

# EuGH: Insiderinformation kann auch ohne Erkennbarkeit der Richtung einer potenziellen Kursbeeinflussung vorliegen

EuGH, Urteil vom 11.3.2015 – C-628/13 – Jean-Bernard Lafonta gegen Autorité des marchés financiers

## 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.

## ZUSAMMENFASSUNG

Der EuGH befasst sich in diesem Urteil mit dem Begriff der Insiderinformation, genauer mit dem Tatbestandsmerkmal der präzisen Information, und mit der daraus folgenden Pflicht zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung. In dem zugrundeliegenden Fall hatte die börsennotierte französische Wendel SA Total Return Swaps erworben, die ihr den Zugriff auf Aktien von Saint-Gobain ermöglichten. Die Total Return Swaps waren nach damaligem französischem Recht nicht meldepflichtig. Die französische Aufsichtsbehörde verhängte ein Bußgeld gegen die Wendel SA und ihren Vorstandsvorsitzenden *Lafonta*, weil sie die Öffentlichkeit nicht rechtzeitig über die Absicht der Wendel SA informiert hätten, in Saint-Gobain zu investieren. Damit hätten sie gegen die Ad-hoc-Publizitätspflichten verstoßen. *Lafonta* verteidigte sich mit dem Argument, es sei nicht vorhersehbar gewesen, ob der Kurs der Aktien der Wendel SA sich nach oben oder unten bewegen würde, wenn die Information über die Beteiligung an Saint-Gobain öffentlich gemacht worden wäre. Deshalb sei diese Information keine „präzise“ Information i. S. d. europäischen Insiderrechts und nicht veröffentlichungspflichtig. Die Cour d'Appel in Paris sah dies anders. Die Cour de Cassation legte dem EuGH die Frage vor, ob nur solche Informationen präzise Informationen i. S. v. Art. 1 Nr. 1 RL 2003/6/EG („Marktmissbrauchsrichtlinie“) und Art. 1 Abs. 1 RL 2003/124/EG („Durchführungsrichtlinie“) sind, 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. Der EuGH verneinte diese Frage und entschied, dass auch solche Informationen präzise sein können, bei denen sich nicht vorherzusagen lässt, ob sich der Kurs nach oben oder unten bewegt, wenn sie bekannt werden.

Nach Art. 1 Nr. 1 Marktmissbrauchsrichtlinie ist eine Insiderinformation eine nicht öffentlich bekannte präzise Information, die direkt oder indirekt ein oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder Finanzinstrumente selbst betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Nach Art. 1 Abs. 1 Durchführungsrichtlinie ist eine Information präzise, wenn sie spezifisch genug ist, dass sie den Schluss auf die möglichen Auswirkungen eines Umstands auf den Kurs des Finanzinstruments zulässt. Nach Art. 1 Abs. 2 Durchführungsrichtlinie ist eine Information kurserheblich, wenn ein verständiger Anleger sie wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde. Der EuGH meint, in der Vorlagefrage gehe es nur um das Tatbestandsmerkmal „präzise“. Er geht zunächst vom Wortlaut der Norm aus und hält fest, dass dieser nicht auf solche Informationen beschränkt sei, mit denen sich bestimmen lässt, in welche Richtung der Kurs sich bewegt. Sodann führt der EuGH aus, dass präzise nur solche Informationen sind, die ausreichend konkret und spezifisch sind, um als Grundlage für die Beurteilung zu dienen, ob ein Ereignis sich auf den Kurs auswirken kann. Nicht präzise seien vage oder allgemeine Informationen, die keine Schlussfolgerung auf den Kurs zulassen.

Der EuGH geht dann doch in den Bereich der Kurserheblichkeit über und stellt fest, dass ein verständiger Anleger auch eine Information, aus der die Richtung eines Kursausschlags nicht erkennbar ist, bei seiner Anlageentscheidung nutzen könne. Der EuGH meint, es widerspreche der Zielsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie, die alle Anleger gleichstellen und vor der unrechtmäßigen Verwendung von Insiderinformationen schützen wolle, wenn die Insiderinformation eng verstanden würde. Er führt aus, dass die hohe Komplexität der Finanzmärkte die exakte Einschätzung der Richtung, in die sich die Kurse von Finanzinstrumenten ändern können, besonders schwierig mache. Unterschiedliche Anleger könnten hierbei zu unterschiedlichen Ergebnissen gelangen. Würde man nur solche Informationen als präzise ansehen, mit deren Hilfe sich bestimmen ließe, in welche

Richtung der Kurs eines Finanzinstruments sich verändern wird, könnte der Inhaber einer solchen Information eine Veröffentlichung zurückhalten und so zum Nachteil anderer Marktteilnehmer von ihr profitieren. Der EuGH möchte verhindern, dass ein Emittent unter dem Vorwand, die Beeinflussungsrichtung einer Information sei nicht vorhersehbar, eine Veröffentlichung unterlassen kann. Für diese Argumentation stützt sich der EuGH auch auf die Entstehungsgeschichte der Marktmissbrauchsrichtlinie. Die Bezugnahme auf die Möglichkeit, einen Schluss auf die Richtung der Auswirkung einer Information zu ziehen, war in einer Stellungnahme von CESR vom Dezember 2002 enthalten, wurde später aber gestrichen, damit eine solche Bezugnahme nicht als Vorwand für eine unterlassene Veröffentlichung dienen könnte.

#### PRAXISFOLGEN

Angesichts der wenigen Rechtsprechung, die es zur Auslegung des Begriffs der Insiderinformation gibt, ist das EuGH-Urteil von großer praktischer Bedeutung. Der EuGH schließt an sein Daimler/Geltl-Urteil (28.6.2012 – C-19/11, BB 2012, 1817 m. BB-Komm. *Kocher/Widder*, EWS 2012, 297, RIW 2012, 557) an, in dem er feststellte, dass auch Zwischenschritte gestreckter Geschehensabläufe Insiderinformationen sein können. In seinen Urteilen legt der EuGH den Begriff der Insiderinformation weit aus. Dies ist von Finanzinstrument-Emittenten zu berücksichtigen, wenn sie entscheiden müssen, ob eine Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen ist, ebenso wie von Marktteilnehmern, die in Finanzinstrumenten handeln wollen. Die Einordnung einer Information als Insiderinformation kann künftig nicht mit dem Argument verneint werden, es sei nicht klar, in welche Richtung der Markt auf die Information reagieren werde. Dies dürfte die Zahl der Ad-hoc-Mitteilungen erhöhen und das insiderrechtliche Handelsverbot erweitern. Allerdings ist die Richtung der zu erwartenden Kursreaktion in vielen Fällen klar oder jedenfalls so eindeutig in eine Richtung weisend, dass die Problematik aus dem EuGH-Fall sich nicht stellt. Das Urteil gibt der Praxis leider keine Leitlinie an die Hand, was Wesensmerkmal einer präzisen Information ist und diese von der nur vagen oder allgemeinen Information abgrenzt. Denn der EuGH grenzt, entsprechend der Vorlagefrage, nur negativ ab. Er stellt fest, dass aus der fehlenden Erkennbarkeit der Richtung des Kursauschlags nicht geschlossen werden kann, dass die Information nicht präzise sei. Er schneidet damit eine spezifische Argumentationslinie gegen das Vorliegen einer Insiderinformation ab.

Zu beachten ist auch, dass der EuGH nicht etwa das Tatbestandsmerkmal der Kurserheblichkeit einschränkt. Er sagt nämlich ausdrücklich, dass er nur das Tatbestandsmerkmal der „präzisen“ Information interpretiere und dass alle Tatbestandsmerkmale kumulativ erfüllt sein müssen, damit eine Insiderinformation

vorliegt. Es bleibt also dabei, dass die Information geeignet sein muss, den Kurs erheblich zu beeinflussen. Eine Information ist nach wie vor keine Insiderinformation, wenn sie gar keine Marktreaktion erwarten lässt. Der EuGH geht davon aus, dass es Informationen gibt, bei denen vorhersehbar ist, dass es zu einer Marktreaktion kommt, nicht aber, ob dies eine positive oder negative ist. Er lässt dann keine „Verrechnung“ dieser möglichen Ausschläge in dem Sinne zu, dass letztlich gar keine Marktreaktion zu erwarten ist. Vielmehr will er es dem Anleger überlassen, die Bewertung der Information vorzunehmen und auf ihrer Grundlage zu handeln. Er knüpft an sein Spector-Photo-Group-Urteil (23.12.2009 – C-45/08, BB 2010, 329 m. BB-Komm. *Voß*, EWS 2010, 99, RIW 2010, 152) an, in dem er ausgeführt hat, dass das Insiderrecht verhindern wolle, dass ein Marktteilnehmer sich aufgrund von Informationen einen Sondervorteil verschaffen kann. Hier liegt auch die Schwäche des Urteils. Denn wenn die Richtung des Kursauschlags nicht erkennbar ist, ergibt sich aus der Information kein klares Handelssignal i. S. e. Anreizes zum Kaufen oder Verkaufen. Deshalb kann man in Abrede stellen, dass die Information zu einem Sondervorteil führt. Der EuGH lässt es für den Sondervorteil jedoch ausreichen, dass ein Marktteilnehmer eine Bewertung vornehmen und auf ihrer Grundlage handeln kann, während ein anderer das nicht kann.

Die Praxis muss sich darauf einstellen, dass der EuGH im Zweifel i. S. d. Informationsgleichheit und damit für eine Veröffentlichungspflicht bzw. ein Handelsverbots entscheidet. Das Urteil bleibt auch mit Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung (596/2014) im Juli 2016 relevant. Denn die Marktmissbrauchsverordnung ändert die Definition der Insiderinformation nicht, sondern präzisiert sie nur um die Aussagen des EuGH aus dem Daimler/Geltl-Urteil. Da das neue Recht schärfere Sanktionen vorsieht, insbes. Bußgeldrahmen an Konzernumsätze anknüpft, werden Rechtsverstöße künftig teurer. Dann ist umso mehr Vorsicht bei der Prüfung geboten, ob eine Insiderinformation vorliegt.

**RDF-ONLINE** Volltext des Urteils: RdFL2015-160-1 unter [www.rdf-online.de](http://www.rdf-online.de)

#### AUTORIN



*Dr. Ulrike Binder ist Partnerin im Frankfurter Büro der Mayer Brown LLP. Sie ist spezialisiert im Bereich des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts.*