

CB-ENTSCHEIDUNG

EuGH: Pflicht zur Veröffentlichung von Insider-Informationen auch ohne Kenntnis von dem genauen Einfluss auf den Kurs der Finanzinstrumente

EuGH, Urteil vom 11.3.2015 – C-628/13, Jean-Bernard Lafonta gegen Autorité des marchés financiers, ECLI:EU:C:2015:162

TENOR

Art. 1 Nr. 1 der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) und Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6 betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation sind dahin auszulegen, dass sie für die Einstufung einer Information als präzise nicht verlangen, dass aus ihnen mit einem hinreichenden Maß an Wahrscheinlichkeit abgeleitet werden kann, dass sich ihr potenzieller Einfluss auf die Kurse der betreffenden Finanzinstrumente in eine bestimmte Richtung auswirken wird, wenn sie öffentlich bekannt werden.

RL 2003/6/EG Art. 1 Nr. 1; RL 2003/124/EG Art. 1 Abs. 1

CB-Online www.compliance-berater.de
Volltext: CBL2015-170-1

SACHVERHALT

Das Vorabentscheidungsersuchen betrifft die Auslegung von Art. 1 Nr. 1 der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) (ABl. L 96, S. 16) und von Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6 betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation (ABl. L 339, S. 70).

Sie ergeht im Rahmen eines Rechtsstreits zwischen Herrn Lafonta und der Autorité des marchés financiers (im Folgenden: AMF) über die Entscheidung der Sanktionskommission der AMF vom 13. Dezember 2010, ihm eine Geldbuße aufzuerlegen, weil er der Öffentlichkeit u. a. nicht die Information über die Durchführung einer Finanztransaktion zugänglich gemacht hatte, die es der Wendel SA erlaubte, eine wesentliche Beteiligung am Kapital des Saint-Gobain-Konzerns (im Folgenden: Saint-Gobain) zu erwerben.

Wie aus der Vorlageentscheidung hervorgeht, schloss die Wendel SA, deren Vorstandsvorsitzender Herr Lafonta war, zwischen Dezember

2006 und Juni 2007 mit vier Kreditinstituten Verträge über „Total Return Swaps“ (im Folgenden: TRS) ab, denen als Aktiva Aktien von Saint-Gobain zugrunde lagen. Zu deren Deckung erwarben diese Kreditinstitute insgesamt 85 Millionen Aktien von Saint-Gobain. Die Wendel SA erhielt beim Abschluss der TRS von diesen Kreditinstituten und von einem weiteren Kreditinstitut finanzielle Hilfen in Höhe eines Gesamtbetrags, der dem der TRS nahekam.

Da die Wendel SA am 3. September 2007 entschieden hatte, die TRS schrittweise abzuwickeln, erwarb sie zwischen diesem Zeitpunkt und dem 27. November 2007 mehr als 66 Millionen Aktien, die 17,6% des Kapitals von Saint-Gobain entsprachen. Die Überschreitung der Schwellen von 5%, 10%, 15% und 20% des Kapitals von Saint-Gobain wurde der AMF nacheinander zwischen dem 26. September 2007 und dem 26. März 2008 angezeigt.

Nach Abschluss einer Untersuchung der Umstände der Steigerung des Anteils am Kapital von Saint-Gobain ging die AMF davon aus, dass die Wendel SA zwar am 3. September 2007 offiziell die Entscheidung getroffen habe, die wirtschaftliche Beteiligung an Saint-Gobain in einen physischen Besitz von Aktien umzuwandeln; der Inhalt des am Ende dieser Untersuchung erstellten Berichts und das Zusammenfallen der Unterzeichnung der TRS mit der Erlangung von Finanzierungen durch die Wendel SA, durch die ihr letztlich der Erwerb der von den Kreditinstituten im Rahmen der Abwicklung der TRS abgegebenen Saint-Gobain-Aktien auf dem Markt ermöglicht worden sei, zeigten jedoch, dass die Wendel SA von Anfang an beabsichtigt habe, eine erhebliche Beteiligung am Kapital von Saint-Gobain zu erwerben, und dass die in Rede stehende finanzielle Transaktion mit diesem wesentlichen Ziel durchgeführt worden sei.

