

PFLICHT ZUR VERÖFFENTLICHUNG VON INSIDER- INFORMATIONEN AUCH OHNE ERKENNBARKEIT DER RICHTUNG EINER POTENZIELLEN KURSBEEINFLUSSUNG („LAFONTA“)

AKTUELL

EuGH, Urt. v. 11.03.2015
– Rs C-628/13 (Cour de
Cassation (Frankreich)),
ZIP 2015, 625.

Urteilsausspruch (Verfah- renssprache: französisch):

Art. 1 Nr. 1 RL 2003/6/EG und Art. 1
Abs. 1 RL 2003/124/EG sind dahin aus-
zulegen, dass sie für die Einstufung
einer Information als präzise nicht verlan-
gen, dass aus ihnen mit einem hinrei-
chenden Maß an Wahrscheinlichkeit ab-
geleitet werden kann, dass sich ihr
potenzieller Einfluss auf die Kurse der
betreffenden Finanzinstrumente in eine
bestimmte Richtung auswirken wird,
wenn sie öffentlich bekannt werden.

I. Sachverhalt

Herr Lafonta war Vorstandsvorsitzender der französischen börsennotierten W SA. Diese hat zwischen Dezember 2006 und Juni 2007 mit Banken Verträge über sog. Total Return Swaps („TRS“) abgeschlossen, deren Grundlage Aktien der börsennotierten französischen S SA waren. Die W SA erhielt beim Abschluss der TRS einen Bankkredit, der es ermöglichte, die dem TRS zugrunde liegenden Aktien zu erwerben. Im September 2007 hatte die W SA entschieden, die TRS abzuwickeln. Zwischen September und November 2007 erwarb sie 17,6 % des Kapitals der börsennotierten S SA. Die Überschreitungen der Stimmrechtsschwellen wurden entsprechend mitgeteilt. Ad-hoc gemeldet hat die W SA erst im September 2007 die Entscheidung, eine Beteiligung an der S SA zu erwerben. Die französische Wertpapierbehörde ging allerdings davon aus, dass bereits im Juni 2007, als die TRS erworben wurden, eine entsprechend Ad-hoc-Mitteilung hätte ergehen müssen. Sie verhängte gegen die W SA und gegen Herrn Lafonta Geldbußen i. H. v. jeweils EUR 1,5 Mio. Hiergegen ging Herr Lafonta mit dem Argument vor, dass eine Insider-Information erst vorliege, wenn der Anleger wisse, in welche Richtung der Kurs eines Finanzinstruments sich bewegen werde. Andernfalls wisse er nicht, ob er kaufen oder verkaufen solle. Der französische Cour de Cassation hat die Frage, ob die Erkennbarkeit der Richtung der Kursbewegung erforderlich sei, damit eine Insider-Information vorliege, dem EuGH zur Vorabentscheidung vorgelegt.

II. Entscheidung des EuGH

Der EuGH stellt zunächst fest, dass die einschlägigen Richtlinien, die Integrität der Finanzmärkte der EU sicherstellen und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte stärken sollen. Das Vertrauen der Anleger beruhe insbesondere darauf, dass alle Anleger einander gleichgestellt und vor unrechtmäßiger Verwendung von Insider-Informationen geschützt seien. Aus diesem Grund ist eine Insider-Information unverzüglich und öffentlich bekanntzumachen.

Die Richtlinie definiert eine Insider-Information als eine (i) nicht öffentlich bekannte, (ii) präzise Information, (iii) die direkt oder indirekt einen Emittenten von Finanzinstrumenten betrifft und (iv) die, wenn sie öffentlich bekannt würde, ge-

eignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen.

Das Vorliegen des streitbefangenen Tatbestandsmerkmal der präzisen Information wird in Art. 1 Abs. 1 RL 2003/124 wie folgt definiert: Eine Information ist dann als präzise anzusehen, 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 zulässt. Von einer Geeignetheit zur erheblichen Beeinflussung des Kurses ist auszugehen, wenn ein verständiger Anleger diese Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzt (Art. 1 Abs. 2 RL 2003/124).

Der Wortlaut der einschlägigen Richtlinien lässt nach Auffassung des EuGH nicht den Schluss zu, dass eine Information nur dann präzise ist, wenn die Richtung der Kursbewegung erkennbar ist. Auch der Sinn und Zweck der Richtlinien (Anlegerschutz) verlangt es nicht bzw. schließt es sogar aus, dass die Richtung der Kursbewegung bekannt sein muss. Denn gerade vor dem Hintergrund des Anlegerschutzes dient der vage formulierte Begriff Insider-Information in erster Linie der Ausschließung jener Informationen, die so allgemein sind, dass sie keine Schlussfolgerung hinsichtlich ihrer möglichen Auswirkung auf den Kurs zulassen. Zudem ist es für eine Anlegerentscheidung nicht nur relevant, in welche Richtung sich der Kurs bewegt, sondern auch, ob er sich überhaupt bewegt. Würde man das Bekanntsein der Richtung der Kursbewegung verlangen, liefe dies dem Schutzzweck der Richtlinie (Vertrauen der Anleger) zuwider. Da die Finanzmärkte hochkomplex sind, lässt sich nämlich selbst mit betriebswirtschaftlichen Methoden nicht immer feststellen, in welche Richtung eine Kursbewegung erfolgt. Schließlich wird auch selbst bei bekannter Richtung der Kursbewegung von einzelnen Anlegern die Folgerung hieraus unterschiedlich bewertet. Würde man

es dem Emittenten erlauben, sich darauf zu berufen, dass er die Richtung der Kursbewegung nicht kennt und daher nicht ad-hoc publizieren muss, würde dies zu Nachteilen für die Anleger führen.

III. Bewertung

Grundsätzlich ist die Entscheidung zu begrüßen. Die Bedeutung und Reichweite der Entscheidung ist für Aktien – Ausweitung der Ad-hoc-Publizitätspflicht – allerdings fraglich, da es kaum vorstellbar ist, dass sich ein Anleger ohne

Kenntnis der Richtung der Kursbewegung zu einer Transaktion (Verkauf oder Kauf) in Aktien entschließen wird. Bedeutung hat die Entscheidung daher überwiegend, wie im vorliegenden Fall, bei Swaps, von denen sich welche sogar auf die Volatilität beziehen.

Auch in Zukunft ist dieses Urteil von Bedeutung, denn die ab Juli 2016 geltende Marktmissbrauchsverordnung (VO (EU) Nr. 596/2014 vom 16.4.2014) verwendet ebenso den Begriff der präzisen Information (Art. 7).

Susanne Walz

Herausgeber:

GRAF KANITZ, SCHÜPPEN & PARTNER

RECHTSANWÄLTE WIRTSCHAFTSPRÜFER STEUERBERATER

Pariser Platz 7 | D-70173 Stuttgart
Telefon: +49 711 22 96 56-0
Telefax: +49 711 22 96 56-138
E-Mail: stuttgart@grafkanitz.com
www.grafkanitz.com