

## EL DELITO DE INSIDER TRADING EN ALEMANIA

The crime of insider trading in Germany

Peter Bongartz<sup>1 2</sup>

### RESUMEN

El autor realiza un estudio del tipo penal de Insider Trading en Alemania, revisando los antecedentes históricos, la normativa interna y comunitaria, resaltando los aspectos altamente técnicos de la prohibición, así como a las corrientes que aún hoy critican su existencia. Así mismo, se menciona el efecto de las investigaciones fiscales y sanciones que sí han tenido lugar en Alemania, destacando que la prohibición tiene efectos reales en los mercados.

**PALABRAS CLAVES:** Información privilegiada - criminalización de la información privilegiada - regulación financiera - mercado de valores.

### ABSTRACT

The author does a study related to the criminal law prohibition of Insider Trading in Germany, reviewing the historical backgrounds, the intern and European community regulation, and highlighting the highly technical aspects of the criminalization, as well as the movements that still now critic its existence. Also, is mentioned the effect of the prosecutions and sanctions that had taken place in Germany, showing that the criminalization has real effects in the markets.

**KEYWORDS:** Insider information - criminalization of the privileged information - financial regulation - stock Markets.

---

<sup>1</sup> ABOGADO DE LA RHEINISCHE FRIEDRICH-WILHELMS-UNIVERSITÄT BONN. LLM UNIVERSITÄT ZU KÖLN.

<sup>2</sup> Traducido del original en lengua inglesa por Javier Fernando Quiñones. Abogado. Maestrando en Derecho, Empresa y Justicia de la Universidad de Valencia. Summer School de la Georg-August-Universität Göttingen. Socio de Quiñones & Cía Abogados. Correo electrónico: javier@quinonesfirm.com

La adaptación de la forma de citado original al modelo APA, estuvo a cargo del Sr. Renzo Thomas Escribas Valero, a quien se le extiende el agradecimiento por su valiosa labor.

El delito de Insider Trading implica el uso de información interna en transacciones del Mercado de valores y queda claro que se trata de un término de los mercados financieros, propio del Mercado de Valores. El Insider Trading es un delito en Alemania y en la mayoría de los estados miembros de la Unión Europea, en tanto afecta el funcionamiento del Mercado de capitales.

#### **a. Definición del insider trading en Alemania**

Debido a la globalización, y la expansión del mundo de los negocios en los mercados globales, el comercio de acciones, bonos, derivados y otros instrumentos financieros está continuamente creciendo. En los años pasados, una especial forma de hacer negocios ha ganado considerable interés: el uso de información privilegiada<sup>3</sup>.

De acuerdo con estudios recientes, por ejemplo, un cuarto de todas las Fusiones y Adquisiciones (M&A) de las compañías listadas en bolsa están de alguna forma afectadas por el uso de información privilegiada<sup>4</sup>. Debe tenerse presente que el término Insider Trading es un término ambiguo, aplicable tanto para las conductas legales e ilegales.

El uso de información privilegiada legal se da cuando ciertos miembros internos de la empresa (como ejecutivos) compran o venden títulos valores de su propia compañía y reportan la transacción al regulador apropiado. En la percepción pública, sin embargo, el Insider

Trading está primariamente asociado con conductas ilegales<sup>5</sup>, definidas como las transacciones de individuos con información material de naturaleza no pública y adquirida de forma ilegal.

En la mayoría de jurisdicciones, información material es información que, desde la perspectiva de un inversor razonable, tendría aptitud para influir el curso de las negociaciones de valores. La información no es pública si no es accesible a una audiencia amplia de inversores, y así un número indefinido de personas<sup>6</sup>. Sin embargo, esta conducta ilegal es permitida en algunas jurisdicciones si no se obtiene un beneficio de la información que no es públicamente conocida. De otra parte, está también generalmente prohibido informar a otra persona sobre una información interna sin autorización o inducirlo a negociar valores sobre la base de la información interna o información objeto de insider trading. Debido a la exclusividad de su conocimiento, los internos o insiders son capaces de evadir pérdidas o alcanzar casi beneficios libres de riesgos.

