenden Partei an die E A.Ş. gesprochen habe. Am 12. Oktober 2012 habe die drittrevisionswerbende Partei eine Pressemitteilung veröffentlicht, in der ausgeführt worden sei, dass laufend Maßnahmen zur Optimierung des Beteiligungsportfolios geprüft und ergebnisoffene Gespräche mit anderen Marktteilnehmern geführt würden, unter anderem auch über das Türkei-Engagement. Diese Pressemitteilung sei umgehend durch R am selben Tag aufgegriffen worden. Am 23. November 2012 seien abermals Gerüchte zu einem bevorstehenden Asset Swap in den Medien aufgetaucht, wobei ein Signing der Transaktion für den 3. Dezember 2012 vorhergesagt worden sei.

Am 3. Dezember 2012 (dem Tag des Signing) sei eine Ad-hoc-Meldung der drittrevisionswerbenden Partei erfolgt. Die E. habe bis zu diesem Zeitpunkt keine Ad-hoc-Meldung erstattet, insbesondere nicht zum MoU. In der Ad-hoc-Meldung vom 3. Dezember 2012 sei insbesondere ausgeführt worden (Anonymisierung durch den Verwaltungsgerichtshof): „[...] *Mit dieser Transaktion stärkt [die drittrevisionswerbende Partei] die Positionierung in [ihrem] wichtigsten Auslandsmarkt Deutschland bzw. in [ihrer] Kerntechnologie, der Wasserkrafterzeugung [...]* [Die drittrevisionswerbende Partei] *unterstreicht mit dieser Transaktion [ihre] Strategie, die Position als führendes erneuerbares Stromunternehmen in Europa auszubauen. Italien und Frankreich zählen hingegen nicht mehr zu den strategischen Wachstumsmärkten. Mittelfristig bieten sich in Südosteuropa interessante Potenziale und zukünftige Wachstumschancen.*“ In einer Pressekonferenz der drittrevisionswerbenden Partei vom nächsten Tag sei der Asset Swap zwischen der drittrevisionswerbenden Partei und E. letztlich in der Höhe von € 1.500 Millionen bewertet worden; außerdem seien folgende Auswirkungen auf die drittrevisionswerbende Partei dargestellt worden: Redimensionierung der geographischen (nur mehr Deutschland und Österreich) und sachlichen (Wasser- und Windkraft, nur mehr erneuerbare Energie und keine Gaskraftprojekte) Kernmärkte; Ausbau der Marktposition in Deutschland; Schaffung von Synergien; Realisierung eines Buchgewinnes (in der Höhe von € 500 Millionen); Umkehrung des Cashflows (statt zusätzlicher Investitionen in





der Türkei erfolge unmittelbarer Cashflow aus Erzeugung, geschätzt ca. € 400 Millionen); Reduzierung des Risikoprofils (insbesondere hinsichtlich des Wechselkursrisikos), wodurch das A-Rating gesichert werden sollte.

In der ersten Oktoberhälfte (12. Oktober) 2012 habe die drittrevisionswerbende Partei eine Pressemitteilung zu „ergebnisoffenen Gesprächen“ veröffentlicht, worauf der Kurs der Aktien mit +2,84 % reagiert habe. Am 23. November 2012 seien abermals Gerüchte zu einem möglichen Asset Swap aufgetaucht (es habe dann dazu eine Ad-hoc-Meldung gegeben), der Kurs sei darauf noch am selben Tag mit +3,5 % gestiegen. Ebenso sei am 3. Dezember 2012 auf eine Ad-hoc-Meldung über das Signing des Asset Swap eine Kurssteigerung mit +3,12 % gefolgt. Zwischen 20. Juni 2012 und dem 23. November 2012 sei keine Ad-hoc-Meldung der drittrevisionswerbenden Partei erfolgt. Erst mit der Mitteilung vom 23. November 2012 sei erstmals ad-hoc öffentlich bekannt gegeben worden, dass es Gespräche über einen möglichen Verkauf der Anteile am türkischen Joint Venture E A.Ş. gebe. In diesem Zeitraum seien auch keine Mitteilungen an die FMA und das Börseunternehmen gemäß § 82 Abs. 7 BörseG erfolgt.

Im die Erstrevisionswerberin (sowie die drittrevisionswerbende Partei) betreffenden Erkenntnis hielt das Bundesverwaltungsgericht zudem fest, dass nicht habe festgestellt werden können, dass die Erstrevisionswerberin konkret nachgefragt habe, ob der Zweitrevisionswerber eine Ad-hoc-Meldung erstattet und dies der FMA und dem Börseunternehmen gemeldet habe.

Darüber hinaus finden sich in den angefochtenen Erkenntnissen umfangreiche Feststellungen zum Verlauf der Transaktion und der damit zusammenhängenden Vertragsverhandlungen, welche im Wesentlichen bereits im hg. Erkenntnis vom 20. April 2016, Ra 2015/02/0152 und 0153, RNR. 3, wiedergegeben wurden.

- 4 In rechtlicher Hinsicht führte das Bundesverwaltungsgericht - im Wesentlichen gleichlautend und soweit hier entscheidungserheblich - aus, obwohl davon habe ausgegangen werden können, dass zum Zeitpunkt des Abschlusses des MoU der Eintritt des Endereignisses noch nicht wahrscheinlich gewesen sei, sei nach



„herrschender Auffassung“ bei der Frage der Prüfung der „Kursrelevanz“ eines Zwischenschrittes bei unwahrscheinlich eintretenden Endereignissen dennoch die Kurserheblichkeit zu bejahen, wenn im Falle des Eintritts hohe Kursveränderungen erwartet werden könnten; derartige Ereignisse seien daher *ex ante* betrachtet „kursrelevant“ (das Bundesverwaltungsgericht verweist in diesem Zusammenhang auf *Schopper/Walch*, Ad-hoc Publizität bei zeitlich gestreckten Sachverhalten - zugleich eine Besprechung von VwGH 2012/17/0554, ZFR 2014, 225). Nach „überwiegender Auffassung“ des Schrifttums habe der Gerichtshof der Europäischen Union (EuGH) die „Probability-Magnitude Formel“ hinsichtlich der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“ (des Endereignisses) abgelehnt; dies gelte jedoch nach „überwiegender Auffassung“ nur für dieses Tatbestandselement, nicht hingegen für das Tatbestandsmerkmal der „Kursrelevanz“. Je höher die zu erwartenden Kursveränderungen seien, desto geringere Anforderungen würden auf Ebene der „Kursrelevanz“ hinsichtlich der Eintrittswahrscheinlichkeit bestehen. Für diese Ansicht spreche auch der erste Erwägungsgrund der Richtlinie 2003/124/EG, wonach ein verständiger Anleger in seine Entscheidungsfindung auch die möglichen Auswirkungen einer Information auf den Kurs miteinbeziehe. In einem *obiter dictum* deute der EuGH in seinem Urteil vom 28. Juni 2012, C-19/11, *Geltl* Rn. 55 an, dass das Ausmaß der möglichen Kursbeeinflussung für das Tatbestandsmerkmal „Kursrelevanz“ von Bedeutung sei. Eine solche Sichtweise gebiete nicht zuletzt auch der nach dem Erkenntnis des Verwaltungsgerichtshofes vom 20. April 2016, Ra 2015/02/0152 und 0153, für die Beurteilung der Eignung zur Kursbeeinflussung zu beachtende Gesichtspunkt des „Kontextes der Information im Marktgeschehen“.

