

# **Exposé**

zur Dissertation:

## **Insiderhandel und Directors' Dealings**

Eine rechtsvergleichende Betrachtung unter besonderer Bedachtnahme auf die Einhaltung des verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgebots

Betreuer: o. Univ.-Prof. Dr. Bernhard Raschauer

Verfasser: Sebastian Frizel

## 1. Aktualität und Relevanz

Die durch die Richtlinie 2003/6/EG (Marktmissbrauchslinie) und der zu deren Durchführung erlassenen Richtlinie 2003/124/EG erneuerten Insiderbestimmungen traten in Österreich mit 1.1.2005 in Kraft.

Bis vor relativ kurzer Zeit führten die im Börsegesetz umgesetzten Regeln zum Insiderhandelsverbot samt ihren Bestimmungen zu den Directors' Dealings' jedoch im österreichischen Recht ein Schattendasein.

Deswegen befasste sich auch die österreichische Rechtsprechung kaum mit diesem Themenkreis, so dass es – bis vor relativ kurzer Zeit – keine nennenswerte Judikatur dazu gab.

Auch die entsprechenden Werke aus der Literatur liegen bereits längere Zeit zurück.

Insbesondere seit dem Jahr 2010 ist jedoch die Thematik auch in Österreich präsent; vor allem aufgrund des gegen ein Vorstandsmitglied eines österreichischen Großkonzerns geführten Strafverfahrens gewann das Thema an Aktualität.

Seit der Umsetzung der Richtlinien gab es auch innerhalb der EU mehrere insiderrechtlich relevante Verfahren, wovon einige in ein Vorabentscheidungsverfahren beim EuGH mündeten.

## 2. Rechtsprechungsübersicht

### Rs Grongaard und Bang – EuGH vom 22.11.2005 zu C-384/02

- zur (un)zulässigen Weitergabe von Insiderinformationen

Der erkennende Senat hat in diesem Fall entschieden, dass die Weitergabe einer Insiderinformation lediglich dann gerechtfertigt sei, wenn die Weitergabe für die Ausübung einer Arbeit oder eines Berufes oder für die Erfüllung einer Aufgabe „unerlässlich“ sei und den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit beachte. Der Gerichtshof hat in diesem Urteil ausdrücklich hervorgehoben, dass die Ausnahmen vom grundsätzlichen Verbot der Weitergabe eng auszulegen seien.

### Rs Georgakis – EuGH vom 10.5.2007 zu C-391/04

- Börsengeschäft unter Vorstandmitgliedern

In dieser Causa hat der EuGH entschieden, dass bei der Vornahme von Börsengeschäften zwischen Hauptaktionären und Vorstandmitgliedern einer Gesellschaft, die der Kursstützung dienen, kein Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot vorliegt.

### Rs Spector – EuGH vom 23.12.2009 zu C-48/08

- Auslegung des Begriffes „Nutzung“ einer Insiderinformation

In seinem Urteil weist der EuGH vor allem darauf hin, dass die Richtlinie 2003/6/EG die Insider-Geschäfte in objektiver Weise definiert – ohne dass

in deren Definition der sie tragende Vorsatz ausdrücklich einbezogen worden wäre; der Vorsatz sei aber ein tragendes Tatbestandselement. Es stehe nicht im Widerspruch zum Grundsatz der Unschuldsvermutung, dass sich der Vorsatz desjenigen, der ein Insider-Geschäft tätigt, implizit aus den objektiven Tatbestandsmerkmalen dieses Verstoßes ergibt. Diese Vermutung des Vorsatzes könne allerdings im Beweisverfahren widerlegt werden.

#### Daimler AG – BGH vom 22.11.2010, II ZB 7/09

Der deutsche BGH hat in einem Verfahren gegen die Daimler AG wegen der Behauptung einer verspäteten Ad-hoc Mitteilung über das vorzeitige Ausscheiden ihres damaligen Vorstandsvorsitzenden dem EuGH Fragen über die Veröffentlichung von Insiderinformationen zur Vorabentscheidung gem Art 267 AEUV vorgelegt:

Ein Gesellschafter verlangte Ersatz für seinen Veräußerungsschaden, weil seiner Ansicht nach die Information über den Rücktritt des Vorsitzenden zu spät veröffentlicht wurde. Der BGH begehrt nun vom EuGH Auskunft darüber, ob bei einem zeitlich gestreckten Vorgang Zwischenschritte selbstständig von Bedeutung und damit veröffentlichungspflichtig sein können oder ob eine Veröffentlichung nur dann nötig ist, wenn der Eintritt des angestrebten künftigen Ereignisses hinreichend wahrscheinlich wird, und ob die hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts des künftigen Ereignisses einer Beurteilung mit überwiegender oder sogar hoher Wahrscheinlichkeit verlangt.

