

Der Begriff der Insiderinformation in der MAR

Implikationen für die Praxis

Kapitalmarktkonferenz 2017
Institute for Law and Finance
Hogan Lovells
23.2.2017
Frankfurt am Main

Prof. Dr. Lars Klöhn, Humboldt-
Universität Berlin



Agenda



- I. Überblick**
- II. Information**
- III. Präzise**
- IV. Nicht öffentlich bekannt**
- V. Kursrelevant**
- VI. Analysen aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben**



Überblick

Überblick über das Insiderrecht der MAR



Ebene des Lamfalussy-Verfahrens	Norm	Inhalt
Level 1	Art. 7 MAR	Begriff der Insiderinformation
	Artt. 8-11, 14, 21 MAR	Insiderverbote, legitime Handlungen
	Art. 17 MAR	Ad-hoc-Publizität
	Artt. 30, 31, 34 MAR	Vorgaben für verwaltungsrechtliche Sanktionen
	Artt. 3, 4, 6 ff. CRIM-MAD	Vorgaben für strafrechtliche Sanktionen
Level 2	Technische Durchführungsstandards über	<ul style="list-style-type: none">• technische Mittel für die Bekanntgabe der Ad-hoc-Meldung• technische Mittel für den Aufschub der Ad-hoc-Publizität
Level 3	ESMA-Leitlinien, zB zum Aufschub der Ad-hoc-Publizität	

Überblick über die Neuregelung der Insiderinformation (Art. 7 MAR)



- Art. 7 MAR ist fast **wortlautidentisch** mit den Vorgängernormen der MAD und RL 2003/124/EG
- Art. 7 Abs. 2 Satz 2 und Abs. 3 regeln erstmals Teilaspekte der Einordnung **gestreckter Geschehensverläufe**. Diese Regelung wiederholt jedoch nur Passagen des Geltl-Urteils des EuGH, führt also zu keiner Veränderung der Rechtslage.
- **Änderungen** bringt Art. 7 MAR in Randbereichen
 - Kein Erfordernis eines Drittbezugs
 - Begriff der öffentlichen Bekanntheit (keine Änderung gegenüber Marktmissbrauchs-RL 2003, aber gegenüber dem die Vorgaben unzureichend umsetzenden deutschen Recht)
 - Analysen aufgrund öffentlich bekannter Informationen
 - Insiderinformationen über Warenderivate (hier nicht behandelt)



Information

Information

- Der BGH entnahm dem Begriff der Information bisher das Erfordernis eines „**Drittbezugs**“ (BGHSt 48, 373 – Scalping I)
- „Selbst geschaffene innere Tatsachen“ wie vor allem die eigene Erwerbsabsicht konnten daher nicht Gegenstand von Insiderinformationen sein
 - Stakebuilding und Übernahmen
 - Scalping
- Diese Rechtsprechung lässt sich im neuen Recht nicht aufrechterhalten (arg ex **Art. 9 Abs. 5 MAR**: „Für die Zwecke der Artikel 8 und 14 stellt die bloße Tatsache, dass eine Person ihr Wissen darüber, dass sie beschlossen hat, Finanzinstrumente zu erwerben oder zu veräußern, beim Erwerb oder der Veräußerung dieser Finanzinstrumente nutzt, an sich noch **keine Nutzung** von Insiderinformationen dar.“)
- **Praxisänderungen** gering
 - Beim Stakebuilding und bei Übernahmen stellt der Handel in Kenntnis der eigenen Erwerbsabsicht keine Nutzung von Insiderinformationen dar (Art. 9 Abs. 5; beachte aber Art. 9 Abs. 6 MAR)
 - Scalping ist auch weiterhin kein Insiderverstoß (näher *Klöhn*, ZIP Beil. 22/2016, 44, 46)