Für den vorliegenden Fall bedeute dies, dass dem verständigen Anleger, verstanden als Maßfigur, der zum Abschluss des MoU alle öffentlichen Informationen zur Verfügung gestanden seien, bekannt gewesen sei, dass die drittrevisionswerbende Partei seit 2007 ein starkes Engagement in der Türkei gehabt habe und dieser Markt für sie einer der Kernauslandsmärkte gewesen sei. Diese Beteiligung sei mit großen vergangenen und zukünftigen Investitionen in Milliardenhöhe und sonstigen bedeutenden Umständen



verbunden gewesen. Die drittrevisionswerbende Partei habe ihren Ausstieg von Anfang an genau geplant. So sei für sie ausschließlich ein Asset Swap in Frage gekommen, andere Optionen seien für sie dezidiert ausgeschlossen gewesen. Wie aus der Ad-hoc-Meldung vom 3. Dezember 2012 und der darauf folgenden Pressekonferenz hervorgehe und bereits die FMA in den bekämpften Straferkenntnissen festgehalten habe, habe die gesamte Transaktion gravierende Auswirkungen auf die Geschäftsstrategie der drittrevisionswerbenden Partei. Es sei eine Neuausrichtung ihres Geschäftes (neuer wichtigster Auslandsmarkt sei Deutschland geworden) inklusive Konzentration auf Erzeugung von Wasserkraft (und keine Gaskraftprojekte) erfolgt. Weiters seien mit der Transaktion Synergien geschaffen, ein Buchgewinn in der Höhe von € 500 Millionen erzielt, der Cashflow umgekehrt (statt zusätzlicher Investitionen in der Türkei unmittelbarer Cashflow aus Erzeugung in der Höhe von € 400 Millionen) und außerdem das Risikoprofil (insbesondere Wechselkursrisiko) reduziert worden, wodurch das A-Rating habe gesichert werden sollen.

Dies alles sei - zumindest in seiner Bedeutung - der drittrevisionswerbenden Partei von Anfang an klar gewesen und wäre auch dem verständigen Anleger *ex ante* (Juni 2012 und Folgemonate) zumindest in groben Zügen bewusst gewesen. Es sei bei diesen Gegebenheiten (und bei Gesamtwürdigung aller Umstände) aus Sicht des verständigen Anlegers eindeutig, dass diese objektiven (und bedeutenden) Auswirkungen der Transaktion gemeinsam mit den ihm zur Verfügung stehenden öffentlichen Informationen erhebliche „Kursrelevanz“ (hinsichtlich des Endereignisses) gehabt hätten. Der verständige Anleger hätte Dispositionen treffen können, wenn ihm die Information über einen ins Auge gefassten Asset Swap bzw. den Beginn der konkreten Verhandlungen bekannt gegeben worden wäre. Er hätte, je nach seiner Interessenslage, eine Entscheidungsgrundlage für seine Anlagestrategie gehabt und disponieren können. Einige öffentliche Informationen hätten einen Türkei-Ausstieg der drittrevisionswerbenden Partei für „jetzt eher überraschend“ gehalten, was die allgemeine Lage, nämlich den Wechsel der Geschäftsstrategie, am besten beschrieben habe; andere Stimmen hätten allein schon aufgrund von Gerüchten über Verhandlungen auf einen „totalen



Strategiewechsel“ der drittrevisionswerbenden Partei geschlossen. Eine (zutreffende) Information über den Stand der Verhandlungen hätte deshalb aus Sicht eines verständigen Anlegers zu einer deutlich anderen Informationslage und zu erheblichen Auswirkungen auf die „Kursrelevanz“ geführt. Dass es nach dem 12. Oktober 2012 (und schon zuvor) zu mehrmaligen deutlichen Kursanstiegen gekommen sei, als Gerüchte über Verhandlungen über einen Asset Swap und allgemeine Meldungen aufgetaucht seien, sei kein Beweis für die „Kursrelevanz“ des MoU, aber ein bestätigendes Indiz. Dass schon damals öffentliche Meinungen von einer „Änderung der Gesamt-Strategie de[r] [drittrevisionswerbenden Partei], eine[r] Gesamtstrategie ohne Auslandsbeteiligungen“ gesprochen hätten, sei in diesem Zusammenhang nur ein weiteres Indiz für die hohe „Kursrelevanz“ der Insider-Information über das MoU. Es sei ergänzend darauf hinzuweisen, dass in der Regel ein Wechsel der Gesamtstrategie eines börsennotierten Unternehmens mit erheblichen Kursveränderungen einhergehe. Im Übrigen könne dem verständigen Anleger unterstellt werden, dass ihm alle öffentlichen Informationen bekannt seien, so auch Pressemeldungen.

Bei einer richtigen Auseinandersetzung (zum 20. Juni 2012) hätte die drittrevisionswerbende Partei zum Ergebnis kommen müssen, dass zahlreiche Faktoren im Marktgeschehen und ihre eigenen Absichten ganz überwiegend für die Annahme einer erheblichen „Kursrelevanz“ gesprochen hätten, weil aus Sicht des verständigen Anlegers deutliche Kursveränderungen zu erwarten gewesen seien und er diese als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung hätte nutzen können. Der verständige Anleger wäre gerade nicht durch „verfrühte“ Informationen irregeleitet oder falsch informiert worden, sondern hätte auf Basis der vorliegenden Informationen eine fundierte Entscheidung treffen können. Es sei einem verständigen Anleger zumutbar, aus einer Bandbreite an Informationen zu wählen und diese in Gestalt seiner konkreten Anlageentscheidung (die auf kurzfristigen Profit oder langfristige Werterhaltung gerichtet sein könne) zu verwerten. Es sei einem verständigen Investor abzuverlangen, sich aus einer Fülle von Informationen eine fundierte, freie Meinung zu bilden und eigenständig zu entscheiden, wie mit den erhaltenen Informationen umzugehen sei. Das Schutzbedürfnis des Anlegers



werde durch die Bereitstellung von Informationen anerkannt und bilde ein Wesensmerkmal des europäischen Marktmissbrauchsrechts (Hinweis auf die Schlussanträge von Generalanwalt *Mengozzi* in der Rechtssache C-19/11, *Geltl* Rn. 94). Wenn die revisionswerbenden Parteien einwendeten, dass eine Veröffentlichung der Verhandlungen über den Asset Swap das Vorhaben zum Scheitern gebracht hätte, sei ihnen entgegenzuhalten, dass gegebenenfalls eine Aufschiebung der Ad-hoc-Meldepflicht (§ 48d Abs. 2 BörseG) Abhilfe hätte schaffen können.

Die einschlägigen Änderungen des Unionsrechts (Inkrafttreten der Verordnung [EU] Nr. 596/2014 per 3. Juli 2016) würden nichts an der Beurteilung des Beschwerdesachverhaltes ändern (Hinweis auf das hg. Erkenntnis vom 20. April 2016, Ra 2015/02/0152 und 0153, RNr. 26). Die innerstaatlichen Bestimmungen des BörseG seien zum Zeitpunkt der Entscheidung anwendbar.

Verfolgungsverjährung sei nicht eingetreten, weil nach ständiger Rechtsprechung des Verwaltungsgerichtshofes eine unterlassene Ad-hoc-Meldung ein Dauerdelikt darstelle und die Frist der Verfolgungsverjährung erst mit Ende des Tatzeitraumes ausgelöst werde. Da das Ende des Tatzeitraumes durch die FMA zu Recht mit der erfolgten Ad-hoc-Meldung am 23. November 2012 festgestellt worden sei, sei die erste Verfolgungshandlung rechtzeitig erfolgt.

Solange weder eine Auskunft der zuständigen Stelle - im vorliegenden Fall der FMA - noch ein Feststellungsbescheid vorliegen würden, könne sich der Rechtsunterworfenen nicht auf einen Schuldausschließungsgrund im Hinblick auf fehlende Judikatur des Verwaltungsgerichtshofes berufen (Hinweis auf die hg. Erkenntnisse vom 4. September 2008, 2008/17/0034, und vom 7. Oktober 2013, 2013/17/0592). Grundsätzlich könnten im Übrigen nur Mitteilungen der Behörde aufgrund einer vollständigen Sachverhaltsmitteilung entschuldigend wirken.