Hirsch Servo – OGH vom 11.6.2008, 7 Ob 58/08t

Der österreichische Oberste Gerichtshof hat in diesem Fall festgestellt, dass es sich bei der Auflösung bzw Suspendierung von Vorstandverträgen um grundsätzlich unverzüglich zu veröffentlichende Tatsachen handelt (Ad-hoc Meldepflicht). Allerdings könne es durch nachträgliche Maßnahmen zu einem Wegfall der Mitteilungspflicht kommen.

UVS Wien, 22.2.1010 zu 06/FM/57/7999/2008

Der UVS hat in diesem Verfahren festgestellt, dass eine Ad-hoc-meldepflichtige Tatsache und sohin eine Insiderinformation dann vorliegt, wenn die Tatsache ausreichend bestimmt ist und das Ereignis mit hinreichender Wahrscheinlichkeit eintreten wird. Davon ist jedenfalls dann auszugehen, wenn Einigung über alle wesentlichen Punkte besteht und allfällige Zustimmungserfordernisse bloß als Formsache anzusehen sind.

Freenet-Beschluss, BGH vom 27.1.2010, 5 StR 224/09

Der deutsche BGH hatte sich in diesem Fall damit zu beschäftigen, wann eine Information als öffentlich bekannt und sohin nicht mehr als Insiderinformation gilt. Er kam zu dem Ergebnis, dass öffentliche Bekanntheit iSe Bereichsöffentlichkeit der professionellen Anleger zu verstehen ist. Im Unterschied dazu ist in Österreich grundsätzlich vom breiten Anlegerpublikum auszugehen.

### 3. Themenstellung

Der österreichische Gesetzgeber hat die Insiderrichtlinie im Wesentlichen unverändert in den österreichischen Rechtsbestand übernommen. Eine Insider-Information wird sohin definiert als:

- eine öffentlich nicht bekannte,
- genaue Information,
- die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder
- ein oder mehrerer Finanzinstrumente betrifft und
- die, wenn sie öffentlich bekannt würde,
- geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder davon abgeleiteten Instrumenten erheblich zu beeinflussen,
- sofern ein verständiger Anleger sie wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde.

Das wesentliche Kriterium ist die Eignung zur Kursbeeinflussung (Kursrelevanz). Die Insiderinformation muss genau sein; das Ereignis muss schon eingetreten sein oder aber wahrscheinlich eintreten.

Untersagt sind der Kauf und Verkauf sowie das Anbieten, die Empfehlung und die bloße Weitergabe (Zugänglichmachen) unter Ausnutzung einer Insiderinformation. Das Zugänglichmachen ist gesetzlich jedoch nur verboten, wenn man nicht zur Weitergabe verhalten ist (zB innerhalb eines Betriebes).

Grundsätzlich ist, um eine strafbare Handlung zu begründen Bereicherungsvorsatz gefordert; bei manchen Tatbestandsvariationen reicht aber Kenntnis oder grobe Fahrlässigkeit.

Der Insiderbegriff untergliedert sich in Primär- und Sekundärinsider.

Der Primärinsider hat aufgrund seines Berufes standardmäßig Zugang zu Insiderinformationen. Sekundärinsider hingegen sind Personen, die grundsätzlich beruflich nicht mit Insiderinformationen befasst sind, aber dennoch Kenntnis von einer Insidertatsache erlangen.

Bei genauer Betrachtung der Insidertatbestände wird klar, dass diese mehrere unscharfe Rechtsbegriffe enthalten. Verschärft wird dieses Problem durch die strafrechtliche Sanktionierung; bei Verstoß gegen die Insiderhandelsbestimmungen drohen bis zu fünf Jahre Freiheitsstrafe (sofern der Vermögensvorteil EUR 50.000,-- übersteigt).

Nun ist einerseits die gesetzgeberische Intention – durch eine möglichst weite Fassung des Insidertatbestandes möglichst viele Sachverhalte zu erfassen – im Sinne der Marktfairness und Informationsgleichheit zu begrüßen. Andererseits darf nicht vergessen werden, dass sich der Gesetzgeber – freilich auch bei der Umsetzung von EU-Richtlinien an das Genauigkeitserfordernis des Art 18 Abs 1 B-VG zu halten hat. Auszugehen ist hierbei vom „Grundsatz der doppelten Bindung“.