Die AMF warf daher der Wendel SA und Herrn Lafonta vor, zum einen der Öffentlichkeit nicht spätestens am 21. Juni 2007, dem Tag, an dem sämtliche TRS abgeschlossen worden seien, die wichtigsten Merkmale der finanziellen Transaktion mitgeteilt zu haben, die von der Wendel SA vorbereitet worden seien und es ihr ermöglichen sollten, eine erhebliche Beteiligung am Kapital von Saint-Gobain zu erwerben, und zum anderen, der Öffentlichkeit nicht vor Eintritt der Verpflichtung der Wendel SA, die Überschreitung der Schwelle von 5% bekannt zu geben, die Insider-Information mitgeteilt zu haben, die in der Vornahme dieser finanziellen Transaktion durch die Wendel SA zur Ermöglichung des Erwerbs einer erheblichen Beteiligung am Kapital von Saint-Gobain bestanden habe.

Am 13. Dezember 2010 entschied der Sanktionsausschuss der AMF, dass die Vorwürfe als erwiesen anzusehen seien, und verhängte gegen die Wendel SA und Herrn Lafonta eine Geldbuße von jeweils 1,5 Mio. Euro.

Herr Lafonta erhob vor der Cour d'appel de Paris eine Klage auf Nichtigerklärung dieser Entscheidung, soweit ihm darin eine Geldbuße auferlegt wurde. Mit Urteil vom 31. Mai 2012 wies die Cour d'appel de Paris die Klage ab.

Herr Lafonta legte gegen dieses Urteil Kassationsbeschwerde ein. Zu deren Stützung brachte er vor, dass eine Information nur dann als präzise i. S. v. Art. 621-1 Abs. 2 der Allgemeinen Verfahrensordnung der AMF, auf den ihr Art. 223-2 verweise, angesehen werde, wenn „damit eine Reihe von Umständen, die eingetreten sind oder eintreten können, oder ein Ereignis, das eingetreten ist oder eintreten kann, gemeint ist und wenn sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Umstände oder dieses Ereignisses auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente oder sich darauf beziehender Finanzinstrumente zulässt“. Daraus folge, dass eine Information im Sinne dieser Vorschrift nur dann präzise sei, wenn sie demjenigen, der über sie verfüge, eine Vorhersage ermögliche, in welche Richtung sich der Kurs der betreffenden Aktie ändern werde, wenn die Information öffentlich bekannt werde. Nur eine Information, die eine Vorhersage ermögliche, ob der Kurs der betreffenden Aktie steigen oder fallen werde, ermögliche es demjenigen, der über sie verfüge, zu erkennen, ob er kaufen oder verkaufen solle, und verschaffe ihm somit einen Vorteil im Verhältnis zu allen anderen Marktteilnehmern, denen diese Information nicht bekannt sei. Im vorliegenden Fall sei es unmöglich gewesen, vorherzusagen, ob sich die Offenlegung der Information zur Beteiligung am Kapital von Saint-Gobain positiv oder negativ auf den Kurs der Aktien der Wendel SA auswirken werde.

Die AMF hält dem entgegen, dass ein solches Erfordernis über den Wortlaut der Richtlinien 2003/6 und 2003/124 hinausgehe, der die Richtung einer möglichen Auswirkung der Information auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente nicht erwähne. Jede Information, die, wenn sie bekannt würde, eine Änderung des Kurses nach sich ziehen könnte, stelle allein aufgrund dieser Tatsache eine präzise Information dar, so dass das Unterscheidungskriterium zwischen einer präzisen Information und einer unpräzisen Information in der Möglichkeit ihrer Auswirkung auf den Markt bestehe.

Unter diesen Umständen hat die Cour de cassation beschlossen, das Verfahren auszusetzen und dem Gerichtshof folgende Frage zur Vorabentscheidung vorzulegen:

Sind Art. 1 Nr. 1 der Richtlinie 2003/6 und Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124 dahin auszulegen, dass ausschließlich diejenigen Informationen präzise Informationen im Sinne dieser Bestimmungen darstellen können, aus denen mit einem hinreichenden Maß an Wahrscheinlichkeit abgeleitet werden kann, dass sich ihr potenzieller Einfluss auf die Kurse der betreffenden Finanzinstrumente in eine bestimmte Richtung auswirken wird, wenn sie öffentlich bekannt werden?

