



# Virtuelle Marktmanipulation

In einem umstrittenen Urteil hat der Verwaltungsgerichtshof entschieden, dass Fehlinformationen eines Vorstands auch dann unter Kursmanipulation fallen, wenn sie die Kurse gar nicht beeinflussen. Von **Clemens Hasenauer**

Die rechtlich korrekte Kapitalmarktkommunikation ist eine der herausforderndsten Aufgaben für Vorstände börsennotierter Unternehmen – insbesondere die Kommunikation im Zusammenhang mit Transaktionen. Immer wieder kommt es zu Situationen, wo etwa ein möglicher Kauf oder Verkauf einer Beteiligung bereits diskutiert wird, eine entsprechende Transaktion aber noch lange nicht spruchreif ist. Wenn nun Journalisten im Rahmen eines Vorstandsinterviews eine Frage zu einem solchen potenziellen Deal stellen, hat es der Vorstand schwer: Entweder sagt er dazu gar nichts oder schlicht „Kein Kommentar“.

Derartige Aussagen oder auch Nichtaussagen können aber erst recht die Gerüchteküche anheizen und sorgen oft für Verwirrung. Wenn der Vorstand aber etwa sagt, eine Transaktion sei derzeit nicht spruchreif und sie kommt dann dennoch – und oft schneller als erwartet – zustande, wird ihm später unter Umständen ein Verstoß gegen das Delikt der Marktmanipulation vorgeworfen.

Ein solcher Verstoß liegt vor, wenn Informationen über die Medien einschließlich Internet oder auf anderem Wege verbreitet werden, die falsche oder irreführende Signale in Bezug auf Finanzinstrumente – wie etwa die Aktien des eige-

nen Unternehmens – geben oder geben könnten, sofern der Vorstand wusste oder hätte wissen müssen, dass die Informationen falsch oder irreführend waren. Das Börsengesetz ahndet derartige Verstöße als Verwaltungsübertretung mit einer Geldstrafe von bis zu 150.000 Euro.

## Wann ist es strafbar?

Bisher wurde zumeist davon ausgegangen, dass etwaige falsche oder irreführende Nachrichten zumindest die Eignung haben müssen, die Kurse von Finanzinstrumenten zu beeinflussen, um marktmanipulativ sein zu können. Diese Voraussetzung für eine Strafbarkeit leuchtet

ein: Ohne Auswirkung der betreffenden Aussage auf den Börsenkurs des Unternehmens gibt es schon begrifflich keine Manipulation des Marktes. Die Eignung zur Kursbeeinflussung ist aber nicht nur bereits in der Überschrift des Straftatbestandes des § 48c Börsengesetz („Marktmanipulation“) vorausgesetzt, sie ist auch nach Sinn und Zweck der Bestimmung zwingend: Hat eine Information keine Eignung zur Kursbeeinflussung, so liegt überhaupt kein börsespezifischer Konnex vor, und es ist auch nicht einzusehen, warum die (allenfalls auch inhaltlich vermeintlich inkorrekte) Äußerung als Verstoß gegen eine kapitalmarkt-

rechtliche Regelung angesehen werden sollte. Eine solche Information ist nämlich dann wohl nicht mehr und nicht weniger als ein Ausdruck der Meinungsfreiheit, ohne dass ihr Verbot aus einem börsbezogenen Gesichtspunkt überhaupt erforderlich oder gar verhältnismäßig wäre. Letztlich geht es bei der Marktmanipulation doch um nichts anderes als um einen Fall der künstlichen Fehlsteuerung des Preisbildungsprozesses am Markt, welcher eben durch das Streuen „falscher oder irreführender Nachrichten“ ausgelöst wird.

Der Verwaltungsgerichtshof sieht das allerdings anders. In seiner Entscheidung vom 24. 6. 2014 (GZ 2011/17/0249) hat der VwGH festgelegt, dass für die Verwirklichung des Tatbestandes der Marktmanipulation eine qualifizierte „Kursrelevanz“ nicht erforderlich ist. Vielmehr soll es genügen, wenn die verbreiteten Informationen falsche oder irreführende Signale in Bezug auf Finanzinstrumente geben können.