Es könne den Einwendungen zugestimmt werden, dass die Auslegung der §§ 48a Abs. 1 und 48d Abs. 1 BörseG im Einzelfall schwierig sei. Ebenso könne dem zugestimmt werden, dass das Rundschreiben der FMA



vom 6. März 2006 betreffend Ad-hoc-Publizität und Director's Dealings - Meldungen keine klare Richtlinie geboten habe. Jedoch werde in dem Rundschreiben (und auch in den Nachfolgeregelungen) ausdrücklich erwähnt, dass eine Beurteilung „nur durch eine Einzelfallprüfung erfolgen“ könne; weiters werde in dem Rundschreiben festgehalten, dass wegen der Vielzahl der Fälle „keine abschließende Darstellung“ erfolgen könne. Es sei also im Rundschreiben deutlich darauf hingewiesen worden, dass eine genaue Prüfung des Sachverhaltes im Einzelfall geboten sei und jedenfalls eine Einzelfallprüfung nicht durch das Rundschreiben ersetzt werden könne. Außerdem seien im Rundschreiben bei dem Beispiel eines „Letter of Intent“ nur solche Vereinbarungen gemeint, die „zum Zweck der Sicherstellung von Vertraulichkeit geschlossen“ würden. Davon unterscheide sich das hier maßgebliche MoU; es sei anders bezeichnet und auch inhaltlich habe es eine äußerst detaillierte Vertragsausgestaltung, die Durchführung der Due Diligence, konkrete Preisbewertungen von Assets etc. umfasst. Das Rundschreiben vom 6. März 2006 könne insgesamt nicht so verstanden werden, dass das MoU ungeprüft als nicht ad-hoc-pflichtig habe angesehen werden können. Vielmehr habe es auch im Rundschreiben eindeutige Hinweise gegeben, dass erstens immer eine Einzelfallprüfung angezeigt sei, zweitens auch vor Durchführung einer Due Diligence-Prüfung eine Meldepflicht bestehen könne und drittens bei fester Absicht, eine Beteiligung oder ein Kerngeschäft zu veräußern, sehr früh eine Meldepflicht gegeben sein könne. Dasselbe treffe auch auf die Nachfolgeregelung (Rundschreiben aus 2013) zu.

Lehre und Rechtsprechung zu § 5 Abs. 2 VStG würden klarstellen, dass es selbst bei Fragen, die für einen juristischen Laien schwierig zu beantworten seien (oder wenn Rechtsunsicherheit bestehe), Sache des Beschuldigten sei, sich bei der zuständigen Behörde oder bei einer gesetzlichen beruflichen Vertretung über den Inhalt dieser Normwerke zu informieren (Hinweis auf das hg. Erkenntnis vom 19. November 1993 [gemeint wohl: 16. November 1993], 93/07/0022). Auch die jüngere Rechtsprechung besage, dass die Argumentation mit einer auch plausiblen Rechtsauffassung ein Verschulden am objektiv unterlaufenen Rechtsirrtum nicht ausschließen könne und vielmehr das Risiko des Rechtsirrtums trage, wer es verabsäume, sich an geeigneter Stelle zu



erkundigen (Hinweis auf das hg. Erkenntnis vom 7. Oktober 2013, 2013/17/0592). Gegebenenfalls hätte eine Nachfrage bei der FMA Klarheit verschafft. Die drittrevisionswerbende Partei habe jedoch unstrittig keine Anfrage an die FMA gestellt, was ihr zum Vorwurf gemacht werden müsse. Dem Argument, dass zum Beginn des Tatzeitraums die EuGH-Judikatur zur Rechtssache *Geltl* noch nicht bekannt gewesen sei, müsse außerdem entgegengehalten werden, dass mit 21. März 2012 die Schlussanträge des Generalanwaltes bekannt gewesen seien, denen sich der EuGH in seinem Urteil vom 28. Juni 2012 angeschlossen habe; das Vorlageverfahren sei bereits seit 2011 beim EuGH anhängig und entsprechend im Amtsblatt kundgemacht gewesen.

In dem die Erstrevisionswerberin und die drittrevisionswerbende Partei betreffenden angefochtenen Erkenntnis (hg. Zlen. Ro 2016/02/0020 und 0021) hielt das Bundesverwaltungsgericht fest, beim Umfang der den nach interner Aufgabenteilung unzuständigen Vorstandsmitgliedern zukommenden Aufsichts- und Kontrollpflichten sei zu differenzieren. Wie der Verwaltungsgerichtshof im Erkenntnis vom 16. Mai 2011, 2009/17/0234, ausgeführt habe, seien die diesbezüglichen Anforderungen an die allgemeine Aufsichts- und Kontrollpflicht auch nicht ressortzuständiger Vertretungsorgane je nach der Bedeutung und der Risikogeneignetheit der Geschäftsfälle unterschiedlich anzusetzen, auch wenn sie nicht derart überspannt werden dürften, dass jedes einzelne Geschäft zu kontrollieren wäre. Zwischen den einzelnen Vorstandsmitgliedern habe keine satzungsmäßige Aufgabenteilung bestanden, sodass die verwaltungsstrafrechtliche Verantwortlichkeit grundsätzlich für alle Vorstandsmitglieder in Betracht komme; diese falle für die „intern unzuständigen“ Vorstandsmitglieder nicht schon durch die interne Aufgabenverteilung weg, deren Verschulden sei anhand der konkreten Wahrnehmung ihrer Aufsichts- und Kontrollpflichten zu beurteilen. Es sei daher zu untersuchen gewesen, ob sich die sonstigen Vorstandsmitglieder auf das rechtmäßige Verhalten des nach der internen Aufgabenverteilung für Ad-hoc-Meldungen zuständigen Zweitrevisionswerbers hätten verlassen dürfen, wenn sie, wie von ihnen vorgebracht worden sei, „stichprobenartige Überwachungen“ durchführen würden. Dazu sei vorweg festzuhalten, dass die





bloße Behauptung, stichprobenartige Kontrollen durchgeführt zu haben, nicht konkret sei, wenn dabei nicht näher bescheinigt werde, in welcher Form diese Kontrollen in der Realität vorgenommen worden seien und dargelegt werde, inwiefern es sich dabei um geeignete Maßnahmen zur Verhinderung von Übertretungen der hier relevanten Art handeln sollte. Dazu komme, dass bei der herausragenden Bedeutung des vorliegenden Vorganges davon ausgegangen werden müsse, dass sämtliche Vorstandsmitglieder von den zum MoU führenden Vorgängen und vom MoU selbst ebenso hätten wissen müssen wie von der Bedeutung dieses Vorganges für das Unternehmen, seiner Wahrnehmung durch das Anlegerpublikum und vom Umstand, dass die Öffentlichkeit von diesem Vorhaben noch nicht informiert worden sei. Angesichts dieser Bedeutung gehe es an den für eine Schuldbefreiung erforderlichen Anforderungen vorbei, wenn sich die nicht zuständigen Vorstandsmitglieder auf das Einhalten von „Stichproben“ berufen würden. Es habe kein Entschuldigungsgrund im Sinne des § 5 Abs. 2 VStG und auch sonst keine Rechtfertigung vorgebracht werden können, sodass von der subjektiven Vorwerfbarkeit des Verhaltens auszugehen sei.

Zur Strafbemessung wird in den angefochtenen Erkenntnissen ausgeführt, die §§ 48a Abs. 1, 48d Abs. 1 sowie 82 Abs. 7 BörseG würden dem Schutz der Anlegerinteressen dienen und sollten das reibungslose Funktionieren der Wertpapiermärkte und das Vertrauen der Öffentlichkeit in diese Märkte gewährleisten (Hinweis auf ErlRV 546 BlgNR 22. GP). Verstöße gegen diese Bestimmung seien als ein schwerer Eingriff in das Schutzsystem des BörseG einzustufen und es sei der objektive Unrechtsgehalt der vorliegenden Verwaltungsübertretungen, selbst bei Fehlen sonstiger nachteiliger Folgen, als hoch einzustufen.

Das Verschulden der Erstrevisionswerberin sowie des Zweitrevisionswerbers habe nicht als geringfügig angesehen werden können, weil weder hervorgekommen noch aufgrund der Tatumstände anzunehmen gewesen sei, dass die Einhaltung der Vorschrift eine besondere Aufmerksamkeit erfordert hätte oder dass die Verwirklichung des Tatbestandes aus besonderen Gründen nur schwer hätte vermieden werden können. Eine (schriftliche) Anfrage an



die FMA hätte leicht Klarheit schaffen können. Auch hätten mögliche nachteilige Folgen einer Ad-hoc-Meldung (vor allem gegenüber dem noch nicht in die Verhandlungen eingebundenen Joint-Venture-Partner) mittels eines Aufschubs der Ad-hoc-Meldung vermieden werden können.