Especialmente, cuando las Fusiones y Adquisiciones son anunciadas, un salto en el precio de la compañía afectada es generalmente de esperarse. Cuando se anuncian las ofertas públicas de adquisición, el salto del precio es frecuentemente alrededor del 20 al 30%. Este efecto puede ser explotado por internos realizando transacciones de valores de la

<sup>3</sup> THOMPSON, James H. (2013). A Global Comparison of Insider Trading Regulations. International Journal of Accounting and Financial: Macrothink Institute, Vol. 3, No. 1, p. 1. Recuperado de <http://www.macrothink.org/journal/index.php/ijafr/article/view/3269/2976>

<sup>4</sup> TOM HUDDLESTON, Jr. (June, 17th 2014). Study claims insider trading is more prevalent than previously thought. Fortune Magazine. Recuperado de <http://fortune.com/2014/06/17/insider-trading-study/> [Fecha de último acceso 25 de diciembre de 2018].

<sup>5</sup> MORRISON & FOERSTER LLP (2015). 2014 Insider Trading Annual Review. Morrison & Foerster LLP, p. 1. Recuperado de: <https://media2.mofo.com/documents/150211insidertradingannualreview.pdf>

<sup>6</sup> BENY, Laura N. & SEYHUN, Nejat (2012). Has Insider Trading Become More Rampant in the United States? Evidence from Takeovers. Law & Economics Working Papers: University of Michigan, Art. 50, p. 1. Recuperado de: [https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1160&context=law\\_econ\\_current](https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1160&context=law_econ_current)

compañía afectada, antes de que las fusiones y adquisiciones se hagan públicas<sup>7</sup>.

## I. LA HISTORIA DEL INSIDER TRADING EN ALEMANIA

El comienzo de la regulación relativa al uso de información privilegiada puede encontrarse en la Alemania de los años 1930. Los Estados Unidos de Norteamérica habían ya producido el primer marco legal contra las conductas de los insiders. Sin embargo, es hasta los 80's y 90's que más países siguieron la introducción de leyes de Insider Trading, en típica respuesta a escándalos<sup>8</sup>. Pero resulta que en la mayoría de los países entre la introducción de las leyes del Insider Trading, y la aplicación o el enforcement de tales leyes usualmente pasaron muchos años. De los 87 de 103 países investigados, que habrían establecido una ley de Insider Trading hasta 1999, ninguna investigación fiscal había tenido lugar en casi cincuenta años, sino hasta ese mismo año<sup>9</sup>.

### 1. El comienzo de la Ley de Insider Trading:

Sin embargo, la legislatura alemana intentó prevenir el Insider Trading incluso antes de la introducción de la Ley de Comercio de Títulos Negociables, a través de las famosas guías de Insider Trading emitidas en 1970 por la Comisión de Expertos en Bolsa de Valores, del Ministerio Federal de Economía ("Recomendaciones de la comisión de expertos en bolsa de valores en el Ministerio Federal de Economía para solucionar los así llamados problemas de insiders"), y que fueron revisadas por última vez en el año de 1988, aunque no

tuvieron mayores efectos prácticos por diversas razones.

De otro lado, las Guías de Insider trading no se trataban de leyes formalmente emitidas, sino de reglas voluntarias de conducta, que no fueron reconocidas por las cortes como parte de la práctica comercial. La mesa de examinadores, que fue formada con jueces experimentados y representantes de la economía en asuntos comerciales, que tuvo la tarea de monitorear el cumplimiento a las guías, tenía solo muy limitados poderes investigativos.

Medidas procedimentales esenciales como búsquedas, incautaciones o asistencia mutua con autoridades extranjeras no eran posibles en el inicio. El resultado fue un número pequeño de procedimientos iniciados por Insider Trading. Como resultado de esta realidad, mejoró considerablemente la popularidad y el pedido más fuerte en medios académicos de una provisión o disposición legal que prohibiera el Insider Trading, de acuerdo a los cánones de los modelos americano o británico.