## Auswirkung irrelevant?

Der VwGH lehnt das Vorliegen von Kursrelevanz als Tatbestandsvoraussetzung zwar ab, gibt aber keine näheren Aufschlüsse darüber, wann denn Informationen als falsch oder irreführend in Bezug auf Finanzinstrumente anzusehen sind. Abgesehen davon, dass die im Interview gegebenen Informationen zum Zeitpunkt des Interviews zumeist gar nicht falsch sind, werden sie üblicherweise das Unternehmen selbst und nicht seine Aktien betreffen. Ausnahmefälle könnten hier natürlich Aktienrückkäufe oder etwa Kapitalerhöhungen sein. Wenn der

VwGH aber nunmehr tatsächlich davon ausgehen sollte, dass eine Auswirkung der jeweils getroffenen Aussage auf dem Markt völlig irrelevant ist, wären wir wirklich so weit gekommen, dass Marktmanipulation ohne jegliche auch nur potenzielle Auswirkung auf den Kapitalmarkt erfolgen könnte. Eine derartige Auslegung scheint aber mit dem Schutzzweck des Marktmanipulationstatbestandes nicht vereinbar zu sein. Irgendeine Form der Auswirkung der Aussage auf den Aktienkurs der Gesellschaft – sei es auch nur eine potenzielle Auswirkung – wird es geben müssen, damit von Marktmanipulation gesprochen werden kann. Dies steht auch im Einklang mit der neuen Marktmissbrauchsverordnung, die ab 3. Juli 2016 in Kraft tritt. Demnach müssen sich die falschen oder irreführenden Signale auf Angebot, Nachfrage oder Preis eines Finanzinstruments beziehen.

## Stichtag im Juli 2016

Die Frage, ob der Vorstand Marktmanipulation begeht oder nicht, ist aktuell auch deswegen von so großer Bedeutung, weil die Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insiderhandel und Marktmanipulation, die in Österreich bis zum 3. Juli 2016 in nationales Recht umzusetzen ist, für den Verstoß gegen den Tatbestand der Marktmanipulation auch gerichtliche und nicht bloß verwaltungsstrafrechtliche Sanktionen vorsieht. Die Mitgliedstaaten und damit auch Österreich haben ab diesem Zeitpunkt vorsätzliche, schwere Verstöße gegen das Verbot der Marktmanipulation unter gerichtliche Strafe zu stellen, wobei als Strafraum eine Freiheitsstrafe von zu-

mindest vier Jahren vorzusehen ist. Darüber hinaus sieht auch die bereits erwähnte Marktmissbrauchsverordnung vor, dass bei Verstößen gegen das Verbot der Marktmanipulation verschärfte weitere Sanktionen, wie etwa Geldbußen (im Fall von juristischen Personen umsatzabhängig), verhängt werden können.

Obwohl die Marktmissbrauchsverordnung ab Juli 2016 die derzeitige Judikatur des VwGH ohnedies entschärfen sollte, bleibt dennoch zu hoffen, dass schon vor diesem Zeitpunkt auch der VwGH für das Vorliegen eines Verstoßes gegen das Verbot der Marktmanipulation wenigstens eine potenzielle Auswirkung der getroffenen Aussage auf dem Markt verlangt. Denn sollte die

Aussage den Kapitalmarkt völlig kalt lassen und dennoch Marktmanipulation vorliegen, käme es wirklich zur Marktmanipulation ohne Manipulation des Marktes.



## ZUR PERSON

Dr. Clemens Hasenauer, LL.M., ist Managing Partner von CHSH Cerha Hempel Spiegelfeld Hlawati und leitet die Abteilung für Corporate Transactions. [clemens.hasenauer@chsh.com](mailto:clemens.hasenauer@chsh.com)