BUNDESGERICHTSHOF

BESCHLUSS

II ZB 7/09

vom

22. November 2010

in dem Rechtsstreit

Nachschlagewerk: ja

BGHZ: nein

BGHR: ja

WpHG § 13 Abs. 1; Richtlinie 2003/6/EG Art. 1 Abs. 1; Richtlinie 2003/124/EG Art. 1 Abs. 1 und 2

Dem Gerichtshof der Europäischen Union werden folgende Fragen vorgelegt:

a) Ist bei einem zeitlich gestreckten Vorgang, bei dem über mehrere Zwischenschritte ein bestimmter Umstand verwirklicht oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt werden soll, für die Anwendung von Artikel 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/6/EG, Artikel 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG nur darauf abzustellen, ob dieser künftige Umstand oder das künftige Ereignis als präzise Information nach diesen Richtlinienbestimmungen anzusehen ist, und demgemäß zu prüfen, ob man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass dieser künftige Umstand oder das künftige Ereignis eintreten wird, oder können bei einem solchen zeitlich gestreckten Vorgang auch Zwischenschritte, die bereits existieren oder eingetreten sind und die mit der Verwirklichung des künftigen Umstands oder Ereignisses verknüpft sind, präzise Informationen im Sinn der genannten Richtlinienbestimmungen sein?

b) Verlangt hinreichende Wahrscheinlichkeit im Sinn von Artikel 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG eine Wahrscheinlichkeitsbeurteilung mit überwiegender oder hoher Wahrscheinlichkeit, oder ist unter Umständen, bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit von ihrer zukünftigen Existenz, oder Ereignissen, die mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten werden, zu verstehen, dass das Maß der Wahrscheinlichkeit vom Ausmaß der Auswirkungen auf den Emittenten abhängt und es bei hoher Eignung zur Kursbeeinflussung genügt, wenn der Eintritt des künftigen Umstands oder Ereignisses offen, aber nicht unwahrscheinlich ist?

Der II. Zivilsenat des Bundesgerichtshofs hat am 22. November 2010 durch den Vorsitzenden Richter Dr. Bergmann und die Richterin Caliebe sowie die Richter Dr. Drescher, Born und Sunder

beschlossen:

I. Das Verfahren wird ausgesetzt.

II. Dem Gerichtshof der Europäischen Union werden gemäß Art. 267 Abs. 1 Buchst. b, Abs. 3 AEUV folgende Fragen zur Auslegung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) (ABl. L 96 vom 12. April 2003 S. 16) und der Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG (ABl. L 339 vom 24. Dezember 2003 S. 70) vorgelegt:

1. Ist bei einem zeitlich gestreckten Vorgang, bei dem über mehrere Zwischenschritte ein bestimmter Umstand verwirklicht oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt werden soll, für die Anwendung von Artikel 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/6/EG, Artikel 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG nur darauf abzustellen, ob dieser künftige Umstand oder das künftige Ereignis als präzise Information nach diesen Richtlinienbestimmungen anzusehen ist, und demgemäß zu prüfen, ob man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass dieser künftige Umstand oder das künftige Ereignis eintreten wird, oder können bei einem solchen zeitlich gestreckten Vorgang auch Zwischenschritte,

die bereits existieren oder eingetreten sind und die mit der Verwirklichung des künftigen Umstands oder Ereignisses verknüpft sind, präzise Informationen im Sinn der genannten Richtlinienbestimmungen sein?

2. Verlangt hinreichende Wahrscheinlichkeit im Sinn von Artikel 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG eine Wahrscheinlichkeitsbeurteilung mit überwiegender oder hoher Wahrscheinlichkeit, oder ist unter Umständen, bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit von ihrer zukünftigen Existenz, oder Ereignissen, die mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten werden, zu verstehen, dass das Maß der Wahrscheinlichkeit vom Ausmaß der Auswirkungen auf den Emittenten abhängt und es bei hoher Eignung zur Kursbeeinflussung genügt, wenn der Eintritt des künftigen Umstands oder Ereignisses offen, aber nicht unwahrscheinlich ist?