Pero en ausencia de grandes y escandalosos casos de Insider Trading, este llamado estaba lejos de encontrar eco. Sólo con la introducción de la directiva europea 89/592/EEC en noviembre de 1989, y la necesidad de hacer el mercado financiero alemán más atractivo a los inversores internacionales, la situación cambió en la dirección de establecer la prohibición legal. A pesar de que la directiva europea no prohibía directamente el Insider Trading, si requería la implementación de reglas especiales sobre el Insider Trading en los estados

<sup>7</sup> BENY, Laura N. & SEYHUN, Nejat (2012). Has Insider Trading Become More Rampant in the United States? Evidence from Takeovers. Law & Economics Working Papers: University of Michigan, Art. 50, p. 23. Recuperado de: [https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1160&context=law\\_econ\\_current](https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1160&context=law_econ_current)

<sup>8</sup> LOREZ, K. & DOBRAUZ-SALDAPENNA, G. (2014): Die revidierte Schweizer Insiderhandels- und Marktmissbrauchsregulierung. Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht/Swiss Review of Business and Financial Market Law (SZW/RSDA), Jg., 2014, No. 1, p. 38. Recuperado de [https://www.researchgate.net/publication/325343385\\_Die\\_revidierte\\_Schweizer\\_Insiderhandels-\\_und\\_Marktmissbrauchsregulierung](https://www.researchgate.net/publication/325343385_Die_revidierte_Schweizer_Insiderhandels-_und_Marktmissbrauchsregulierung)

<sup>9</sup> BHATTACHARYA, Utpal & DAOUK, Hazem (2002). The World Price of Insider Trading. The Journal of Finance, Vol. 57, No. 1 (February), pp. 80-84.

miembros. Con la introducción de la regulación del Insider Trading, por la Ley de transacciones de valores negociables, Alemania fue el último país de la comunidad europea de aquel entonces, en prohibir el Insider Trading.

## 2. Un vistazo a las bases legales actuales

La versión actual de la Ley de Transacción de Valores Negociables (“Wertpapierhandelsgesetz” = WpHG) está basada en la directiva de Abuso de Mercado de/2003/6/ EC, que también sirve de herramienta para la interpretación de las normas europeas<sup>10</sup>.

Esta directiva fue transpuesta en ley alemana a través de la Ley de mejora de la Protección del Inversor (“Anlegerschutzverbesserungsgesetz” = AnSVG) en el 2004<sup>11</sup>. La WpHG puede ser dividida en las siguientes regulaciones<sup>12</sup>:

- Regulaciones diseñadas para prevenir el Insider Trading a través de prohibiciones e investigaciones fiscales (medidas represivas)
- Regulaciones estableciendo publicidad y reportando obligaciones (medidas preventivas)
- Regulaciones estableciendo un sistema de autoridad continúa de mercado.

Como palabras claves para la prohibición del Insider Trading, tal y como se encuentran definidas en el § 14 WpHG, pueden mencionarse las siguientes<sup>13</sup>:

- Documentación Interna (definida in § 12 WpHG).
- Información Interna (definida in § 13 WpHG).
- Internos o Insiders, con la diferenciación entre internos primarios y secundarios, distinción necesaria para sancionar, lo que, sin embargo, no constituye términos legales explícitos.

En consonancia, las transacciones de valores con el conocimiento de información interna (prohibición de transacciones), y el caso de la comunicación o hacer disponible información interna (prohibición de revelación), así como las recomendaciones o propuestas de adquirir o disponer de valores internos están prohibidas<sup>14</sup>.

Las provisiones legales en §§ 12-14 WpHG, en conjunto con las prohibiciones penales y de multas establecidas en los §§ 38 and 39 WpHG, constituyen el marco legal para la prohibición alemana del Insider Trading.

El monto y la naturaleza de lo asegurado en las sanciones de los §§ 38 y 39 WpHG dependen de la diferenciación entre insiders primarios y secundarios. De acuerdo a la sección 38 (1) No. 2a WpHG, los insiders primarios son aquellos que están involucrados en información interna en el contexto de una actividad particular. Esto puede ser debido a una posición organizacional (agente interno), a la participación (participación de un interno), o debido a una actividad, tarea o ocupación (iniciador del trabajo). Pero, incluso personas que tienen información interna debido a la preparación o

<sup>10</sup> KRETSCHMER, Joachim (2012). Das Verbot des Insiderhandels im Wertpapierhandelsgesetz. JURA – Juristische Ausbildung, Volume 34, No. 5, p. 381.

<sup>11</sup> VILLEDA, Gisella Victoria (2010). Prävention und Repression von Insiderhandel. Börsen- und kapitalmarktrechtliche Abhandlungen, hrsg. v. Horst Hammen, Bd. 8, Frankfurt am Main (Peter Lang-Internationaler Verlag der Wissenschaften), p. 55.