Nach Ansicht des Bundesverwaltungsgerichtes könne gegen die Strafhöhe nicht eingewendet werden, dass sie exzessiv hoch sei. So bewege sich die Strafe bei einem Strafraumen von jeweils bis zu € 60.000 hinsichtlich Spruchpunkt I.1 deutlich in der unteren Hälfte und hinsichtlich der Spruchpunkte I.2 und I.3 bei knapp über 10 % des oberen Strafraumens. Dies könne angesichts des objektiven Unwertes und angesichts der Bedeutung des geschützten Rechtsgutes als nicht überhöht erachtet werden. Auch in Vergleich zu ähnlichen Verstößen könne keine exzessive Strafzumessung erkannt werden (Hinweis auf das hg. Erkenntnis vom 27. Februar 2015, 2011/17/0125).

Zur Strafbemessung hinsichtlich der Erstrevisionswerberin führte das Bundesverwaltungsgericht aus, es genüge nicht, dass sie sich bloß auf interne Aufgabenaufteilungen und durchgeführte Stichproben berufe, wenn es sich um eine so spezifische Unterlassung wie gegenständlich handle. Allen Vorstandsmitgliedern sei die Dringlichkeit und die Wichtigkeit des Projektes bekannt gewesen und es hätte jedem Vorstandsmitglied leicht sofort auffallen müssen, dass keine Ad-hoc-Meldung erstattet worden sei. Es bedürfe keiner Stichproben, um den primär Zuständigen (den Zweitrevisionswerber) zu erinnern, ob er einer Ad-hoc-Meldeverpflichtung nachgekommen sei. Der allgemeine und nicht konkrete Verweis auf durchgeführte Stichproben sei nicht überzeugend. Die Erstrevisionswerberin hätte initiativ dartun müssen, dass sie konkret beim Zuständigen nachgefragt habe, ob er seiner Ad-hoc-Meldepflicht nachgekommen sei. Weiters müsse auf den langen Tatzeitraum verwiesen werden. So hätte etwa auch anlässlich auftauchender Gerüchte in Medien (ab August 2012) eine Nachfrage der Erstrevisionswerberin beim primär Zuständigen erfolgen sollen. Es stelle im Übrigen keinen Milderungsgrund dar, dass im Fall kollektiver Verantwortlichkeit (nach § 9 VStG) auch andere Personen der Übertretung wegen bestraft würden. Ausgehend von den besonderen Konstellationen des Beschwerdefalles habe den vorgebrachten



Argumenten nicht gefolgt werden können, es sei gemäß § 19 Abs. 2 zweiter Satz VStG besonders auf das Ausmaß der hohen Verantwortung der Erstrevisionswerberin Bedacht zu nehmen (Hinweis auf das hg. Erkenntnis vom 27. März 2008, 2007/07/0129). Mit der FMA habe mildernd von einer Unbescholtenheit der Erstrevisionswerberin ausgegangen werden können; erschwerende Umstände seien keine hervorgetreten. Die Einkommensverhältnisse der Erstrevisionswerberin seien in Übereinstimmung mit dem Straferkenntnis als überdurchschnittlich anzusehen. Sonstige Milderungs- oder Erschwerungsgründe seien im Verfahren nicht hervorgekommen.

Aufgrund der hohen Bedeutung des zu schützenden Rechtsgutes und dem nicht bloß geringfügigen Verschulden der Erstrevisionswerberin (und des Zweitrevisionswerbers) sei von einem Vorgehen nach § 45 Abs. 1 Z 6 bzw. § 45 Abs. 1 letzter Satz VStG abzusehen gewesen.

- 5 Gegen diese Erkenntnisse richten sich die ordentlichen Revisionen der revisionswerbenden Parteien, die vom Bundesverwaltungsgericht nach Durchführung des Vorverfahrens gemeinsam mit den Verfahrensakten vorgelegt wurden. Die revisionswerbenden Parteien beantragen jeweils, der Verwaltungsgerichtshof möge die angefochtenen Erkenntnisse kostenpflichtig wegen Rechtswidrigkeit des Inhaltes oder wegen Rechtswidrigkeit infolge Verletzung von Verfahrensvorschriften aufheben, *in eventu* das Verfahren unter Erteilung einer Ermahnung einstellen, *in eventu* die verhängten Strafen verschuldensangemessen herabsetzen.
- 6 Die FMA erstattete Revisionsbeantwortungen jeweils mit dem Antrag, der Verwaltungsgerichtshof möge die Revision kostenpflichtig zurückweisen bzw. als unbegründet abweisen.

Der Verwaltungsgerichtshof hat die Rechtssachen wegen ihres sachlichen Zusammenhangs zur gemeinsamen Beratung und Entscheidung verbunden und über die Revisionen erwogen:





- 7 Die Revisionen erweisen sich vor dem Hintergrund der darin aufgeworfenen Rechtsfragen als zulässig; sie sind jedoch nicht berechtigt:
- 8 Zusammengefasst machen die Revisionen zunächst im Wesentlichen geltend, das Bundesverwaltungsgericht vertrete in den angefochtenen Entscheidungen das „Probability-Magnitude-Konzept“, nach dem eine geringe Eintrittswahrscheinlichkeit eines Ereignisses durch dessen hohes Kursbeeinflussungspotenzial ausgeglichen werde; dies sei weder mit der Rechtsprechung des Verwaltungsgerichtshofes noch mit jener des EuGH vereinbar. Nach der Rechtsprechung des Verwaltungsgerichtshofes sei unstrittig, dass die „Kursrelevanz“ eines Zwischenschritts nur dann angenommen werden könne, wenn der Eintritt des Endereignisses hinreichend wahrscheinlich sei (Hinweis auf die hg. Erkenntnisse vom 24. Juni 2014, 2011/17/0249, und vom 29. April 2014, 2012/17/0554 und 0555). Das (in den Revisionen näher angeführte und als herrschende Meinung verortete) Schrifttum stelle für die Frage des Vorliegens des Tatbestandsmerkmals der „Kursrelevanz“ auf die „Anreiztheorie“ ab. Nach dieser sei eine Information geeignet, den Kurs erheblich zu beeinflussen, wenn von ihr ein erheblicher Kauf- oder Verkaufsanreiz für einen verständigen Anleger ausgehe. Dabei sei von einem verständigen, börsenerfahrenen Laien auszugehen.

Bei Zwischenschritten im Rahmen eines gestreckten Sachverhaltes treffe der verständige Anleger seine Anlageentscheidung erst dann, wenn ein Zwischenschritt voraussichtlich auch zum erwarteten Ergebnis führe, wenn also ein Projekt durch den konkreten Zwischenschritt überwiegend wahrscheinlich geworden sei. Es gebe Zwischenschritte, die ihre „Kursrelevanz“ ausschließlich vom Endereignis ableiten würden und solche, die eine eigene „Kursrelevanz“ aufweisen könnten. So habe eine positive Due Diligence-Prüfung selbst keinen eigenständigen Informationsgehalt, sondern sei nur aufgrund des Endereignisses kursrelevant; kein verständiger Anleger würde etwa Aktien deswegen kaufen, weil eine Due Diligence-Prüfung erfolgt sei, vielmehr könnte aus dieser Information nur ein Kauf- oder Verkaufsanreiz für einen verständigen Anleger ausgehen, wenn aufgrund des erfolgreichen Abschlusses das Zustandekommen der Transaktion selbst hinreichend wahrscheinlich



geworden sei. Genauso verhalte es sich mit gegenständlichem MoU, sein Informationsgehalt sei kein eigenständiger, sondern ein vom Endereignis - dem Zustandekommen des Asset Swap - abgeleiteter. Auch die „herrschende Lehre“ in Deutschland und Österreich gehe davon aus, dass eine „Kursrelevanz“ von Zwischenschritten nur dann gegeben sei, wenn der Eintritt des Endereignisses zumindest überwiegend wahrscheinlich sei. Wie sich auch aus den (in den Revisionen näher angeführten) Feststellungen des Bundesverwaltungsgerichtes ergebe, sei der Abschluss der Transaktion im maßgeblichen Tatzeitraum „hochgradig unwahrscheinlich“ gewesen.