Gründe:

1 I. Der Musterkläger verlangt von der Musterbeklagten Schadensersatz wegen verspäteter Ad-hoc-Mitteilung über das vorzeitige Ausscheiden ihres Vorstandsvorsitzenden Prof. S.

2 Nach der Hauptversammlung der Musterbeklagten vom 6. April 2005 trug sich Prof. S. zunehmend mit dem Gedanken, vor Ablauf seiner bis 2008 reichenden Bestellung als Vorstandsvorsitzender auszuscheiden. Seine Ehe-

Hinweis: Auch Teile der Urteilssammlung sind als Datenbank nach §§ 87a ff. UrhG geschützt.

JLaw – Gesetze und Urteile (mobile App)
Kostenlos
Über 200 Gesetze
Über 100.000 Urteile
JLaw – für Android
JLaw – für iOS

frau, die als Führungskraft sein Büro betreute, weihte er in diese Überlegungen ein. Am 17. Mai 2005 erörterte er seine Absicht mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden K. . Am 1. Juni 2005 wurden die Aufsichtsratsmitglieder W. und L. über die Pläne informiert, spätestens am 15. Juni 2005 setzte Prof. S. das Vorstandsmitglied Dr. Z. , der sein Nachfolger als Vorstandsvorsitzender werden sollte, in Kenntnis. Am 6. Juli 2005 wurde die Chefsekretärin B. informiert, ab dem 10. Juli 2005 arbeiteten der Kommunikationschef S. , Frau S. und Frau B. an einer Pressemitteilung, einem externen Statement und einem Brief an die Mitarbeiter der Musterbeklagten.

3 Am 13. Juli 2005 wurde zu einer Aufsichtsratssitzung auf den 28. Juli 2005 eingeladen. Die Einladung enthielt ebenso wie die Einberufung des Präsidialausschusses des Aufsichtsrats auf den 27. Juli 2005 keinen Hinweis auf einen möglichen Wechsel in der Person des Vorstandsvorsitzenden. Am 18. Juli 2005 verständigten sich Prof. S. und der Aufsichtsratsvorsitzende K. darauf, in der Aufsichtsratssitzung vom 28. Juli 2005 das vorzeitige Ausscheiden von Prof. S. zum Ende des Jahres und die Bestimmung von Dr. Z. zum Nachfolger vorzuschlagen. Am 25. Juli 2005 erörterte Prof. S. mit dem Aufsichtsratsmitglied und Vorsitzenden des Konzern- und Gesamtbetriebsrats Kl. den Wechsel. Ob Kl. bereits am 11. Juli 2005 telefonisch über den beabsichtigten Wechsel informiert wurde, ist streitig. Kl. besprach die Personalfrage mit den übrigen Arbeitnehmervertretern, führte Gespräche mit Dr. Z. und kündigte am 27. Juli 2005 Prof. S. an, dass die Arbeitnehmerbank für den Wechsel stimmen werde.

4 Am 27. Juli 2005 wurden die beiden weiteren Mitglieder des Präsidialausschusses Dr. Kl. und Dr. S. informiert, bevor um 17.00 Uhr die Sitzung des Präsidialausschusses begann. Der Präsidialausschuss beschloss, dem Aufsichtsrat am Folgetag vorzuschlagen, dem vorzeitigen Ausscheiden von Prof. S. zum Jahresende und der Bestellung von Dr. Z. zu seinem Nachfolger zuzustimmen. Prof. S. informierte um 18.30 Uhr das Vorstandsmitglied Dr. C. , das in der Öffentlichkeit als möglicher Nachfolger des Vorstandsvorsitzenden gegolten hatte, und um 19.00 Uhr die beiden weiteren Vorstandsmitglieder Dr. G. und U. von dem beabsichtigten Wechsel. Um 19.30 Uhr fand ein Abendessen der Anteilseignervertreter unter den Aufsichtsratsmitgliedern statt, bei dem die Empfehlung des Präsidialausschusses Gesprächsthema war.

5 Am 28. Juli 2005 beschloss der Aufsichtsrat der Musterbeklagten gegen 9.50 Uhr, dass Prof. S. zum Jahresende aus dem Amt ausscheiden und Dr. Z. neuer Vorstandsvorsitzender werden sollte. Eine entsprechende Ad-hoc-Mitteilung sandte die Musterbeklagte an die Geschäftsführungen der Börsen und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vorab um 10.02 Uhr, um 10.32 Uhr wurde die Ad-hoc-Mitteilung in der Meldungsdatenbank der Deutschen Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität veröffentlicht. Der an diesem Tag bereits nach der Veröffentlichung der Ergebnisse des zweiten Quartals 2005 angestiegene Kurswert der Aktien der Musterbeklagten stieg nach der Mitteilung über den Wechsel im Amt des Vorstandsvorsitzenden deutlich an.

6 Mehrere Anleger, die Aktien der Musterbeklagten vor diesem Zeitpunkt verkauft hatten, haben wie der Musterkläger Klage gegen die Musterbeklagte erhoben, mit der sie Schadensersatz wegen der ihrer Ansicht nach verspäteten

Ad-hoc-Mitteilung verlangen. Das Landgericht Stuttgart hat das Oberlandesgericht Stuttgart um die Entscheidung zu mehreren, für die Verfahren entscheidungserheblichen Feststellungen nach § 4 KapMuG gebeten. Das Oberlandesgericht Stuttgart hat mit Musterentscheid vom 15. Februar 2007 festgestellt, dass eine Insider-Information im Sinne des § 37b Abs. 1 WpHG erst am 28. Juli 2005 um ca. 9.50 Uhr entstanden sei und dass die Musterbeklagte diese unverzüglich veröffentlicht habe. Der Bundesgerichtshof hat diesen Musterentscheid mit Beschluss vom 25. Februar 2008 (II ZB 9/07, ZIP 2008, 639) aufgehoben und die Sache zur anderweitigen Verhandlung und Entscheidung an das Oberlandesgericht Stuttgart zurückverwiesen. Am 22. April 2009 hat das Oberlandesgericht Stuttgart einen Musterentscheid mit folgendem Inhalt erlassen:

1. Es wird festgestellt, dass in der Zeit vom 17. Mai 2005 bis zur Beschlussfassung des Aufsichtsrats der Musterbeklagten am 28. Juli 2005 keine Insider-Information des Inhalts entstanden ist, dass Prof. S. gegenüber dem Aufsichtsratsvorsitzenden die einseitige Amtsniederlegung erklärt hat,

2. Es wird festgestellt, dass am 27. Juli 2005 nach 17.00 Uhr mit der Beschlussfassung des Präsidialausschusses des Aufsichtsrats der Musterbeklagten eine Insider-Information entstanden ist, dass der Aufsichtsrat in seiner Sitzung am 28. Juli 2005 über den Vorschlag des Präsidialausschusses beschließen wird, der vorzeitigen Aufhebung der Bestellung von Prof. S. zum Vorstandsvorsitzenden zum 31. Dezember 2005 zuzustimmen,

3. Es wird festgestellt, dass die Musterbeklagte von der Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung dieser Information nicht bis zur Beschlussfassung durch den Aufsichtsrat am 28. Juli 2005 gem. § 15 Abs. 3 WpHG befreit war.

    a) Die Musterbeklagte wäre von der Pflicht zur Veröffentlichung bis zur Entscheidung des Aufsichtsrats am 28. Juli 2005 nach § 15 Abs. 3 WpHG bei Vorliegen der dort geregelten Voraussetzungen kraft Gesetzes und

unabhängig von einer bewussten Entscheidung über diesen Aufschub befreit gewesen.