<sup>12</sup> MEMMINGER, Peter M. (1996). The New German Insider Law: Introduction and Discussion in Relation to United States Securities Law. Florida Journal of International Law, Vol. 11, No. 1, p. 194.

<sup>13</sup> KRETSCHMER, Joachim (2012). Das Verbot des Insiderhandels im Wertpapierhandelsgesetz. JURA – Juristische Ausbildung, Volume 34, No. 5, p. 381.

<sup>14</sup> BaFin (2013). Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 4. Auflage (4ta Ed.). Bonn, Frankfurt am Main, p. 30. Recuperado de: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl\\_emittentenleitfaden\\_2013.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_2013.html)



comisión de una ofensa (insiders criminales) son llamados insiders primarios.

Insider secundario es cualquier titular de información interna que no es un insider primario, y ha usualmente recibido información interna en base a una coincidencia<sup>15</sup>. En segundo lugar, el monto y tipo de sanción depende de la intencionalidad o la negligencia. En el caso de la tentativa, el perpetrador debe saber que es un valor interno y saber el potencial para influir el precio. En el caso de la adquisición o venta de valores propios, un encarcelamiento de hasta cinco años o una multa pueda ser impuesta.

Si títulos materia de Insider Trading son transferidos o materia de engaño, los primary insiders también serán castigados con encarcelamiento de hasta cinco años o multa. Los Insiders secundarios serán castigados con una multa de hasta 200 000 euros. En el caso de tentativa acorde al § 30 Ordnungswidrigkeitengesetz – normativa extrapenal- las compañías pueden ser multadas con hasta diez millones de euros.

En una frívola acción sin mayor intencionalidad, el encarcelamiento está limitado al máximo de un año o una multa. Sin embargo, el actor de ofensas penales frívolas sólo es considerado responsable de violaciones de la prohibición en la adquisición y venta de activos. Flagrantes violaciones de las revelaciones o recomendaciones y prohibiciones de infracciones pueden ser castigadas como una falta menor bajo el § 39 (2) no. 3 o el no. 4 de la WpHG<sup>16</sup>.

A diferencia de los Estados Unidos, ninguna acción civil o acción de accionista es posible en el evento de una infracción de la Ley de Insider Trading. Esto es una señal de que éste tipo de leyes son bastantes similares en muchos países<sup>17</sup>.

### 3. Regulaciones vinculadas a la Unión Europea

Como parte de una mayor elaboración de las reglas de Insider Trading la y legislación de abuso de Mercado, la Regulación de Abuso de Mercado (MAR por sus siglas en inglés) fue abierta después de la lentas, y controversiales discusiones al nivel de la Unión Europea en el 2014. El MAR fue transpuesta en derecho alemán por el legislador alemán con efecto desde el 2 de Julio del 2016.

Las ofensas penales y administrativas están escritas en la ley alemana §§ 38, 39 WpHG. El objetivo del MAR es unificar y mejorar la posición legal de la legislación de insider para poder crear un verdadero Mercado de capitales (Palabras claves: “Libro de reglas singulares” (Single Rulebook) y “Mercado de capitales europeos de la unión (European Capital Markets Union”).

## II. ANTECEDENTES DE LA LEY DE INSIDER TRADING

La ley de Insider Trading fue introducida en Alemania para regular el Mercado de capitales, proteger los inversores y disminuir los costos del capital. Adicionalmente, el Mercado alemán de capitales debía ser más atractivo para los inversores extranjeros.

<sup>15</sup> KRETSCHMER, Joachim (2012). Das Verbot des Insiderhandels im Wertpapierhandelsgesetz. JURA – Juristische Ausbildung, Volume 34, No. 5, p. 380.

<sup>16</sup> VILLEDA, Gisella Victoria (2010). Prävention und Repression von Insiderhandel. Börsen- und kapitalmarktrechtliche Abhandlungen, hrsg. v. Horst Hammen, Bd. 8, Frankfurt am Main (Peter Lang-Internationaler Verlag der Wissenschaften), p. 219.

