

MARKTMISSBRAUCHSRICHTLINIE (EuGH vom 11.03.2015, C-628/13)

Um den Schutz des europäischen Kapitalmarktes zu erhöhen, wurde die Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie) erlassen. Die Bestimmungen der Marktmissbrauchsrichtlinie sind an Inhaber von Wertpapieren für Geschäfte im Immobilienmarkt und im Wertpapierhandel gerichtet. Das Ziel dieser Richtlinie ist die Stärkung des Vertrauens der Öffentlichkeit in den Finanzmarkt.

Im Anwendungsbereich dieser Richtlinie spielt der Begriff "**Insider-Information**" eine wesentliche Rolle. Eine Insider-Information ist dem Wortlaut der Richtlinie nach "*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*". Der Emittent von Finanzinstrumenten hat die Verpflichtung, die Insider-Informationen zu diesen Finanzinstrumenten, so schnell wie möglich der Öffentlichkeit preis zu geben.

In einer kürzlich ergangenen **Entscheidung des EuGH vom 11.03.2015 (C-628/13)** wurde die Definition einer "Insider-Information" ein weiteres Mal vorangetrieben.

In diesem Verfahren ging es vor allem um die Frage, ob eine "Insider-Information" als "präzise" im Sinne dieser Bestimmung zu qualifizieren ist, wenn mit einem hinreichenden Maß an Wahrscheinlichkeit abgeleitet werden kann, dass sich im Falle der öffentlichen Bekanntmachung ihr potenzieller Einfluss auf die Kurswerte der betreffenden Finanzinstrumente in eine bestimmte Richtung auswirken wird.

Der EuGH hatte sich mit dem Argument auseinanderzusetzen, dass der Besitzer einer Information erst dann einen Vorteil gegenüber anderen Marktteilnehmern hätte, wenn diesem die Vorhersage möglich ist, ob die betreffende Information zu einem Fallen oder Steigen des Wertpapierkurses führt. Denn nur in dieser Situation kann der Informationsbesitzer entscheiden, ob er kaufen oder verkaufen möchte.

Unstrittig, stellen derartige Informationen "präzise Informationen" dar. Doch wie ist der Fall zu beurteilen, wenn eine solche detaillierte Vorhersage nicht getätigt werden kann.

Nach den Ausführungen des EuGH ist eine Information dann geeignet den Kurs erheblich zu beeinflussen, wenn ein "*verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung diese Information nutzen würde*".

Eine Vorhersage, ob ein Kurs eines Finanzinstrumentes zukünftig steigt oder fällt, ist nur in den seltensten Fällen möglich. Die Einschränkung der Definition einer "präzisen Information" auf die oben dargelegte Sichtweise würde nach Ansicht des EuGH den Anwendungsbereich der Missbrauchsrichtlinie aushöhlen.

Eine präzise Information liegt somit nicht erst dann vor, wenn sich mit diesen betreffenden Informationen bestimmen lässt, in welche Richtung sich der Kurs der Finanzinstrumente ändert, es reicht vielmehr aus, dass die **Information eine Auswirkung auf den Kurs hat bzw. haben kann**. Aufgrund einer präzisen Information kann darauf geschlossen werden, dass die betreffenden Umstände oder Ereignisse geeignet sind, eine Änderung oder Fluktuation des Kurses von Finanzinstrumenten zu verursachen. Der Begriff Insider-Information schließt lediglich vage oder allgemeine Informationen aus, die keine Schlussfolgerung hinsichtlich ihrer möglichen Auswirkung auf den Kurs der Finanzinstrumente zulassen.

Wenn man der Ansicht folgen würde, dass eine Information derart ausgeprägt sein müsste, dass eine bestimmte Richtung der Kursänderung vorhergesagt werden könnte, würde die Gefahr der Beeinträchtigung der Richtlinienziele bestehen. Der Besitzer von Informationen könnte immer vorgeben, es bestehe Unsicherheit in welche Richtung sich der Kurs ändere. Damit würde diese Person zum Nachteil anderer Marktteilnehmer von der Information profitieren.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass bereits **Informationen, die zu einer Fluktuation des Kurses führen können, Insider-Informationen** sind. Dabei ist es nicht erforderlich, dass der Inhaber der betreffenden Information, ein Steigen oder Fallen des Kurses voraussagen kann. Auch derartige Informationen müssen sohin unverzüglich der Öffentlichkeit bekanntgegeben werden.

[RAA Mag. Rudolf Greil](#)

[RA Dr. Franz Guggenberger](#)