b) Es wäre für den berechtigten Aufschub nicht darauf angekommen, ob die Gründe für diese Befreiung an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) mitgeteilt worden sind.

c) Die Voraussetzungen für den Aufschub waren nur teilweise gegeben.

aa) Der Schutz der berechtigten Interessen der Musterbeklagten erforderte den Aufschub der Veröffentlichung.

bb) Eine Irreführung der Öffentlichkeit durch den Aufschub war nicht zu besorgen.

cc) Die Vertraulichkeit der Insider-Information war nicht gewährleistet, weil die Musterbeklagte ein Aufsichtsratsmitglied nicht ausreichend über die insiderrechtlichen Pflichten und Sanktionen aufgeklärt hat.

4. Es wird festgestellt, dass die Musterbeklagte auch bei Erforderlichkeit einer bewussten Entscheidung über den Aufschub nach § 15 Abs. 3 WpHG und trotz der fehlenden Belehrung des Aufsichtsratsmitglieds nicht nach § 37b WpHG auf Schadensersatz wegen Unterlassens einer unverzüglichen Veröffentlichung der unter 2 genannten Insider-Informationen haftet, weil sie sich darauf berufen kann, dass der geltend gemachte Schaden gleichermaßen eingetreten wäre, wenn sie eine bewusste Entscheidung über den Aufschub getroffen sowie das mit den Insiderregeln hinreichend vertraute Aufsichtsratsmitglied noch einmal belehrt und damit rechtmäßig gehandelt hätte.

7 Dagegen hat der Musterkläger Musterrechtsbeschwerde eingelegt, der zwölf weitere Kläger beigetreten sind.

8 II. Das Oberlandesgericht hat zur Begründung seiner Entscheidung im Wesentlichen ausgeführt:

9 Es lasse sich nicht feststellen, dass am 17. Mai 2005 oder später eine Insider-Information entstanden sei, Prof. S. lege sein Amt unabhängig von der Zustimmung des Aufsichtsrats einseitig zum Jahresende 2005 nieder. Erst mit der Beschlussfassung des Präsidialausschusses am 27. Juli 2005 nach 17.00 Uhr sei eine Insider-Information des Inhalts entstanden, dass der Aufsichtsrat auf seiner Sitzung am folgenden Tag über den Vorschlag des Präsidialausschusses entscheiden werde. Die Absicht oder Überlegung des Vorstandsvorsitzenden, vorzeitig, aber im Einvernehmen mit dem Aufsichtsrat aus dem Amt auszuscheiden, könne kursrelevant sein. Für solche zukunftsbezogenen Umstände als Insider-Information komme es aber darauf an, ob die Verwirklichung der Absicht oder des Vorhabens hinreichend wahrscheinlich sei. Einzelne Zwischenschritte als Insider-Informationen anzusehen sei überflüssig, weil es auf die hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts des künftigen angestrebten Ereignisses ankomme. Wenn man jeden eingetretenen Zwischenschritt im Fall seiner Kursrelevanz als Insider-Information ansehen wolle, führe das zu denselben Ergebnissen, weil solche Umstände aus der Sicht eines verständigen Anlegers nur kursrelevant sein könnten, wenn das künftige Ereignis hinreichend wahrscheinlich eintreten werde.

10 Die Zustimmung des Aufsichtsrats zum vorzeitigen Rücktritt von Prof. S. , die der maßgebende kursrelevante künftige Umstand sei, sei vor der Verabschiedung des Beschlussvorschlags durch den Präsidialausschuss am 27. Juli 2005 nach 17.00 Uhr nicht hinreichend wahrscheinlich gewesen. Aus der Sicht eines verständigen Anlegers sei sie hinreichend wahrscheinlich, wenn eine Vorabstimmung erfolgt sei. Erst mit der einstimmigen Ab-

stimmung im paritätisch besetzten Präsidialausschuss sei erkennbar gewesen, dass der Vorschlag, dem Rücktritt von Prof. S. zuzustimmen und Dr. Z. zu seinem Nachfolger zu bestimmen, gleichermaßen bei Arbeitnehmer- wie Anteilseignervertretern Rückhalt gefunden habe. Außerdem habe erst damit festgestanden, dass der Aufsichtsratsvorsitzende K. die Personalie auf die Tagesordnung des Aufsichtsrats setzen würde.

11 Die Voraussetzungen für einen Aufschub der Veröffentlichung der Insider-Information bis zum folgenden Tag hätten zwar nicht vorgelegen, weil das Aufsichtsratsmitglied La. nicht über seine insiderrechtlichen Pflichten und Sanktionen belehrt gewesen sei und so die formalen Anforderungen zur Gewährleistung der Vertraulichkeit nicht gewahrt gewesen seien. Der von den Klägern behauptete Schaden wäre aber auch eingetreten, wenn der Zeuge La. belehrt gewesen wäre und sich die Musterbeklagte bewusst für einen Aufschub entschieden hätte.

12 III. Die Entscheidung über die Musterrechtsbeschwerde hängt von der Auslegung von Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/6/EG, Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG ab.

13 1. Nach nationalem deutschen Recht ist ein Emittent von Finanzinstrumenten, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, einem Dritten unter bestimmten weiteren Voraussetzungen zum Ersatz des durch die Unterlassung entstandenen Schadens verpflichtet, wenn er es unterlässt, unverzüglich eine Insider-Information zu veröffentlichen (§ 37b Abs. 1 WpHG). Nach § 15 Abs. 1 WpHG muss ein Inlandsemittent Insider-Informationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichen. § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG definiert eine Insider-Information als eine konkrete Information über nicht

öffentlich bekannte Umstände, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren - das sind u.a. Finanzinstrumente, die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen sind - oder auf die Insiderpapiere selbst beziehen und die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen. Eine solche Eignung ist gegeben, wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde (§ 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG). Als Umstände nach § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG gelten auch solche, bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden (§ 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG). § 13 Abs. 1 WpHG beruht auf Art. 1 Abs. 1 Nr. 1 der Richtlinie 2003/6/EG und auf Art. 1 Abs. 1 und 2 der Richtlinie 2003/124/EG, die deshalb bei der Auslegung der nationalen Vorschrift zu berücksichtigen sind.

14 2. Die Entscheidung über die Musterrechtsbeschwerde hängt davon ab, ob bei einem zeitlich gestreckten Vorgang, bei dem über mehrere Zwischenschritte ein bestimmter Umstand verwirklicht oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt werden soll, für die Anwendung von Artikel 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/6/EG, Artikel 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG nur darauf abzustellen ist, ob dieser künftige Umstand oder das künftige Ereignis als präzise Information nach diesen Richtlinienbestimmungen anzusehen ist, und demgemäß zu prüfen ist, ob man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass dieser künftige Umstand oder das künftige Ereignis eintreten wird, oder ob bei einem solchen zeitlich gestreckten Vorgang auch Zwischenschritte, die bereits existieren oder eingetreten sind und die mit der Verwirklichung des künftigen Umstands oder Ereignisses verknüpft sind, präzise Informationen im Sinn der genannten Richtlinienbestimmungen sein können.

15 a) Die Musterrechtsbeschwerde hat Erfolg, wenn auch die bereits realisierten Zwischenschritte eines zeitlich gestreckten Vorgangs auf ihre Kursrelevanz zu untersuchen sind. Das Oberlandesgericht hat zur Kursrelevanz der Zwischenschritte - von seinem Rechtsstandpunkt aus konsequent - keine Feststellungen getroffen. Es ist vielmehr davon ausgegangen, dass eine Insider-Information im Sinn von § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG (Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG) im Hinblick auf den künftigen Umstand, dass mit dem Aufsichtsratsbeschluss das Ausscheiden von Prof. S. zum Jahresende sicher war, erst entstand, als dieser Aufsichtsratsbeschluss hinreichend wahrscheinlich war. Die vorgelagerten Einzelstufen des Entscheidungs- und Vorbereitungsprozesses als bereits existierende Umstände - wie etwa die Äußerung der Rücktrittsabsicht gegenüber K. , das Einverständnis des Aufsichtsratsvorsitzenden, die Information und die Bereitschaftserklärung von Dr. Z. - hat es nicht selbständig auf ihre Eignung zur Beeinflussung des Börsenkurses der Insiderpapiere untersucht. Es hat sie nur darauf geprüft, ob deshalb mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon auszugehen war, dass der künftige Umstand eintreten werde. Dagegen ist das Oberlandesgericht Frankfurt (NJW 2009, 1520, 1521) im Bußgeldverfahren davon ausgegangen, dass die Verknüpfung mehrerer eigenständiger Umstände zu einer einheitlichen Gesamtentscheidung dem Wortlaut der Vorschrift des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG und den Vorgaben der Richtlinien 2003/6/EG sowie 2003/124/EG widerspreche. Daher komme es nicht darauf an, ab wann die endgültige Aufsichtsratsentscheidung getroffen worden sei. Die Publizitätspflicht beginne vielmehr bereits dann, wenn der Bereich interner Willensbildung sich zu einer konkreten Tatsache verdichtet habe und das Ergebnis dieses Willensbildungsprozesses gegenüber einem Entscheidungsträger des Unternehmens als konkrete Tatsache objektiv nach außen zu

Tage trete (z.B. Mitteilung gegenüber einem Aufsichtsratsmitglied, das Amt niederlegen zu wollen).

16 Beide Auffassungen führen nicht etwa deshalb zum selben Ergebnis, weil - wie das Oberlandesgericht Stuttgart meint - Zwischenschritte eines gestreckten Vorgangs nur dann kursrelevant sind, wenn das künftige Ereignis, auf das sie inhaltlich gerichtet sind, hinreichend wahrscheinlich eintreten wird. Die Kursrelevanz eines bereits eingetretenen Umstandes oder Ereignisses hängt nicht stets davon ab, ob ein damit verknüpfter künftiger Umstand oder verknüpftes künftiges Ereignis hinreichend wahrscheinlich eintreten wird. Eine Eignung, im Fall der öffentlichen Bekanntmachung einer Insider-Information den Börsenkurs erheblich zu beeinträchtigen oder spürbar zu beeinflussen (Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/6/EG, Art. 1 Abs. 2 der Richtlinie 2003/124/EG), ist gegeben, wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen (§ 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG) oder wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde (Art. 1 Abs. 2 der Richtlinie 2003/124/EG). Auf die hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts künftiger Umstände wird nicht abgestellt. Zwar mag ein verständiger Anleger im Hinblick auf künftige Ereignisse seine Anlageentscheidungen insbesondere davon abhängig machen, inwieweit mit hinreichender Wahrscheinlichkeit vom Eintritt eines Ereignisses ausgegangen werden kann. Ein Anleger wird bei seiner Anlageentscheidung aber auch in seine Überlegungen einbeziehen, dass ein Entscheidungsprozess mit offenem Ausgang im Gang ist. So kommt, wenn bei einem Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden wie hier eher mit steigenden Kursen zu rechnen ist, selbst bei offenem Ausgang als Anlageentscheidung in Betracht, Aktien jedenfalls bis zur Entscheidung zu halten. Schließlich muss ein verständiger Anleger die Insider-Information über einen bereits existierenden Zwi-

schenschritt nicht nur im Hinblick auf das inhaltlich angestrebte Ziel und damit die Wahrscheinlichkeit des angestrebten Ereignisses bei seiner Anlageentscheidung bewerten. Vielmehr kann die Insider-Information über das angestrebte Ziel auch im Hinblick auf andere Umstände von Bedeutung und damit kursrelevant sein. So kann gegebenenfalls bereits aus der Absicht des Vorstandsvorsitzenden, im Einvernehmen mit dem Aufsichtsrat aus dem Amt zu scheiden, auf seine Amtsmüdigkeit geschlossen werden und damit darauf, dass er eine bestimmte, mit ihm verknüpfte Geschäftspolitik - unabhängig von der Dauer seines Verbleibs im Amt - nicht mehr fortführen will.