Präzise

Präzise

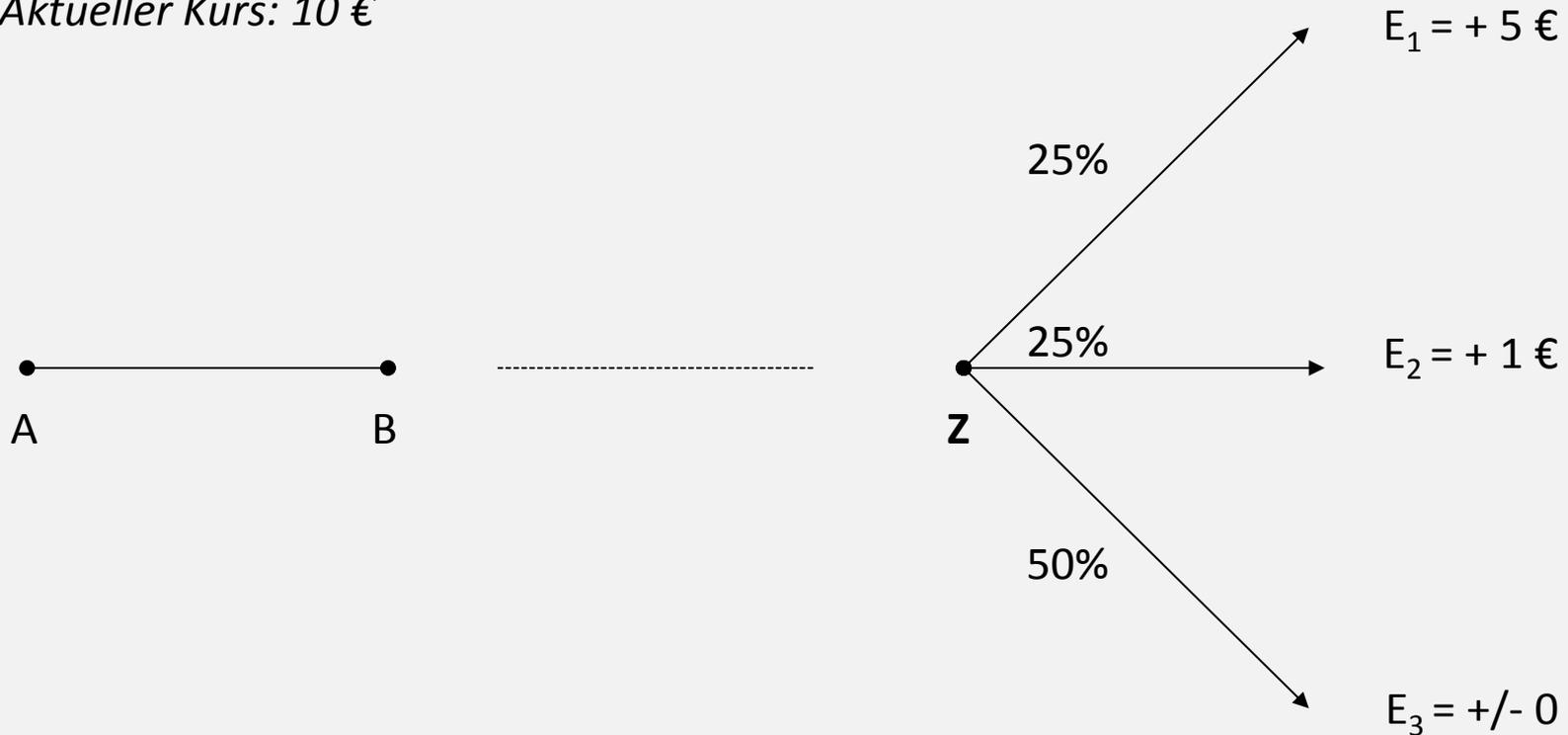


- Anforderungen an die Präzision in Art. 7 Abs. 2 Satz 1 MAR entsprechen denen des Art. 1 Abs. 1 RL 2003/124/EG
 - **Allgemeine Vorgabe**, wonach Information so spezifisch sein muss, dass sie Gegenstand einer Kursrelevanzprüfung sein kann („Kurspezifität“)
 - Besondere Vorgabe für **zukunftsgerichtete Insiderinformationen**, wonach das künftige Ereignis „vernünftigerweise zu erwarten sein“ muss.
- Art. 7 Abs. 2 Satz 2 MAR stellt klar, dass bei mehrstufigen Geschehensverläufen jeder Zwischenschritt für sich genommen eine Insiderinformation begründen kann, so bereits EuGH ZIP 2012, 1282 (Geltl/Daimler).
- Art. 7 Abs. 3 MAR wiederholt diese Aussage
- Die Entscheidung EuGH NZG 2015, 432 (Lafonta/AMF) hat keinen Niederschlag in der MAR gefunden – weder im verfügenden Teil noch in den Erwägungsgründen. Gleichwohl ist zu erwarten, dass der EuGH seine Rechtsprechung nicht ändert, da sich das Recht nicht geändert hat.

Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten („Geltl-Problematik“)



Aktueller Kurs: 10 €

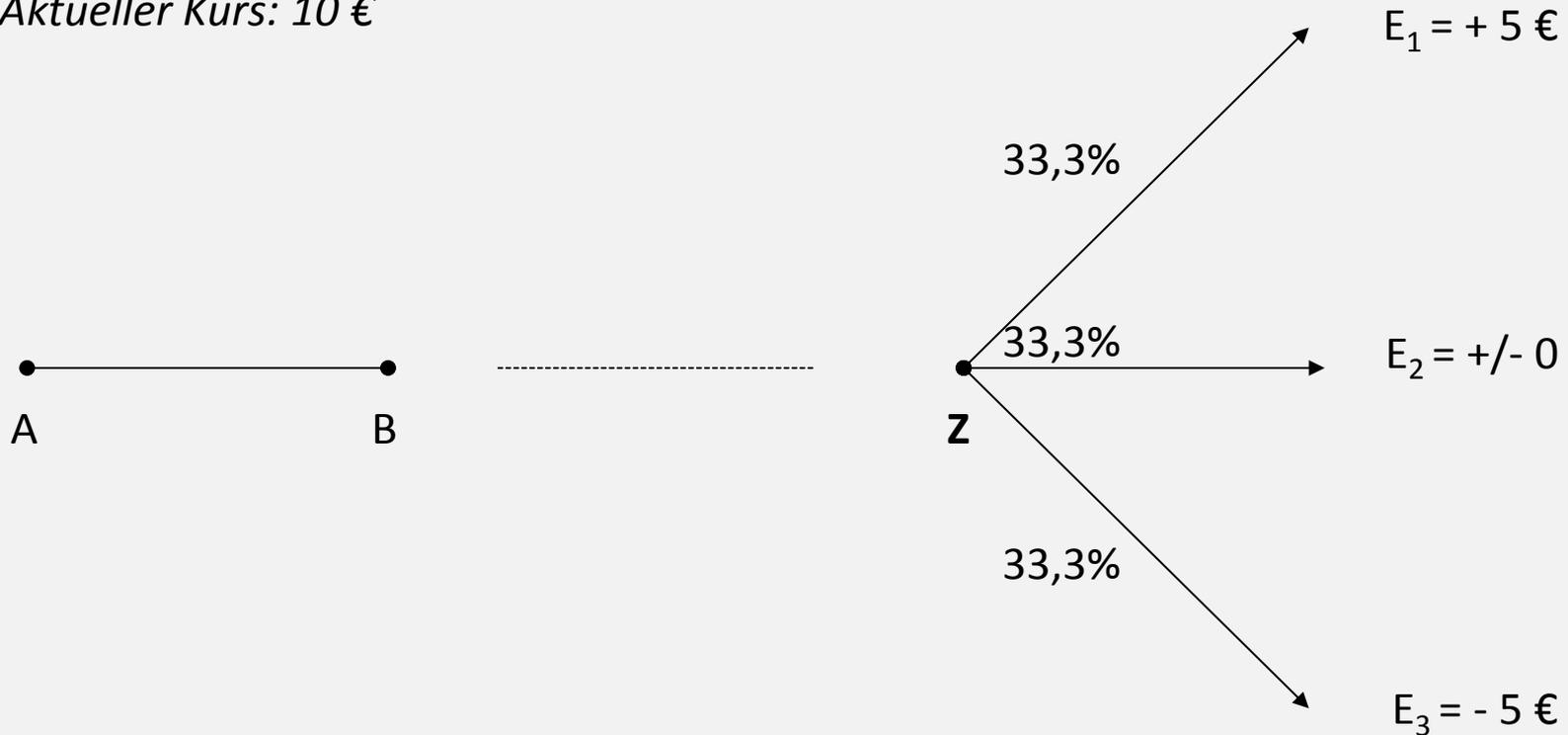


$$V_Z = 0,25 \times 5 \text{ €} + 0,25 \times 1 \text{ €} + 0,5 \times 0 = 1,5 \text{ €}$$

Ad-hoc-Publizität von Volatilitätsinformationen („Lafonta-Problematik“)



Aktueller Kurs: 10 €



$$V_Z = 0,33 \times 5 \text{ €} + 0,33 \times 0 + 0,33 \times (- 5 \text{ €}) = 0$$



Nicht öffentlich bekannt



Nicht öffentlich bekannt (I)

- **Bisher:** Konzept der Bereichsöffentlichkeit (arg ex § 5 Satz 1 Nr. 1 WpAIV)
- Dies war schon nach altem Recht europarechtswidrig, wenngleich aufgrund einer eindeutigen Entscheidung des dt. Gesetzgebers beachtlich
- **Jetzt:** Konzept der **breiten Kapitalmarktöffentlichkeit**
 - arg ex Art. 2 DurchführungsVO 1055/2016: Emittenten geben Insiderinformationen so bekannt, dass sie „nichtdiskriminierend an eine möglichst breite Öffentlichkeit“ verbreitet werden
 - beachte, dass Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR in den meisten Sprachfassungen nicht von „öffentlich bekannt“, sondern „öffentlich bekannt gemacht“ spricht (engl. *made public*, franz. *rendue publique*), d.h. denselben Wortlaut verwendet wie Art. 17 Abs. 1 MAR

Nicht öffentlich bekannt (II)

- Konsequenzen?
 - Keine Umstellung der **Veröffentlichungssysteme** notwendig, weil die bisherigen Systeme den Anforderungen der Transparenz-RL genügten und die MAR-Anforderungen nicht darüber hinaus gehen
 - Aber: keine öffentliche Bekanntheit der Information allein bei Herstellung der Bereichsöffentlichkeit. Denkbare **Anwendungsfälle**
 - Web-Übertragung von Analystenkonferenzen
 - Pressekonferenzen
 - Bekanntgabe von Entscheidungen in Verwaltungsverfahren
 - Im Übrigen
 - Bekanntgabe auf der **Homepage des Emittenten** genügt nicht; ESMA/2015/1455 Rn. 188; anders SEC Release No. 34-58288 (Aug. 7, 2008) sub. II.A.1.
 - Bekanntgabe in **sozialen Netzwerken** genügt nicht; ESMA/2015/1455 Rn. 188, anders SEC Release No. 69279 (April 2, 2013) sub. IV.B.
 - Für **weitere Einzelfälle** vgl. *Klöhn*, ZHR 180 (2016), 707, 725 ff.

**BaFin war hier aber
ohnehin restriktiv !**



Kursrelevant



Kursrelevanz

- Maßstab für Kursrelevanz in Art. 7 Abs. 4 (*reasonable investor test*) unverändert; er war zuvor in Art. 1 Abs. 2 RL 2003/124/EG enthalten
- Kein Mandat der ESMA zum Erlass von Leitlinien auf Level 3 des Lamfalussy-Verfahrens



Analysen aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben



Auswertung öffentlich bekannter Informationen (I)

- **Bisher:** „Eine Bewertung, die ausschließlich auf Grund öffentlich bekannter Umstände erstellt wird, ist keine Insiderinformation, selbst wenn sie den Kurs von Insiderpapieren erheblich beeinflussen kann“ (§ 13 Abs. 2 WpHG in Umsetzung von Erwägungsgrund Nr. 31 Marktmissbrauchs-RL 2003)
- **Jetzt:**

„Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben erstellt wurden, sollten nicht als Insider-Informationen angesehen werden (...). Wird jedoch **beispielsweise** die Veröffentlichung oder Verbreitung der Informationen vom Markt **routinemäßig erwartet und trägt diese Veröffentlichung und Verbreitung zur Preisbildung von Finanzinstrumenten bei oder enthält sie Ansichten eines anerkannten Marktkommentators oder einer Institution, die die Preise verbundener Finanzinstrumente beeinflussen können**(,) so **können** diese Informationen Insiderinformationen darstellen. (...)“ (Erwägungsgrund Nr. 28 MAR)

Auswertung öffentlich bekannter Informationen (II)

- Welche Analysen und Bewertungen meint der MAR-Gesetzgeber in Erwägungsgrund Nr. 28 Satz 2?
- Dies erkennt man, wenn man sich die **Entstehungsgeschichte** dieses Erwägungsgrundes verdeutlicht (näher *Klöhn*, WM 2016, 1665, 1668 ff.)
 - Gesetzgeber wollte nur solche Analysen erfassen, die **zum Zweck der Veröffentlichung oder Verbreitung** erstellt werden
 - Typische Buy-Side-Analysen sind daher weiterhin nicht erfasst
 - Zudem muss eine **erhöhte Gewähr** dafür bestehen, dass die Analysen **Kursbeeinflussungspotenzial** haben, und zwar aus einem Grund, der von dem konkreten Inhalt der Analyse unabhängig ist (d.h. bei jeder Analyse gegeben ist)
 - routinemäßige Markterwartung (EG 28 Satz 2 Fall 1)
 - Reputation des Kommentators bzw. der Institution (EG 28 Satz 2 Fall 2 u. 3)

Auswertung öffentlich bekannter Informationen (III)

- Beispiele für Analysen, die unter EG 28 Satz 2 fallen
 - **Ratings** (Fall 1: routinemäßige Markterwartung)
 - Analysen höchst anerkannter Marktteilnehmer („**Börsengurus**“), zB Warren Buffett, George Soros oder Bill Gross (Fall 2: anerkannte Marktkommentatoren)
 - Analysen höchst anerkannter ökonomischer Forschungsinstitute, etwa der **ifo**-Geschäftsklimaindex (Fall 3: anerkannte Institutionen)



**Vielen Dank
für Ihre Aufmerksamkeit!**