Selbst nach den Kriterien des „Probability-Magnitude-Konzepts“ habe keine ausreichende Eintrittswahrscheinlichkeit für eine Ad-hoc-Meldepflicht bestanden. Zudem sei es irrelevant, mit Kapitalmarktreaktionen empirisch *ex post* ein Anlegerverhalten nachweisen zu wollen, wie es die FMA zum Teil versuche und was vom Bundesverwaltungsgericht anscheinend übernommen werde. Bei korrekter rechtlicher Beurteilung handle es sich bei der Information über das MoU um eine vertrauliche und kursensible Information im Sinne des § 3 Z 1a Emittenten-Compliance-Verordnung, BGBl. II Nr. 213/2007, i.d.F. BGBl. II Nr. 30/2012.

Mit dieser Auffassung sind die Revisionen nicht im Recht:

- 9 Nach der Rechtsprechung des Verwaltungsgerichtshofes kommt es für die Eignung einer Information zur erheblichen Beeinflussung des Kurses darauf an, wie ein verständiger Anleger die Information *ex ante* anhand ihres Inhaltes und ihres Kontextes im Marktgeschehen beurteilen würde (vgl. das hg. Erkenntnis vom 20. April 2016, Ra 2015/02/0152 und 0153, RNr. 30 f, m.w.N.). Führt diese Prüfung zum Ergebnis, dass ein verständiger Anleger die Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde, ist das Tatbestandselement der Kurserheblichkeit erfüllt.
- 10 Im Fall eines nicht bereits eingetretenen Ereignisses spielt der Grad der Wahrscheinlichkeit des Eintritts bei dieser - im Einzelfall vorzunehmenden - Beurteilung ebenso eine Rolle, wie nach dem ersten Erwägungsgrund der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom



28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmanipulation), ABl. L 96 vom 12. April 2003, Seite 16 (Marktmissbrauchs-RL), die möglichen Auswirkungen der Informationen in Betracht gezogen werden sollten, 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 Finanzinstrumente beeinflussen dürften (vgl. ferner nunmehr den 14. Erwägungsgrund der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch [Marktmissbrauchsverordnung] und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. L 173 vom 12. Juni 2014, Seite 1). Vor diesem Hintergrund kann es nicht ausgeschlossen werden, dass eine Information über ein Ereignis, dessen Eintritt wenig wahrscheinlich ist, den Kurs der Titel des betreffenden Emittenten spürbar beeinflusst, weil die Folgen besonders weitreichend wären (vgl. zu alledem das Urteil des EuGH vom 28. Juni 2012, C-19/11, *Geltl* Rn. 54 f); umgekehrt kann eine Information von einem verständigen Anleger als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung genutzt werden, auch wenn diese Information es nicht erlaubt, die Änderung des Kurses der betreffenden Finanzinstrumente in eine bestimmte Richtung vorherzusehen (vgl. das Urteil des EuGH vom 11. März 2015, C-628/13, *Lafonta* Rn. 34, 36). Nichts anderes gilt im Rahmen eines zeitlich gestreckten Sachverhaltes für einen Zwischenschritt, der als Indiz für den hinreichend wahrscheinlichen Eintritt eines Endereignisses dient.

- 11 Nichts wesentlich anderes gilt auch im Fall eines Zwischenschrittes, der selbst eine „Reihe von Umständen“ bzw. ein „Ereignis“ darstellt, die bereits eingetreten sind bzw. das bereits eingetreten ist. In dieser Konstellation ist die Eignung zur erheblichen Beeinflussung des Kurses freilich im Hinblick auf diesen Zwischenschritt eigenständig zu beurteilen. Bei dieser Prüfung kann (und: wird auch in der Regel) die Wahrscheinlichkeit des Endereignisses - als Endpunkt des gestreckten Sachverhaltes - von Bedeutung sein (vgl. dazu bereits das hg. Erkenntnis vom 20. April 2016, Ra 2015/02/0152 und 0153,



RNr. 19). Anders als die Revisionen vermeinen, ist dabei allerdings nicht entscheidend, dass das Endereignis hinreichend wahrscheinlich (nach dem Verständnis des § 48a Abs. 1 Z 1 lit. a BörseG) eintreten werde, weil bei einer solchen Auffassung der Zwischenschritt nur ein Indiz für den Eintritt des Endereignisses und damit eine Insider-Information schon im Hinblick auf dieses zu bejahen wäre; für eine eigenständige Prüfung des Zwischenschritts auf das Vorliegen einer Insider-Information bliebe damit kein Raum.

- 12 Unzutreffend sind vor diesem Hintergrund auch die weiteren Darlegungen in den Revisionen, wonach bestimmte Vorgänge in einem zeitlich gestreckten Sachverhalt von vornherein nicht dazu geeignet wären, selbst Insider-Informationen darzustellen, bei denen Kurserheblichkeit und Spezifität eigenständig zu beurteilen seien. Es ist auch nicht ersichtlich (und wird in den Revisionen überdies nicht näher begründet), inwieweit das in den Revisionen zur Untermauerung ihrer Ansicht herangezogene Beispiel der Durchführung einer Due Diligence-Prüfung von vornherein keine eigenständigen Insider-Informationen darstellen könnte; gegen eine solche Auffassung sprechen schon die in Art. 3 Abs. 1 Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl. L 339 vom 24. Dezember 2003, Seite 77 (Richtlinie 2003/124/EG), genannten Beispiele von Insider-Informationen, deren Veröffentlichung aufgeschoben werden kann (sowie im Übrigen nunmehr die Ausführungen im 17. Erwägungsgrund der Marktmissbrauchsverordnung, in dem die Rede davon ist, dass sich Zwischenschritte beispielsweise auch auf den Stand von Vertragsverhandlungen oder vorläufig in Vertragsverhandlungen vereinbarte Bedingungen beziehen können).
- 13 Zwar hat das Bundesverwaltungsgericht in den Revisionsfällen vor dem Hintergrund seiner Sachverhaltsfeststellungen in rechtlicher Hinsicht gefolgert, zum Zeitpunkt des Abschlusses des MoU sei der Eintritt des Endereignisses noch nicht wahrscheinlich gewesen, und zudem eine erhebliche „Kursrelevanz“



der Information über den Abschluss hinsichtlich des Endereignisses bejaht; der Sache nach ist es in der weiteren Begründung jedoch - auf dem Boden der dargestellten Rechtslage in nicht zu beanstandender Weise - erkennbar davon ausgegangen, dass schon die Information über den Abschluss des MoU im Hinblick auf die damit in Aussicht gestellten gravierenden Auswirkungen auf die Geschäftsstrategie der drittrevisionswerbenden Partei kurserheblich gewesen sei und der verständige Anleger damit Dispositionen hätte treffen können, wenn ihm die Information über den ins Auge gefassten Asset Swap bzw. über den Beginn der konkreten Verhandlungen bekannt gegeben worden wäre. Die revisionswerbenden Parteien sind dieser Beurteilung ausgehend von ihrer (wie oben in RNr. 9-12 dargelegt: unzutreffenden) Rechtsansicht nur allgemein entgegengetreten, haben aber nicht aufgezeigt, dass dem Bundesverwaltungsgericht damit im konkreten Fall eine Rechtswidrigkeit unterlaufen wäre.

- 14 Im Hinblick auf den Umstand, dass dieses Auslegungsergebnis derart offenkundig ist, dass für einen vernünftigen Zweifel keinerlei Raum bleibt, war die in den Revisionen angeregte Einleitung eines Vorabentscheidungsverfahrens nach Art. 267 AEUV nicht erforderlich (vgl. das Urteil des EuGH vom 6. Oktober 1982, 283/81, *C.I.L.F.I.T.* u.a. Rn. 16).
- 15 Die Revisionen machen im Weiteren geltend, die angefochtenen Erkenntnisse würden „massiv gegen das Überraschungsverbot und damit Art. 6 EMRK (*fair trial*)“ verstoßen. Die revisionswerbenden Parteien hätten nach dem ersten Rechtsgang davon ausgehen müssen, dass sich das Bundesverwaltungsgericht lediglich mit einer Rechtsfrage auf Basis des bereits festgestellten Sachverhalts beschäftigen werde (insbesondere zumal in der Folge keinerlei neues Sachverhaltsvorbringen erstattet worden sei). Nun stütze das Bundesverwaltungsgericht ohne entsprechende Überbindung der Rechtsansicht des Verwaltungsgerichtshofes die „angebliche Kursrelevanz“ auf einen „behaupteten Strategiewechsel“ der drittrevisionswerbenden Partei (beides werde ausdrücklich bestritten). Weder in den Erkenntnissen des Bundesverwaltungsgerichtes im ersten Rechtsgang noch im Beweisverfahren in



der Verhandlung vom 16. Juni 2016 hätte der „angebliche Strategiewechsel“ mit einem einzigen Wort Erwähnung gefunden. Die revisionswerbenden Parteien seien vom Bundesverwaltungsgericht in keiner Weise auf die mögliche Relevanz des „behaupteten Strategiewechsels“ für die zu erlassenden Erkenntnisse hingewiesen worden. Diesen „angeblichen Strategiewechsel“ in den Erkenntnissen festzustellen, darauf die Strafbarkeit aufzuhängen und diesen „völligen ‚Schwenk‘“ in der Würdigung des Sachverhaltes im Rahmen des Beweisverfahrens in keiner Weise mit den revisionswerbenden Parteien zu erörtern, verstoße fundamental gegen Verfahrensrechte.

Durch dieses Vorgehen werde die Nichtmeldung des „behauptete[n] Strategiewechsel[s]“ zum eigentlichen Tatvorwurf erhoben und die Nichtmeldung des MoU nur mehr *pro forma* als Tatvorwurf aufrechterhalten. Wenn es aber dieser vom Bundesverwaltungsgericht „behauptete Strategiewechsel“ der drittrevisionwerbenden Partei gewesen sein solle, der den Kapitalmarkt „angeblich interessierte“ (was das Bundesverwaltungsgericht nun behaupte, was aber ebenfalls ausdrücklich bestritten werde), dann hätte bereits die FMA in den Straferkenntnissen den entsprechenden Vorwurf erheben müssen.

Hätten die revisionswerbenden Parteien ahnen können, dass das Bundesverwaltungsgericht im Erkenntnis einen Strategiewechsel der drittrevisionwerbenden Partei behaupten werde und diesen *de facto* als ad-hoc-meldepflichtbegründend ansehen werde, hätten sie entsprechende Beweise vorgebracht und Beweismittel angeboten. Durch die Einvernahme der (in den Revisionen) genannten Personen hätte bewiesen werden können, dass der vom Bundesverwaltungsgericht behauptete Strategiewechsel nicht vorgelegen sei.

- 16 Zu diesem Vorbringen ist darauf zu verweisen, dass nach der gefestigten Rechtsprechung des Verwaltungsgerichtshofes das sogenannte Überraschungsverbot auch im Verwaltungsverfahren anzuwenden ist. Unter dem Überraschungsverbot ist das Verbot zu verstehen, dass die Behörde in ihre rechtliche Würdigung Sachverhaltselemente einbezieht, die der Partei nicht bekannt waren. Ferner hat der Verwaltungsgerichtshof wiederholt festgehalten,



dass sich das zum Überraschungsverbot in Beziehung gesetzte Parteiengehör nur auf die Feststellung des maßgeblichen Sachverhalts, nicht aber auf die von der Behörde vorzunehmende rechtliche Beurteilung erstreckt. Auch führt ein Verstoß gegen das Überraschungsverbot nur dann zu einer Aufhebung der beim Verwaltungsgerichtshof angefochtenen Erledigung, wenn diesem Verfahrensmangel Relevanz zukommt, was im Verfahren vor dem Verwaltungsgerichtshof darzulegen ist. Diese Grundsätze sind auch für das Verfahren vor den Verwaltungsgerichten maßgeblich, zumal von den Verwaltungsgerichten auf dem Boden des § 17 VwGVG sowohl das Amtswegigkeitsprinzip des § 39 Abs. 2 AVG als auch der Grundsatz der Einräumung von Parteiengehör i.S.d. § 45 Abs. 3 AVG zu beachten ist (vgl. zu alldem m.w.N. das hg. Erkenntnis vom 17. Dezember 2015, Ro 2014/03/0066). Der Verwaltungsgerichtshof hat (zur bis 31. Dezember 2013 geltenden Rechtslage) ferner festgehalten, dass kein Anlass besteht, neuerlich Parteiengehör zu gewähren, wenn die Berufungsbehörde (nunmehr: das Verwaltungsgericht) nach Einlagen des aufhebenden Erkenntnisses des Verwaltungsgerichtshofes keine weiteren Sachverhaltsermittlungen vornimmt. Eine solche Pflicht besteht jedoch dann, wenn im zweiten Rechtsgang neue Tatsachen ins Ermittlungsverfahren eingeführt worden sind (vgl. das hg. Erkenntnis vom 15. September 2006, 2006/04/0053, m.w.N.).

- 17 Im nach der Aufhebung durch das hg. Erkenntnis vom 20. April 2016, Ra 2015/02/0152 und 0153, fortgesetzten Verfahren fand am 16. Juni 2016 eine neuerliche mündliche Verhandlung statt. Ausweislich der in den Verfahrensakten enthaltenen Niederschrift dieser Verhandlung wurden darin sämtliche Aktenteile zum Gegenstand der mündlichen Verhandlung erklärt; auf eine Verlesung der Aktenteile wurde ausdrücklich verzichtet, Beweisanträge wurden keine gestellt. Mit Schriftsatz vom 13. Juli 2016 legten (u.a.) die revisionswerbenden Parteien Dokumente zur Ressortaufteilung innerhalb der drittrevisionwerbenden Partei vor, die auch der FMA nachweislich zur Kenntnis gebracht wurden. Den angefochtenen Erkenntnissen hat das Bundesverwaltungsgericht in weiterer Folge keinen darüber hinausgehenden Sachverhalt zugrunde gelegt, sodass für den Verwaltungsgerichtshof nicht erkennbar ist, inwieweit das Bundesverwaltungsgericht in seine rechtliche



Würdigung Sachverhaltselemente einbezogen hätte, die den revisionswerbenden Parteien nicht bekannt waren.

- 18 Soweit die Revisionen geltend machen, das Bundesverwaltungsgericht hätte näher genannte Personen einvernehmen müssen, womit hätte bewiesen werden können, dass kein Strategiewechsel stattgefunden habe, gelingt es ihnen überdies schon deshalb nicht, die Relevanz des behaupteten Verfahrensmangels aufzuzeigen, weil es für die im Verfahren gegenständliche Rechtsfrage nicht darauf ankommt, ob tatsächlich ein Strategiewechsel im Unternehmen der drittrevisionserwerbenden Partei vorlag. Für das Vorliegen einer Kurserheblichkeit der Information über das MoU kam es nach dem Vorgesagten einzig darauf an, welcher Wert der Information aus dem Blickwinkel der Einschätzung eines verständigen Anlegers beizumessen war. Vor diesem Hintergrund ist auch nicht ersichtlich, dass das Bundesverwaltungsgericht den „behauptete[n] Strategiewechsel“ zum eigentlichen Tatvorwurf erhoben hätte; wie auch in den Revisionen eingeräumt wird, befasste sich das Bundesverwaltungsgericht lediglich für die Bejahung des Tatbestandselements der Kurserheblichkeit mit der Frage, welche Auswirkungen auf die Geschäftsstrategie der drittrevisionserwerbenden Partei das verfahrensgegenständliche MoU aus der Sicht eines verständigen Anlegers haben konnte. Der in den Revisionen behauptete Verfahrensmangel liegt damit nicht vor.
- 19 Soweit die revisionswerbenden Parteien weiters ins Treffen führen, das Bundesverwaltungsgericht unterlasse eine vollständige Erfassung des entscheidungswesentlichen Sachverhaltes, soweit es sich mit der Kursentwicklung der Aktie der drittrevisionserwerbenden Partei im Betrachtungszeitraum vom 20. Juni 2012 bis zum 3. Dezember 2012 bzw. 4. Dezember 2012 beschäftige, war dem schon vor dem Hintergrund der nicht zu beanstandenden Beurteilung der Kurserheblichkeit der Information über das MoU nicht näher zu treten (vgl. RNr. 13). Im Übrigen braucht, um festzustellen, ob eine Information eine Insider-Information ist, nicht geprüft zu werden, ob ihr Bekanntwerden den Kurs der von ihr betroffenen Finanzinstrumente tatsächlich spürbar beeinflusst hat (vgl. das Urteil des EuGH



vom 23. Dezember 2009, C-45/08, *Spector Photo Group NV* und *Chris Van Raemdonck* Rn. 69, sowie - dazu, dass tatsächliche Kursveränderungen nur ein Indiz für die Beurteilung der Kurserheblichkeit sind - bereits das hg. Erkenntnis vom 20. April 2016, Ra 2015/02/0152 und 0153, RNr. 31).

- 20 Mit dem allgemein gehaltenen Hinweis in den Revisionen, die Beweiswürdigung des Bundesverwaltungsgerichtes erstrecke sich auf eine halbe Seite, welche keinerlei Würdigung der Beweismittel enthalte, weshalb sich nicht auf nachvollziehbare Art und Weise ergebe, aus welchen Überlegungen die Behörde (gemeint wohl: das Bundesverwaltungsgericht) ihre Feststellungen getroffen habe, zeigen die revisionswerbenden Parteien auch nicht auf, dass das Bundesverwaltungsgericht die Beweiswürdigung in einer die Rechtssicherheit beeinträchtigenden, unvertretbaren Weise vorgenommen hätte (vgl. aus der ständigen Rechtsprechung etwa den hg. Beschluss vom 8. November 2016, Ra 2016/02/0216).
- 21 Die revisionswerbenden Parteien machen außerdem geltend, dass im gegenständlichen Verfahren der Erstrevisionswerberin und dem Zweitrevisionswerber vorgeworfen werde, es unterlassen zu haben, den Abschluss des MoU spätestens am 20. Juni 2012 der Öffentlichkeit bekannt zu geben. Dass das Bundesverwaltungsgericht den Tatzeitraum von 20. Juni 2012 bis 23. November 2012 festsetze, könne „schon rein denklogisch“ nicht stimmen, weil zu jedem Zeitpunkt nach dem 20. Juni 2012 nicht mehr das MoU, sondern der jeweils aktuelle Stand der potentiellen Transaktion (d.h. der letzte eingetretene Zwischenschritt) zu veröffentlichen gewesen wäre. Jedenfalls ab 11. Juli 2012 wäre demnach nicht mehr das MoU, sondern die Zustimmung der S A.Ş. zur Prozessführung nach dem ersten Dreiparteiengespräch zwischen der drittrevisionwerbenden Partei, E. und dem Freistaat Bayern zu melden gewesen. Im Ergebnis sei die erste Verfolgungshandlung hinsichtlich der Nichtmeldung des MoU mit Aufforderungsschreiben zur Rechtfertigung vom 7. Februar 2014, zugestellt am 10. Februar 2014, zu spät gesetzt worden. Zumal diese Verfolgungshandlung mehr als 18 Monate nach dem letzten Tag des diesbezüglichen Tatzeitraums



(20. Juni 2012 bis 10. Juli 2012) erfolgt sei, sei der Vorwurf der Nichtmeldung des MoU zum Zeitpunkt der ersten Verfolgungshandlung bereits verjährt.

- 22 Dem ist zu entgegnen, dass nach der hg. Rechtsprechung im Falle von Unterlassungen die Verfolgungsverjährungsfrist erst mit der Nachholung der unterlassenen Handlung zu laufen beginnt; eine etwaige Erfüllungsfrist ist im Zusammenhang mit der Verfolgungsverjährung ohne Bedeutung. Der Verwaltungsgerichtshof hat insbesondere zur Unterlassung der Erstattung von Meldungen oder von Veröffentlichungen, die nach dem Gesetz in einer bestimmten Frist oder „unverzüglich“ vorzunehmen gewesen wären, ausgesprochen, dass eine solche Unterlassung ein Dauerdelikt begründet, bei dem die Verjährungsfrist nicht bereits mit dem Ablauf der vom Gesetz zugestandenen bzw. auf Grund der Auslegung unbestimmter Begriffe zuzugestehenden Frist zu laufen beginnt. Nach dem Zweck der in Rede stehenden Gebotsnorm ist die Erstattung der Meldung nach § 48d Abs. 1 BörseG nach Ablauf der für sie zur Verfügung stehenden Frist nicht etwa obsolet, sodass hier ein Fall vorliegt, in dem auch die fortgesetzte Unterlassung der Erstattung der Meldung unter Strafe steht (vgl. das hg. Erkenntnis vom 30. Jänner 2015, 2011/17/0267, 0268, 0271).
- 23 Ausgehend davon, dass nach der (unbestrittenen) Aktenlage innerhalb des vom Bundesverwaltungsgericht angenommenen Tatzeitraumes keine Meldung der Information über das MoU erfolgte, ist in den Revisionsfällen - wie auch das Bundesverwaltungsgericht jedenfalls im Ergebnis zutreffend festhält - keine Verfolgungsverjährung eingetreten. Dagegen kann die in den Revisionen vertretene Auffassung, ab einem späteren Zeitpunkt nach Abschluss des MoU wäre der jeweils aktuelle Stand der Transaktion zu melden gewesen, nicht ins Treffen geführt werden, weil sich aus der Nichtmeldung der auf den Abschluss des MoU folgenden Zwischenschritte - freilich bei Vorliegen der Tatbestandsvoraussetzungen - ein jeweils eigenständiger Tatvorwurf ergeben könnte, bei dem der Tatzeitraum erst mit Nachholung der Meldung endet.
- 24 Im Weiteren wird in den Revisionen ausgeführt, dass eine Strafbarkeit mangels Verschulden auszuschließen sei, selbst wenn nach Ansicht des Verwaltungsgerichtshofes durch die Unterfertigung des MoU am 20. Juni 2012



ein die Ad-hoc-Meldepflicht auslösender Sachverhalt verwirklicht worden sein sollte. Die Erstrevisionswerberin und der Zweitrevisionswerber hätten sich zum Zeitpunkt des Abschlusses des MoU am aktuellen Leitfaden der FMA (das bereits genannte Rundschreiben vom 6. März 2006) im Hinblick auf die Beurteilung des richtigen Zeitpunkts für die Vornahme einer Ad-hoc-Meldung orientiert. Auch die vom Bundesverwaltungsgericht verlangte Einholung einer Rechtsauskunft stelle kein zu Gebote stehendes Mittel dar, weil dazu einerseits angesichts des Rundschreibens der FMA und des Leitfadens der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der dort völlig unzweifelhaft dargestellten Rechtslage kein Anlass bestanden habe; andererseits zeige die Erfahrung, dass die FMA tatsächlich keine einzelfallbezogenen rechtlich verbindlichen Auskünfte erteile.

25 Diesem Vorbringen sind die Ausführungen des Bundesverwaltungsgerichtes entgegenzuhalten, in denen zutreffend auf die hg. Rechtsprechung verwiesen wird, nach der auch eine irrige Gesetzesauslegung einen Beschuldigten, der es unterlassen hat, Erkundigungen einzuholen, ob die von ihm vertretene Rechtsansicht zutrifft, nicht zu entschuldigen vermag. Solche Erkundigungen haben an der geeigneten Stelle zu erfolgen, worunter im Zweifelsfall die zur Entscheidung der Rechtsfrage zuständige Behörde zu verstehen ist. Die Argumentation mit einer auch plausiblen Rechtsauffassung kann ein Verschulden am objektiv unterlaufenen Rechtsirrtum nicht ausschließen, vielmehr trägt das Risiko des Rechtsirrtums der, der es verabsäumt, sich an geeigneter Stelle zu erkundigen. Solange weder eine Auskunft der zuständigen Stelle noch ein Feststellungsbescheid vorliegt, kann der Rechtsunterworfenen sich nicht auf einen Schuldausschlussgrund im Hinblick auf fehlende höchstgerichtliche Judikatur bzw. eine komplizierte Rechtslage berufen (vgl. zu alledem die hg. Erkenntnisse vom 7. Oktober 2013, 2013/17/0592, sowie vom 4. September 2008, 2008/17/0034).

26 Zutreffend ist auch der Hinweis des Bundesverwaltungsgerichtes darauf, dass das Rundschreiben der FMA vom 6. März 2006 betreffend Ad-hoc-Publizität und Director's Dealings-Meldungen von der Erstrevisionswerberin und dem Zweitrevisionswerber nicht so verstanden werden konnte, dass das MoU



ungeprüft als nicht ad-hoc-pflichtig angesehen werden könne, zumal die FMA darin - worauf sich auch das Bundesverwaltungsgericht in den angefochtenen Erkenntnissen stützt - klarstellt, dass auf seiner Grundlage keine abschließende Beurteilung von Einzelfällen stattfinden könne.