17 b) Ob mit einem künftigen Umstand oder einem künftigen Ereignis verknüpfte, bereits realisierte Zwischenschritte eigenständige präzise Informationen sind oder die Verknüpfung mit künftigen Umständen oder Ereignissen die Bewertung der Zwischenschritte als kursrelevante präzise Informationen sperrt und sie nur für die Wahrscheinlichkeit, ob die künftigen Umstände oder Ereignisse eintreten, von Bedeutung sind, hängt von der Auslegung von Art. 1 Abs. 1 Nr. 1 der Richtlinie 2003/6/EG, Art. 1 Abs. 1 und 2 der Richtlinie 2003/124/EG ab. Art. 1 Abs. 1 Nr. 1 der Richtlinie 2003/6/EG definiert eine Insider-Information als 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. Nach Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG ist eine Information 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 eine mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse von Finanzinstrumenten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zulässt. Von der Auslegung von Art. 1 Abs. 2 der Richtlinie 2003/124/EG hängt ab, ob die oben genannte Frage dahingestellt bleiben kann, weil - wie das Oberlandesgericht meint - ein Zwischenschritt nur dann zur Kursbeeinflussung geeignet ist, wenn der angestrebte Umstand oder das angestrebte Ereignis hinreichend wahrscheinlich ist.

18 3. Die Entscheidung über die Musterrechtsbeschwerde hängt weiter davon ab, was unter einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit nach Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG zu verstehen ist.

19 a) Das Oberlandesgericht hat - entsprechend einem rechtlich nicht bindenden Hinweis im Beschluss des Senats vom 25. Februar 2008 - seiner Entscheidung zugrunde gelegt, dass von dem künftigen Umstand des Aufsichtsratsbeschlusses, mit dem das Ausscheiden von Prof. S. zum Jahresende beschlossen wurde, erst mit hinreichender Wahrscheinlichkeit im Sinn des § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG (Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG) ausgegangen werden konnte, wenn aus der Sicht eines verständigen Anlegers die Entscheidung des Aufsichtsrats vorabgestimmt sei. Eine solche Vorabstimmung hat es mit der Sitzung des Präsidialausschusses am 27. Juli 2005 angenommen. Der Senat hat im Beschluss vom 25. Februar 2008 ausgeführt, dass offen bleiben könne, ob mit hinreichender Wahrscheinlichkeit im Sinne von § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG (Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG) eine hohe oder nur eine überwiegende Wahrscheinlichkeit gefordert werde. Zu dem einvernehmlichen Ausscheiden war ein Beschluss des Gesamtaufsichtsrats erforder-

lich und nach der Geschäftsordnung des Aufsichtsrats durfte bereits auf den Widerspruch eines Mitglieds hin kein Beschluss zu dem in der Tagesordnung nicht angekündigten Ausscheiden von Prof. S. gefasst werden. Daher sei, so der Senat, die Würdigung des Oberlandesgerichts nicht zu beanstanden, dass offen gewesen sei, ob der Aufsichtsrat sofort zu einer Entscheidung im Sinn des Vorschlags zum Ausscheiden von Prof. S. und der Bestellung von Dr. Z. als Nachfolger kommen oder sie vertagen würde. Anders sei dies ggf. bei einer definitiven Vorabstimmung des Aufsichtsratsbeschlusses zu beurteilen.