Gegenstand der Untersuchung ist einerseits die Frage, ob die Umsetzung durch den österreichischen Gesetzgeber mit dem Legalitätsprinzip konform geht, wonach insbesondere Strafbestimmungen inhaltlich so klar zu fassen

sind, dass für den Normadressaten erkennbar ist, welches Verhalten verboten ist. Zudem muss der Normunterworfene den Verbotsgelt aus dem Wortlaut vorhersehen können und die zu Ermittlung des Inhalts notwendigen Auslegungsmitteln ergreifen können.

Andererseits soll untersucht werden, ob es auch eine andere bzw bessere Möglichkeit gäbe, die Insidertatbestände zu formulieren, sodass bei hinreichend klarer Ausgestaltung möglichst viele verpönte Verhaltensweisen erfasst werden.

Dabei wird auch der neue Vorschlag der Europäischen Kommission zu beachten sein, wonach entschlossene Maßnahmen gegen Insidergeschäfte und Marktmanipulation umgesetzt werden sollen (Presseaussendung der Kommission, IP/11/1217 vom 20.10.2011). Durch den Vorschlag soll der durch die Marktmissbrauchsrichtlinie geschaffene bestehende Rahmen zur Gewährleistung der Marktintegrität und des Anlegerschutzes modernisiert und gestärkt werden. Der mit der Richtlinie geschaffene Rechtsrahmen sei aufgrund des Aufkommens neuer Handelsplattformen, des OTC-Handels und neuer Technologien wie Hochfrequenzhandel überholt. Auch soll es eine Stärkung der Ermittlungs- und Sanktionsbefugnisse der Regulierungsbehörden geben.

Darüber hinaus schlägt die Europäische Kommission EU-weite Vorschriften vor, die Mindestvorgaben für strafrechtliche Sanktionen in Bezug auf Insidergeschäfte und Marktmanipulation vorsehen. Damit macht sie zum ersten Mal von den ihr mit dem Lissabon-Vertrag übertragenen Befugnissen Gebrauch, politische Maßnahmen der EU mit Hilfe strafrechtlicher Sanktionen durchzusetzen (Presseaussendung sowie



Memorandum der Kommission, IP/11/1218 sowie MEMO/11/715, vom 20.10.2011).

Ebenso Beachtung soll die Rechtslage in der Schweizerischen Eidgenossenschaft finden. Der Bundesrat hat hier am 31.08.2011 die Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) verabschiedet. Mit der Änderung werden Normen geschaffen, die marktmissbräuchliches Verhalten effizient sanktionieren und internationalen Regelungen Rechnung tragen. So werden insbesondere die Insiderstrafnorm neu geregelt und der Tatbestand der Kursmanipulation präzisiert. Dabei soll es auch zu einem Vergleich der Rechtslagen in der EU, in Österreich und der Schweiz kommen.

## **5. Literatur (Auszug)**

*Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des neuen Börserechts

*Assmann/Pötsch/Schneide*, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

*Assmann/Schneider*, Kommentar zum WpHG

*Baur*, *Die Bank 2004*, Insider im Rampenlicht – Das neue Wertpapierhandelsrecht

*Buttlar*, BB 2003, 2133 ff, Directors' Dealings: Änderungsbedarf aufgrund der Marktmissbrauchsrichtlinie

*Cahn*, *Der Konzern 2005*, 5 ff, Das neue Insiderrecht

*Claussen*, Bank- und Börserecht

*Dreyling*, Der Konzern 2005, 1 ff, Die Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation

*Hausmaninger*, Insider Trading

*Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht

*Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I - System

*Koch*, DB 2005, 267 ff, Neuerungen im Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität

*Klümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht

*Manne*, Insider Trading and the Stock Market

*Mock/Stoll/Eufinger*, Kölner Kommentar zum WpHG

*Moser*, ecolex 2011, 268, Director's Dealings – erwünschte Beteiligung oder verbotene Insidertransaktion

*Öhlinger/Potacs*, Gemeinschaftsrecht und staatliches Recht – Die Anwendung des Europarechts im innerstaatlichen Bereich

*Pöschl*, Gleichheit vor dem Gesetz

*Oppitz*, ÖBA 2009, 171 ff, Die börsengesetzlichen Marktmanipulationstatbestände im Licht des verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgebots

*Raschauer*, FS Rill (1995), 515, Gesetzmäßigkeitsgrundsatz und Wirtschaftsrecht

*Rill/Schäfer*, B-VG

*Schneller*, infas 2010, 170, EBR-Pflichterfüllung oder Insider-Delikt nach § 48b Börsegesetz?

*Schwarkt*, Kapitalmarktrechtskommentar

*Ziemons*, NZG 2004, 537 ff, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes