

Prof. Dr. Barbara GRUNEWALD**

ZUSAMMENFASSUNG

1. Das Verbot des Insiderhandels und die Pflicht zur Ad-Hoc-Publizität basieren auf der Vorstellung, dass Informationen in den Markt gelangen und nicht durch einzelne Privilegierte mit Sonderwissen genutzt werden sollen.

2. Beide Regelungen bauen auf der Definition der Insiderinformation auf. Diese ist allerdings wenig präzise.

3. Diese Unklarheiten in Bezug auf das, was eine Insiderinformation ist, sind deshalb besonders bedauerlich, weil die Sanktionen, die bei Verstößen gegen das Insiderhandelsverbot bzw. die Ad-Hoc-Publizität drohen, im Bereich der Europäischen Union jedenfalls ab 2016 ganz erheblich sein werden.

Schlüsselwörter: Insiderhandel, Ad-Hoc-Publizität, Insiderinformation

ABSTRACT

The ban on insider trading and the obligation of Ad-Hoc-disclosure are based on the idea that information should go to the market and should not be used only by a few privileged persons. Both regulations are build on the definition of insider trading. But unfortunately that definition is not precise

Keywords: Insider Trading, Insider Information, Ad-Hoc-Disclosure

* Dieser Aufsatz wurde am 27 November 2014 auf dem I. Internationalen Symposium zum Handelsrecht vorgetragen.

** Universität zu Köln, Lehrstuhl für Bürgerliches Recht und Wirtschaftsrecht, (barbara.grunewald@uni-koeln.de).

I. VERBOT DES INSIDERHANDELS

A. Zielsetzung

Insider sind Marktteilnehmer, die über kursrelevantes Sonderwissen verfügen¹. Das Recht verbietet im Grundsatz Transaktionen am Kapitalmarkt unter Ausnutzung dieses Sonderwissens. Mit diesem Verbot soll erreicht werden, dass Anleger gleiche Chancen am Kapitalmarkt haben. Zugleich wird dadurch die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes abgesichert, weil die Anleger den Kapitalmarkt vertrauen und ihn deshalb auch nutzen².

B. Entwicklungen auf der Ebene der Europäischen Union

Die Europäische Union bemüht sich seit 1989 um die Vereinheitlichung des Insiderrechts innerhalb der EU. Am 02.07.2014 ist eine neue Marktmissbrauchsverordnung (MMVO)³ in Kraft getreten, die ab dem 03.07.2016 in allen Mitgliedstaaten unmittelbar gelten wird. Es wird dann also in diesem Bereich ein einheitliches Europäisches Recht geben. Dieses Recht wird im Folgenden dargestellt.

C. Insiderpapiere

Betroffen von dem Insiderhandelsverbot sind Insiderpapiere. Hierunter fallen sogenannte Finanzinstrumente (Art. 2 Abs. 1 MMVO), also im Wesentlichen Wertpapiere und sonstige handelbare Forderungen sowie Derivate, Optionen und Bezugsrechte, wenn sie zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind (oder ein entsprechender Antrag gestellt wurde). Erfasst sind also z.B. Aktien und Inhaberschuldverschreibungen.

D. Insiderinformationen

Gemäß Art. 7 Abs. 1 a MMVO sind Insiderinformationen nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder einen oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs erheblich zu beeinflussen.

Weiter bestimmt Art. 7 Abs. 2 MMVO, dass Informationen schon dann als präzise anzusehen sind, wenn von den Umständen vernünftiger Weise erwartet werden kann, dass sie in Zukunft gegeben sein werden.

Art. 7 Abs. 3 MMVO bestimmt, dass auch Zwischenschritte in einem langen Vorgang als Insiderinformationen gelten können.

Solche Informationen können z.B. die Veräußerung einer wesentlichen Beteiligung sein oder auch größere Rechtsstreitigkeiten, die den Emittenten betreffen.

Die Definition der Insiderinformation in der MMVO geht zurück auf einen Urteil des Europäischen Gerichtshofs⁴, das auf Grund einer Vorlage des Bundesgerichtshofs zustande kam. In diesem Fall ging es um den Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden der Daimler Chrysler AG (S) im Jahr 2005.

Diese entwickelte sich wie folgt:

April 2005	S trägt sich mit dem Gedanken, vor Ablauf seiner bis 2008 reichenden Amtszeit zurückzutreten.
Mai 2005	Erörterung mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden K.
Juni 2005	Information von Aufsichtsratsmitgliedern W und L.
Mitte Juni 2005	Information des Vorstandsmitglieds Z, das Nachfolger werden soll.
10. Juli 2005	Die Chefsekretärin wird informiert, dann der Chef der Kommunikationsabteilung.
13. Juli 2005	Einladung des Aufsichtsrats für den 28.07.
18. Juli 2005	Absprache zwischen S und dem Aufsichtsratsvorsitzenden, dass ein Ausscheiden von S für das Ende des Jahres angestrebt werden soll.
25. Juli 2005	Der Vorsitzende des Betriebsrats und Aufsichtsratsmitglied KL wird informiert.
27. Juli 2005	KL sagt nach Rücksprache mit den Arbeitnehmervertretern, man werde für den Rücktritt stimmen. Am selben Tag erfolgt eine Information des Präsidialausschusses des Aufsichtsrats.
28. Juli 2005	Der Aufsichtsrat beschließt, den Rücktritt von S anzunehmen und Z zum neuen Vorstandsvorsitzenden zu bestellen.

1 *Langenbacher* Aktien- und Kapitalmarktrecht 2. Aufl. § 15 Rn. 2.
 2 *Langenbacher* (s.o. Fn. 1) § 15 Rn. 4; *Stoppel* in Grunewald/Schlitt Einführung in das Kapitalmarktrecht 3. Aufl. S. 263.
 3 Verordnung Nr. 596/2014 des Europäischen Parlamentes und des Rates.

4 AG 2012, 555, dazu *Möllers/Seidenschwann* NJW 2012, 2762.

Dieser Ablauf des Rücktritts des Vorstandsvorsitzenden zeigt, wie schwierig es ist, zu sagen, ab wann eine Insiderinformation vorliegt. Der EuGH hat entschieden, wie es nun auch Art. 7 Abs. 3 MMVO vorsieht, dass auch Zwischenschritte eines gestreckten Vorgangs Insiderinformationen enthalten können. Damit stellt sich umso dringlicher die Frage, ab wann die Informationen – wie für eine Insiderinformation weiter erforderlich – präzise genug sind, um Kursbeeinflussungspotential zu haben.

Der BGH hat sodann gemeint⁵, dass bereits das Gespräch zwischen S und K Mitte Mai 2005 eine Insiderinformation gewesen sein könne. Ein abschließendes Urteil hat der BGH nicht gefällt, weil noch unklar war, ob diese konkrete Information Kursrelevanz gehabt hätte. Maßgeblich dafür soll sein, ob ein verständiger Anleger als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung bereits die Information über den jeweiligen Umstand ausnützen würde. Weiter stellt das Urteil fest, dass eine Insiderinformation Mitte Mai 2005 auch über das Endereignis (also den Rücktritt von S) entstanden sein könne. Maßgeblich ist insofern der Grad der Eintrittswahrscheinlichkeit sowie die möglichen Auswirkungen des künftigen Ereignisses auf den Börsenkurs.

Mit diesen Urteilen wird deutlich, dass die Definition der Insiderinformation wenig klar und für die Praxis nur eingeschränkt brauchbar ist⁶.

Der Leitfaden der türkischen Aufsichtsbehörde spricht (wenn auch im Zusammenhang mit der Ad-Hoc-Publizität) von einer konkreten Information. Ich bin mir nicht sicher, ob damit ein engerer Anwendungsbereich gemeint ist.

E. Das Verbot

Nach Art. 14 MMVO sind verboten

Das Tätigen von Insidergeschäften und der entsprechende Versuch.

Das Empfehlen von Insidergeschäften und die Anstiftung zu Insidergeschäften.

Das unrechtmäßige Offenlegen von Insiderinformationen.

Ausnahmen (insbesondere für Hedging-Geschäfte) regelt Art. 9 MMVO. Von dem Verbot nicht erfasst ist auch der Fall, dass jemand weiß, dass er selbst beschlossen hat, Insiderpapiere zu erwerben. Generell gilt, dass eine Ausnutzung von Insiderin-

formationen nicht vorliegt, wenn der Entschluss, die Papiere zu erwerben, bereits gefasst war, bevor die Person Kenntnis von der Insiderinformation erhielt (sogenannte Masterplantheorie)⁷. Ebenfalls zulässig ist die Weitergabe von Insiderinformationen an Investoren, um herauszufinden, ob bestimmte Insiderpapiere vermarktet werden können (sogenannte Marktsondierungen, Art. 11 MMVO).

F. Rechtsfolgen

Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot führen neben weiteren Sanktionen zu Geldbußen (z.B. bei Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot durch juristische Personen mindestens 15 Millionen Euro oder 15 % des Jahresumsatzes). Besonders umstritten war die in Art. 34 Abs. 1 MMVO vorgesehene Pflicht der zuständigen Behörde, jede Entscheidung über die Verhängung einer solchen Sanktion auf ihrer Website zu veröffentlichen unter Nennung von Art und Charakter des Verstoßes und Identität der verantwortlichen Person. In dieser Prangerwirkung (sogenanntes Naming and Shaming) sahen viele Mitgliedstaaten einen Verstoß gegen das Persönlichkeitsrecht der Betroffenen. Art. 34 Abs. 1 Unterabschnitt 3 MMVO sieht daher nunmehr vor, dass die zuständige Behörde aus Gründen des Persönlichkeitsschutzes die Daten anonymisiert veröffentlichen kann.

Nach Deutschem Recht bestehen außerdem Schadensersatzansprüche der Marktteilnehmer. Doch ist es im Regelfall schwierig, einen Schaden zu beziffern.

II. AD-HOC-PUBLIZITÄT

A. Zielsetzung

Sinn der Pflicht zur Ad-Hoc-Publizität ist es, den Wissensvorsprung, den Träger von Insiderinformationen gegenüber anderen Marktteilnehmern haben, durch eine Pflicht zur Veröffentlichung dieser Informationen aufzuheben⁸. Geschützt wird die Funktionsfähigkeit und Integrität des Kapitalmarkts. Denn die zügige Offenlegung von Informationen führt zu einer Anpassung des Preises. Dies dient mittelbar auch dem Schutz der Anleger, die ihre Investitionen an diesen Wert anpassen können⁹.

5 AG 2013, 518, dazu *Brellochs* ZIP 2013, 1170, 1173.

6 Näher *Seibt/Wollenschläger* AG 2014, 593, 596.

7 *Seibt/Wollenschläger* AG 2014, 593, 598.

8 *Stoppel* (s.o. Fn. 2) S. 277.

9 *Langenbacher* (s.o. Fn. 1) § 17 Rn. 18.

B. Entwicklungen auf der Ebene der Europäischen Union

Die schon geschilderte MMVO erfasst auch den Bereich der Ad-Hoc-Publizität. Auch insoweit wird also ab 2016 in der Europäischen Union ein einheitliches Recht gelten.

C. Die Publizitätspflichten

1. Der Grundtatbestand

Gemäß Art. 17 Abs. 1 MMVO müssen Emittenten Insiderinformationen, die sie betreffen, sobald wie möglich bekannt geben. Die Veröffentlichung muss so erfolgen, dass die Öffentlichkeit schnell auf sie zugreifen kann.

2. Die Selbstbefreiung

Der Emittent kann sich von dieser umfassenden Veröffentlichungspflicht u.U. selbst befreien. Art. 17 Abs. 4 MMVO nennt folgende Voraussetzungen für die Selbstbefreiung:

Eine unverzügliche Offenlegung der Information würde die berechtigten Interessen des Emittenten beeinträchtigen.

Die Aufschiebung der Veröffentlichung führt nicht zu einer Irreführung der Öffentlichkeit.

Der Emittent kann die Geheimhaltung sicherstellen.

Ob – wie von Art. 17 MMVO verlangt – ein berechtigtes Interesse des Emittenten an dem Aufschub vorliegt, muss unter Abwägung der Interessen des Emittenten an der Geheimhaltung mit den Interessen der Öffentlichkeit an vollständiger Information abgewogen werden. Ein Überwiegen der Interessen des Emittenten wird etwa bei laufenden Verhandlungen angenommen oder auch, wenn sich der Emittent in einer schwierigen finanziellen Lage befindet¹⁰.

Die Verordnung sagt nichts zu der Frage, ob der Emittent einen Beschluss über die Selbstbefreiung fassen und dokumentieren muss, oder ob es ausreicht, dass die Tatbestandsmerkmale der Selbstbefreiung erfüllt sind. In dem bereits geschilderten Fall des Vorstandsvorsitzenden war dies von maßgeblicher Bedeutung. Der Europäische Wertpapier-

und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) verlangt im Bereich des momentan geltenden, insoweit durchaus vergleichbaren Rechts einen entsprechenden Entscheidungsprozess des Emittenten und eine Protokollierung der Entscheidung.

Sobald eine der Voraussetzungen für die Selbstbefreiung von der Veröffentlichungspflicht weggefallen ist, hat der Emittent die Veröffentlichung der Information nachzuholen. Wenn also z.B. die Vertraulichkeit nicht (mehr) gewahrt ist, muss der Emittent die Insiderinformationen offenlegen (Abs. 7). Schon wenn Gerüchte vorliegen, die der Tatsache im Kern entsprechen, fehlt es an der Vertraulichkeit.

3. Die Reaktion der deutschen Praxis

Das deutsche Recht entspricht wie auch das türkische schon jetzt sehr weitgehend der MMVO. Nach dem bereits geschilderten Urteil des EuGH, das auch Zwischenschritte in einem Entscheidungsprozess als Insiderinformationen ansah (Daimler Chrysler Fall), hatte man in der Bundesrepublik mit einem erheblichen Anstieg der Zahl der Ad-Hoc-Veröffentlichungen gerechnet. Erstaunlicher Weise war das nicht der Fall. Vielmehr ging die Zahl der Mitteilungen von 2008 – 2013 von 3037 auf 1681 zurück. Zugenommen hat aber die Zahl der Selbstbefreiungen von 218 auf 278. Auf 100 Ad-Hoc-Mitteilungen kommen heute also ungefähr 16, 2008 dagegen nur 7 Selbstbefreiungen. Wie die Zusammenhänge im Einzelnen sind, ist noch unklar.

D. Rechtsfolgen

Die Rechtsfolgen bei einem Verstoß gegen die Pflicht zur Ad-Hoc-Mitteilung ähneln denen bei einem Verstoß gegen das Verbot des Insiderhandels. Die Mindestgeldbuße ist etwas niedriger (2,5 Millionen Euro bzw. 2 % des jährlichen Umsatzes). Von dem sogenannten Naming and Shaming war schon die Rede. Nach deutschem Recht treten Schadenersatzpflichten hinzu.

¹⁰ Langenbucher (s.o. Fn. 1) § 17 Rn. 35, 36.