AUS DEN GRÜNDEN

Zur Vorlagefrage

- 21 Zunächst ist festzustellen, dass die Richtlinie 2003/6, wie sich aus ihren Erwägungsgründen 2 und 12 ergibt, die Integrität der Finanzmärkte der Europäischen Union sicherstellen und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte stärken soll, ein Vertrauen, das insbesondere darauf beruht, dass die Anleger einander gleichgestellt sind und vor der unrechtmäßigen Verwendung von Insider-Informationen geschützt werden (vgl. in diesem Sinne Urteile Spector Photo Group und Van Raemdonck, C-45/08, EU:C:2009:806, BB 2010, 329 m. BB-Komm. Voß, EWS 2010, 99, RIW 2010, 152, Rn. 47, IMC

Securities, C-445/09, EU:C:2011:459, RdF-Entscheidungsreport Teuber, RdF 2012, 201, Rn. 27, und Geltl, C-19/11, EU:C:2012:397, BB 2012, 1817 m. BB-Komm. Kocher/Widder, EWS 2012, 297, RIW 2012, 557, Rn. 33).

Zu diesem Zweck verpflichtet, während Art. 2 Abs. 1 der Richtlinie 2003/6 Insider-Geschäfte verbietet, ihr Art. 6 Abs. 1 die Emittenten von Finanzinstrumenten, Insider-Informationen, die sie unmittelbar betreffen, so bald als möglich der Öffentlichkeit bekannt zu geben. Wie im 24. Erwägungsgrund dieser Richtlinie hervorgehoben wird, wird durch eine unverzügliche und angemessene öffentliche Bekanntgabe von Informationen die Integrität des Marktes gefördert, während eine selektive Weitergabe dazu führen kann, dass das Vertrauen der Anleger in die Integrität der Finanzmärkte schwindet.

Der Begriff „Insider-Information“ wird in Art. 1 Nr. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/6 definiert als „eine nicht öffentlich bekannte präzise Information“, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und die, „wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen“.

• Wesentliche Tatbestandsmerkmale des Begriffs „Insider-Information“ gem. Art. 1 Nr. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/6

Die Definition des Begriffs „Insider-Information“ in dieser Bestimmung besteht somit aus vier wesentlichen Tatbestandsmerkmalen. Erstens handelt es sich um eine präzise Information. Zweitens ist diese Information nicht öffentlich bekannt. Drittens betrifft sie direkt oder indirekt ein oder mehrere Finanzinstrumente oder deren Emittenten. Viertens wäre sie, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen (Urteil Geltl, EU:C:2012:397, Rn. 25).

Der Gerichtshof hat entschieden, dass eine Insider-Information wegen ihres nicht öffentlich bekannten präzisen Charakters und ihrer Eignung, den Kurs der fraglichen Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen, dem Insider, der sie besitzt, einen Vorteil im Verhältnis zu allen anderen Marktteilnehmern verschafft, denen sie unbekannt ist (vgl. Urteil Spector Photo Group und Van Raemdonck, EU:C:2009:806, Rn. 52).

Ferner ist darauf hinzuweisen, dass mit der Richtlinie 2003/124, wie aus ihrem dritten Erwägungsgrund hervorgeht, das erste und das vierte der in Rn. 24 des vorliegenden Urteils angeführten wesentlichen Tatbestandsmerkmale des Begriffs „Insider-Information“ zur Erhöhung der Rechtssicherheit für die Marktteilnehmer genauer bestimmt werden sollte.

So sieht Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124 zum ersten Tatbestandsmerkmal vor, dass eine Information „dann als präzise anzusehen [ist], wenn damit eine Reihe von Umständen gemeint ist, die bereits existieren oder bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren werden, oder ein Ereignis, das bereits eingetreten ist oder mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten wird, und diese Information darüber hinaus spezifisch genug ist, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse von Finanzinstrumenten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zulässt“. Zum vierten Tatbestandsmerkmal heißt es in Art. 1 Abs. 2 dieser Richtlinie, dass mit einer zur erheblichen Beeinflussung des Kurses der betreffenden Finanzinstrumente geeigneten Information eine Information gemeint

ist, „die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde“.

28 Der Gerichtshof hat entschieden, dass die damit in Art. 1 der Richtlinie 2003/124 erläuterten beiden wesentlichen Tatbestandsmerkmale des Begriffs „Insider-Information“ voneinander unabhängig sind und Mindestvoraussetzungen darstellen, von denen jede erfüllt sein muss, damit eine Information als „Insider-Information“ i. S. v. Art. 1 Nr. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/6 angesehen werden kann (vgl. in diesem Sinne Urteil *Geltl*, EU:C:2012:397, Rn. 52 und 53).

29 Nach dem Hinweis auf diese Grundsätze ist festzustellen, dass sich die vom vorlegenden Gericht gestellte Frage ausschließlich auf Klarstellungen zum ersten wesentlichen Tatbestandsmerkmal der Definition des Begriffs „Insider-Information“ bezieht, nämlich der präzisen Natur dieser Information.

• **Fraglich ist, wann eine Insider-Information als „präzise“ anzusehen ist**

30 Wie der Generalanwalt in Nr. 37 seiner Schlussanträge hervorgehoben hat, geht aus dem Wortlaut dieser Bestimmung nicht hervor, dass „präzise“ Informationen nur solche sein können, mit denen sich bestimmen lässt, in welche Richtung sich der Kurs der betreffenden Finanzinstrumente oder der sich darauf beziehenden derivativen Finanzinstrumente ändern würde.

31 Nach dem Sinn, der den in Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124 verwendeten Begriffen allgemein beigemessen wird, ist nämlich davon auszugehen, dass es für die Erfüllung der Bedingung, um die es sich handelt, ausreicht, dass die Information hinreichend konkret oder spezifisch ist, um als Grundlage für die Beurteilung dienen zu können, ob die Reihe von Umständen oder das Ereignis, die oder das Gegenstand der Information sind, eine Auswirkung auf die Kurse der Finanzinstrumente haben kann, auf die sie sich bezieht. Daher schließt diese Bestimmung vom Begriff „Insider-Information“ nur vage oder allgemeine Informationen aus, die keine Schlussfolgerung hinsichtlich ihrer möglichen Auswirkung auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente zulassen.

32 Diese Auslegung wird sowohl durch die allgemeine Systematik von Art. 1 der Richtlinie 2003/124 als auch durch die Zielsetzung der Richtlinie 2003/6 bestätigt.

33 Zur allgemeinen Systematik von Art. 1 der Richtlinie 2003/124 trägt Herr Lafonta vor, dass eine Information nur dann als präzise angesehen werden könne, wenn sie ihren Besitzer in die Lage versetze, vorherzusehen, in welche Richtung sich der Kurs des betreffenden Finanzinstruments ändere, da nur eine solche Information ihrem Besitzer die Klärung der Frage erlauben würde, ob dieses Finanzinstrument zu erwerben oder zu veräußern wäre, und ihm daher einen Vorteil im Verhältnis zu allen anderen Marktteilnehmern verschaffen würde.

34 Insoweit ist aber festzustellen, dass Art. 1 Abs. 2 der Richtlinie 2003/124 ebenso wie ihr Art. 1 Abs. 1 nicht verlangt, dass es die Information erlaubt, die Richtung zu bestimmen, in die sich der Kurs der betreffenden Finanzinstrumente ändern wird. Eine erteilte Information kann nämlich von einem verständigen Anleger als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung genutzt werden und daher der in Art. 1 Abs. 2 dieser Richtlinie aufgestellten Bedingung genügen,

auch wenn diese Information es nicht erlaubt, die Änderung des Kurses der betreffenden Finanzinstrumente in eine bestimmte Richtung vorherzusehen.

In Bezug auf die Zielsetzung der Richtlinie 2003/6 ist den Ausführungen des Generalanwalts in Nr. 39 seiner Schlussanträge beizupflichten, dass eine Beschränkung des Anwendungsbereichs von Art. 1 Nr. 1 der Richtlinie 2003/6 und von Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124 auf Informationen, mit denen sich bestimmen lässt, in welche Richtung sich der Kurs der betreffenden Finanzinstrumente ändern wird, die Gefahr einer Beeinträchtigung der in Rn. 21 des vorliegenden Urteils angeführten Ziele mit sich brächte.

• **Vorherzusehen, in welche Richtung sich der Kurs des betreffenden Finanzinstruments entwickelt, ist aufgrund der hohen Komplexität der Finanzmärkte besonders schwierig**

Die hohe Komplexität der Finanzmärkte macht nämlich eine exakte Einschätzung der Richtung, in die sich die Kurse von Finanzinstrumenten ändern können, besonders schwierig; darauf wird im Übrigen auch im ersten Erwägungsgrund der Richtlinie 2003/124 hingewiesen, der mehrere Faktoren nennt, die in einem konkreten Fall Einfluss auf diese Kurse haben können. Unter diesen Umständen, die allgemein betrachtet zu unterschiedlichen Einschätzungen je nach Anleger führen können, würde, wenn eine Information nur dann als präzise angesehen werden könnte, wenn sich mit ihrer Hilfe bestimmen ließe, in welche Richtung sich der Kurs der betreffenden Finanzinstrumente ändern wird, das Ergebnis eintreten, dass der Besitzer von Informationen vorgeben könnte, dass insoweit Unsicherheit bestehe, um sich einer Veröffentlichung bestimmter dieser Informationen zu enthalten und so zum Nachteil anderer Marktteilnehmer von ihnen zu profitieren.

In diesem Zusammenhang ist ferner festzustellen, dass aus der Entstehungsgeschichte der Richtlinie 2003/124 hervorgeht, dass eine Bezugnahme auf die Möglichkeit, einen Schluss hinsichtlich der „Richtung“ der Auswirkung einer Information auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente zu ziehen, die in der im Dezember 2002 vom Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) zur öffentlichen Anhörung an die Europäische Kommission übersandten Version der technischen Stellungnahme CESR/02-089d „Stellungnahme des CESR zur Stufe 2 der Durchführungsbestimmungen für die vorgeschlagene Marktmissbrauchsrichtlinie“ („CESR’s Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive“) enthalten war, später gerade deshalb gestrichen wurde, um zu vermeiden, dass eine solche Bezugnahme als Vorwand für eine unterlassene Veröffentlichung von Informationen dienen könnte.

Nach alledem ist auf die Vorlagefrage zu antworten, dass Art. 1 Nr. 1 der Richtlinie 2003/6 und Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124 dahin auszulegen sind, dass sie für die Einstufung von Informationen als präzise nicht verlangen, dass aus ihnen mit einem hinreichenden Maß an Wahrscheinlichkeit abgeleitet werden kann, dass sich ihr potenzieller Einfluss auf die Kurse der betreffenden Finanzinstrumente in eine bestimmte Richtung auswirken wird, wenn sie öffentlich bekannt werden.

CB-KOMMENTAR

„Alle Umstände, die Kursbeeinflussungspotenzial haben, sind Insiderinformationen – auch dann, wenn offen ist, ob der Markt diese Information als positiv oder negativ einstuft“

PROBLEM

Das Verbot von Insidergeschäften bzw. Publizitätsgebot ist in der EU-Richtlinie 2003/6 geregelt und in Deutschland in § 13 WpHG umgesetzt worden. In Art. 1 Nr. 1 dieser Richtlinie findet sich die Definition dafür, wann eine veröffentlichungspflichtige „Insider-Information“ vorliegt. Vier Voraussetzungen sind notwendig: Es muss sich um eine nicht öffentlich bekannte Information handeln, diese muss präzise (Anmerkung: In § 13 WpHG findet sich der insoweit gleichbedeutende Begriff der „konkreten“ Information) sein, einen Emittenten von Finanzinstrumenten betreffen und geeignet sein, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder deren Derivate zu beeinflussen. Streit gab es nun um die Auslegung des Tatbestandsmerkmals der „präzisen“ Information; nämlich darum, ob bereits eine präzise Information vorliegt, wenn bloß eine Kursveränderung zu erwarten ist oder ob dem Insider auch die Richtung dieser Kursveränderung bekannt sein muss. Zu dieser Frage hat nun der EuGH Stellung bezogen und entschieden, dass es für das Vorliegen eines Insidergeschäftes ausreicht, wenn der Insider weiß, dass es überhaupt zu einer Kursveränderung kommen wird – unabhängig davon, ob er weiß, in welche Richtung sich der Kurs entwickelt.

ZUSAMMENFASSUNG

Die französische Wendel SA schloss zwischen Dezember 2006 und Juni 2007 unter ihrem damaligen Vorstandsvorsitzenden *Lafonta* mit verschiedenen Kreditinstituten Verträge über sog. „Total Return Swaps“, bezogen auf Aktien des französischen Saint-Gobain-Konzerns. Gleichzeitig beschaffte sich Wendel eine Finanzierung, um Saint-Gobain-Aktien zu erwerben. Die Stillhalter dieser Swaps – die Banken, bei denen auch die Finanzierung aufgenommen wurde – erwarben zu ihrer Absicherung Saint-Gobain-Aktien. Später löste Wendel die Swaps auf und erwarb eine erhebliche Aktienposition an Saint-Gobain. Die Vorgehensweise und Problematik ist in Deutschland gut bekannt. Die Fälle Porsche/VW und Schaeffler/Continental mit ähnlicher Vorgehensweise führten dazu, dass heute in § 25a WpHG der Erwerb solcher wirtschaftlichen Beteiligungen offenkundig ist. Hier ging es aber um die Frage, ob Wendel nicht beim Abschluss der Swaps die Absicht, eine wesentliche Position an Saint-Gobain zu erwerben, im Wege der Ad-hoc-Publizität hätte offen legen müssen. Die französische Finanzaufsichtsbehörde AMF sah eine solche Pflicht als gegeben an und verhängte gegen die Wendel SA und ihren CEO *Lafonta* persönlich jeweils eine Geldbuße i. H. v. 1,5 Mio. Euro. Diese Geldbuße griff *Lafonta* gerichtlich an. Dazu trug er vor, dass eine Information nur dann als präzise angesehen werden kann, wenn sie

dem Insider eine Vorhersage ermöglicht, in welche Richtung sich der Kurs des betroffenen Finanzinstruments entwickelt. Ob sich die Offenlegung einer erheblichen Beteiligung am Kapital des Saint-Gobain-Konzerns aber positiv oder negativ ausgewirkt hätte, sei unmöglich vorauszusehen gewesen.

Der EuGH stellt nunmehr klar, dass eine Information auch dann als ausreichend präzise für eine Insiderinformation anzusehen ist, wenn unklar ist, in welche Richtung sich der Kurs entwickeln wird. Für einen verständigen Anleger könne eine Information auch dann Grundlage der Anlageentscheidung werden, „wenn diese Information es nicht erlaubt, die Änderung des Kurses der betreffenden Finanzinstrumente in eine bestimmte Richtung vorherzusehen“. Sinn und Zweck der Richtlinie sei es zudem, die Integrität der Finanzmärkte sicherzustellen und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte zu stärken. Eine einschränkende Auslegung des Tatbestandes des Insidergeschäftes liefe diesem Zweck zuwider. Richtigerweise verweist der EuGH auch auf das drohende Missbrauchspotenzial, welches eine einschränkende Auslegung des Tatbestandsmerkmals mit sich brächte. Der Insider könnte so vorgeben, dass Unsicherheiten bezüglich der Richtung der Kursentwicklung bestehen und so bewusst von einer Veröffentlichung absehen.

PRAXISFOLGEN

Dem EuGH ist zuzustimmen. Es liegt auf der Hand, dass Investoren häufig uneinig sind, wie eine geplante Unternehmenstransaktion einzuordnen ist – Relevanz für eine Anlageentscheidung hat dies aber sowohl für denjenigen, der dies positiv einordnet, als auch für den Skeptiker. Entscheidend ist, dass der Anleger informiert sein muss, um eine ausgewogene individuelle Entscheidung treffen zu können. Im Anschluss an das Geltl-Urteil wird eines immer klarer: Entscheidend für die Frage, ob Ad-hoc-Publizitätspflichten bestehen oder nicht, ist die Frage, ob sich ein wesentlicher Teil des Kapitalmarkts von der entsprechenden Information beeinflussen lassen würde. Hierzu sollten sich der Vorstand und seine Berater ganz objektiv fragen, ob sie für ihre private Aktienanlage diese Information gerne haben würden. Beide Fälle zeigen aber auch etwas Weiteres: Mit einem frühzeitigen, ggf. vorsorglichen Beschluss über den Aufschub der Ad-hoc-Publizität wäre das nicht passiert. In jedem Fall von Unsicherheit sollte also ein solcher Beschluss gefasst werden nach dem Motto: Einmal zu viel tut nicht weh, einmal zu wenig umso mehr – v. a. vor dem Hintergrund der steigenden Bußgelder.

AUTOR



Dr. Thorsten Kuthe ist Rechtsanwalt bei Heuking Kühn Lüer Wojtek, Köln. Er ist auf die Beratung rund um die Unternehmensfinanzierung und das Gesellschaftsrecht spezialisiert. Ein Schwerpunkt liegt in der Beratung rund um den Kapitalmarkt, vom IPO über Anleihen und die laufende Betreuung, z. B. bei Hauptversammlungen bis zu Restrukturierungen.