20 b) An dieser an einer Wahrscheinlichkeitsbeurteilung orientierten Auslegung, die mindestens eine überwiegende Wahrscheinlichkeit verlangt und zudem im Ergebnis bei Entscheidungen von mit mehreren Personen besetzten Gremien wie dem Aufsichtsrat hohe Anforderungen an die Eintrittswahrscheinlichkeit stellt, sind dem Senat aufgrund des Urteils des Gerichtshofes vom 23. Dezember 2009 in der Rechtssache C-45/08 (Spector Photo Group NV und Chris Van Raemdonck gegen Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen, NZG 2010, 107) Zweifel gekommen. Danach besteht ein enger Zusammenhang zwischen dem Verbot von Insider-Geschäften und dem Begriff der Insider-Information in Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG und damit mit den Vorteilen, die eine Insider-Information dem Insider verschafft (Rn. 50). Der Bezug des Begriffs der Insider-Information zu Insidergeschäften spricht dagegen, für künftige Umstände oder Ereignisse allein auf die überwiegende Wahrscheinlichkeit ihres Eintretens abzustellen. Auch wenn der Eintritt eines künftigen Ereignisses offen ist, setzt sich ein Insider unter Umständen geringeren Marktrisiken aus als ein Anleger, dem noch gar nicht bekannt ist, dass die Absicht besteht, bestimmte Umstände oder Ereignisse herbeizuführen, und dass

ein Entscheidungsprozess in Gang gesetzt ist. Erst recht gilt dies, wenn er die inneren Verhältnisse des Emittenten kennt und nach dem bisher üblichen Verlauf von Entscheidungsprozessen erwarten kann, dass der Umstand oder das Ereignis in Zukunft eintritt. Solche Informationen nicht schon als präzise anzusehen, kann dem Zweck des Insider-Handelsverbots widersprechen, zu verhindern, dass aus einer Information ungerechtfertigt ein Vorteil zum Nachteil Dritter, denen diese Information unbekannt ist, gezogen wird und infolgedessen die Integrität der Finanzmärkte sowie das Vertrauen der Investoren beeinträchtigt werden.

21 Zweifel bestehen an der Auslegung, dass für eine Insider-Information eine überwiegende Wahrscheinlichkeit des Eintritts künftiger Umstände oder eines künftigen Ereignisses erforderlich ist, auch aufgrund anderer sprachlicher Fassungen von Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG, die den Begriff der Wahrscheinlichkeit nicht enthalten, wie in Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG in der englischen Fassung ("a set of circumstances which ... may reasonably be expected to come into existence" bzw. "an event which has occurred or may reasonably be expected to do so") oder in der französischen Fassung ("d'un ensemble de circonstances ... dont on peut raisonnablement penser qu'il existera" bzw. "d'un événement ... dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira").

22 c) Die Auslegung ist für die Entscheidung über die Musterrechtsbeschwerde erheblich. Liegt eine präzise Information bereits vor, wenn der Eintritt künftiger Umstände oder Ereignisse offen ist, ohne unwahrscheinlich zu sein, war eine Insider-Information bereits entstanden, als Prof. S. den Aufsichtsratsvorsitzenden K. über seine Absicht informierte, zum Jahresende im Einvernehmen mit dem Aufsichtsrat vom Amt des Vorstandsvorsitzenden

zurückzutreten, wenn außerdem festgestellt werden kann, dass ein verständiger Anleger diese Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung genutzt hätte. Wenn für das Maß der Wahrscheinlichkeit auf das Ausmaß der Auswirkungen beim Emittenten abzustellen ist, liegt es angesichts der tatsächlich erheblichen Kursbewegungen nach Bekanntwerden des Rücktritts von Prof. S. nahe, ein geringeres Maß der Wahrscheinlichkeit als die überwiegende Wahrscheinlichkeit genügen zu lassen.

Bergmann Caliebe Drescher

Born Sunder

Vorinstanz:
OLG Stuttgart, Entscheidung vom 22.04.2009 - 20 Kap 1/08 -