- 27 An diesem Ergebnis vermag das Revisionsvorbringen nichts zu ändern, wonach die Erfahrung zeige, dass die FMA keine einzelfallbezogenen rechtlich verbindlichen Auskünfte erteile. In diesem Zusammenhang sind die Erstrevisionswerberin und der Zweitrevisionswerber im Übrigen darauf zu verweisen, dass es ihnen allenfalls offenstand, der FMA gemäß § 48d Abs. 2 BörseG (in der im Tatzeitraum maßgebenden Fassung, vgl. nunmehr Art. 17 Abs. 4 der vorzitierten Marktmissbrauchsverordnung) eine Entscheidung über den Aufschub der Meldung mitzuteilen.
- 28 Schließlich wird in der von der Erstrevisionswerberin (gemeinsam mit der drittrevisionswerbenden Partei) erhobenen Revision geltend gemacht, das erstangefochtene Erkenntnis sei auch hinsichtlich der verhängten Strafe rechtswidrig. Wie auch im angefochtenen Erkenntnis festgestellt worden sei, sei die Erstrevisionswerberin im maßgeblichen Zeitraum nach der anwendbaren Geschäftsverteilung nicht für Ad-hoc-Meldungen zuständig gewesen. Nach der (näher zitierten) Rechtsprechung des Verwaltungsgerichtshofes komme dem unzuständigen Vorstandsmitglied eine bloß auf stichprobenartige Überwachungen beschränkte Kontrolltätigkeit zu. Im vorliegenden Fall sei die Aufsichts- oder Kontrollpflicht keinesfalls verletzt worden, zumal der Abschluss eines unverbindlichen MoU mit derartig vielen Unwägbarkeiten und Unsicherheiten als „regulär häufig anfallender Geschäftsfall“ eingestuft werden könne und die Vorstandsmitglieder stichprobenartige Kontrollen in regelmäßigen Abständen durchgeführt hätten. Im Juni 2012 habe eine durch den Aufsichtsrat genehmigte Ressortverteilung bestanden, die im jährlichen Corporate Governance-Bericht sowie in den Geschäftsberichten der drittrevisionswerbenden Partei (für die Geschäftsjahre 2011 und 2012) auf deren Website veröffentlicht worden sei. Eine satzungsmäßige Ressortverteilung erscheine insbesondere auch im Hinblick auf eine börsennotierte Aktiengesellschaft überzogen, zumal für jegliche Änderungen



der Ressortverteilung ein exorbitanter und kostenintensiver Aufwand betrieben werden müsste. Zudem sei der allenfalls maßgebliche Tatzeitraum für die Nichtmeldung des MoU viel kürzer als vom Bundesverwaltungsgericht behauptet (nämlich längstens bis 10. Juli 2012). Aus diesem Grund sei über die Erstrevisionswerberin als das nach der Ressortverteilung unzuständige Vorstandsmitglied keine oder gegebenenfalls eine wesentlich geringere Strafe als über den (zuständigen) Zweitrevisionswerber zu verhängen gewesen.

29 Dem ist Folgendes entgegenzuhalten:

Nach der ständigen hg. Rechtsprechung vermag eine bloß interne Aufgabenverteilung unter mehreren Geschäftsführern einer GmbH (oder Vorstandsmitgliedern einer AG) nicht einen einzelnen Geschäftsführer (oder ein einzelnes Vorstandsmitglied) von vornherein und ohne nähere Behauptungen von der Verantwortlichkeit gemäß § 9 Abs. 1 VStG zu entlasten. Diese Rechtsprechung setzt voraus, dass die Zuweisung der „Verantwortung“ an einen Geschäftsführer (oder ein Vorstandsmitglied) durch die unternehmensinterne Geschäftsverteilung (auch mit Zustimmung des Geschäftsführers oder des Vorstandsmitglieds) für sich genommen noch keine Bestellung als „verantwortlicher Beauftragter“ für die Einhaltung der Verwaltungsvorschriften gemäß § 9 Abs. 2 erster Satz VStG darstellt. Vielmehr müsste sich ein derartiger Übertragungsakt - anders als die Übertragung der unternehmensinternen Verantwortung - hinreichend klar erkennbar (auch) auf die spezifische verwaltungsstrafrechtliche Verantwortung im Verständnis des VStG beziehen (vgl. m.w.N. zuletzt das hg. Erkenntnis vom 7. April 2017, Ro 2016/02/0009 und 0010). Dass innerhalb des Vorstandes der drittrevisionswerbenden Partei eine Aufgabenverteilung auch im Hinblick auf die spezifische verwaltungsstrafrechtliche Verantwortlichkeit stattgefunden hätte, wird auch von der Erstrevisionswerberin nicht behauptet.

30 Davon ausgehend ist der Erstrevisionswerberin mit ihrem Vorbringen zwar insoweit zuzustimmen, als nach der hg. Rechtsprechung nicht verlangt werden kann, dass ein nach der Geschäftsverteilung unzuständiges Vorstandsmitglied die Vorgänge innerhalb des Verantwortungsbereichs eines anderen Vorstandsmitglieds mit gleicher Intensität überwacht, wie es dem nach der



internen Geschäftsverteilung zuständigen Vorstandsmitglied obliegen würde. Die Kontrolltätigkeit des (unzuständigen) Vorstandsmitgliedes kann sich in der Regel daher nur auf eine stichprobenartige Überwachung (und nicht etwa auf die Überwachung jedes einzelnen Geschäfts) erstrecken. Dabei sind jedoch die Anforderungen je nach der Bedeutung und der Risikogeneignetheit der Geschäftsfälle unterschiedlich anzusetzen, sodass etwa bei häufig anfallenden Geschäftsfällen die stichprobenartige Überprüfung oder die periodische Rücksprache mit Vorstandskollegen ausreichend sein mag (vgl. die hg. Erkenntnisse jeweils vom 16. Mai 2011, 2009/17/0234, sowie 2009/17/0185).

- 31 Vor diesem Hintergrund kann dem Bundesverwaltungsgericht im Fall der Ad-hoc-Meldung betreffend die Information über das verfahrensgegenständliche MoU allerdings nicht entgegengetreten werden, wenn es davon ausging, dass dieser Vorgang von herausragender Bedeutung für das Unternehmen der drittrevisionserwerbenden Partei gewesen sei, sodass sämtliche Vorstandsmitglieder davon hätten wissen müssen und damit eine bloß stichprobenartige Kontrolle für eine schuldbefreiende Wirkung nicht ausreichend gewesen sei. Die Erstrevisionserwerberin hat es im Übrigen selbst in ihrer Revision verabsäumt, in konkreter Weise ein wirksames Kontrollsystem darzulegen, das überhaupt eine stichprobenartige Überwachung der Vorgänge innerhalb des Ressorts des Zweitrevisionserwerbers umfasst hätte.
- 32 Dem im Zusammenhang mit der Strafbemessung erstatteten Vorbringen, wonach das Bundesverwaltungsgericht den Tatzeitraum als zu lange angesetzt habe, war schon nach dem oben in RNr. 22 f Gesagten nicht näherzutreten.
- 33 Die Revisionen erweisen sich damit als unbegründet und waren gemäß § 42 Abs. 1 VwGG abzuweisen.
- 34 Der Ausspruch über den Aufwändersatz gründet sich auf die §§ 47 ff VwGG in Verbindung mit der VwGH-Aufwändersatzverordnung 2014, BGBl. II Nr. 518/2013 i.d.F. BGBl. II Nr. 8/2014.
- 35 Werden im Verfahren vor dem Verwaltungsgerichtshof über mehrere Revisionen, die dann miteinander verbunden werden, von der belangten



Behörde des Verfahrens vor dem Verwaltungsgericht (Partei gemäß § 21 Abs. 1 Z 2 VwGG) inhaltlich gleichlautende Revisionsbeantwortungen vorgelegt, so sind diese Revisionsbeantwortungen auch bei der Berechnung des Aufwendersatzes getrennt zu behandeln (vgl. das hg. Erkenntnis vom 24. Juni 2016, Ro 2014/02/0125 bis 0127, m.w.N.).

W i e n , am 27. April 2017