<sup>17</sup> CALABA, Victor F. (2001). The Insiders: A Look at the Comprehensive and Potentially Unnecessary Regulatory Approaches to Insider Trading in Germany and the United States, Including the SEC's Newly Effective Rules 10b5-1 and 10b5-2. Loyola of Los Angeles International & Comparative Law Rev. 457, Vol. 23, No. 3, p. 473. Recuperado de <https://digitalcommons.lmu.edu/ilr/vol23/iss3/3/>

## 1. Regulación del mercado de capitales

Los objetivos regulatorios del mercado de capitales y en consecuencia del marco legal del Insider Trading son primariamente la protección funcional del Mercado de capitales, y la protección del inversionista. La protección funcional significa asegurar un Mercado de capitales en buen funcionamiento, que es de gran importancia, sobre todo, a fin de cubrir las necesidades financieras de compañías requiriendo el capital del mercado de valores y autoridades públicas.

Pero asegurar pensiones privadas también juega un rol decisivo aquí. Concordantemente, las leyes del Mercado de capitales deben crear las condiciones básicas para un funcionamiento de Mercado (funcionamiento institucional) y reducir los costos de transacción incurridos por los participantes del Mercado (funcionalidad operativa). Mientras más bajos son los costos, más grande el retorno a los inversionistas.

Adicionalmente, el mejor uso posible del capital a través de la alta transparencia de los Mercado y la mejor información posible para inversionistas debe ser asegurada (funcionamiento en uso de recursos), desde que los inversionistas solo ponen su capital a disposición si tienen confianza en que la equidad, estabilidad e integridad del mercado está garantizada. Sobre todo, el mismo material de información para todos los inversionistas es parte de la integridad del Mercado.

La protección del inversionista significa que la mayoría de los esfuerzos y medidas para la protección e igualdad asociada de oportunidades de inversionistas, a fin de crear confianza en el funcionamiento del Mercado de capitales. Porque si ésta confianza no puede ser garantizada, los inversores se apartan.

Esto por su parte, puede tener un impacto negativo en el crecimiento económico. La mayoría de regulaciones del Mercado de capitales dan lugar a la protección del total de

los inversionistas (protección institucional de inversionistas) en el primer plano y otorgan una capacidad legal o reclamar por daños al inversor individual (protección individual del inversionista) sólo en vulneración de ciertas obligaciones. En los años recientes, sin embargo, existe una tendencia creciente hacia la protección del inversionista individual. Ambos objetivos regulatorios del Mercado de capitales se entremezclan y en consecuencia es difícil diferenciarlos.

## 2. Reducción del “costo de equidad”

Desde que la literatura frecuentemente se refiere a la reducción de los costos del capital como el objetivo de la prohibición de Insider Trading, este aspecto es específicamente tratado aquí. Los costos de equidad o costos del capital juegan un rol mayor en los mercados financieros. Mientras más bajos son, más fácil es para las compañías financiarse así mismas a través del capital. En los mercados financieros donde el Insider Trading no se encuentra regulado y, en consecuencia, existe menos confianza en el Mercado, los externos frecuentemente se protegen a sí mismos reduciendo su exposición al Mercado y buscando mercados donde la camaradería hacia la explotación del Insider Trading es improbable. Esto tiene un efecto negativo en la liquidez del mercado y también lleva a valores más riesgosos de las acciones y en consecuencia precio general más bajo de las acciones del mercado de valores.

Precios más bajos resultan en costos más altos para las compañías en búsqueda de capital en el mercado de capitales. El costo de capital de las compañías está aumentando. Como resultado, el alto costo del capital puede convertirse en un obstáculo a las inversiones. Los estudios empíricos han mostrado que mientras los costos de capital en un país no cambian como resultado de la introducción de una ley de Insider Trading, sí caen luego de la primera actividad persecutora de la fiscalía. Por ejemplo, ha sido probado que el costo del capital es en promedio cinco por ciento menor,

si el Insider Trading es usado en un país. Esto puede ser explicado por el hecho que la confianza de los inversores depende del éxito del enforcement de las leyes de Insider Trading. En este aspecto, este trabajo también se enfocará en el enforcement de la prohibición de Insider Trading.

Se alega que la práctica del Insider Trading es un prerequisite para los mercados de capitales efectivos, desde que el Insider Trading lleva más rápidamente el precio de las acciones hacia verdaderos valores reputacionales y no daña a los inversores individuales (palabra clave: “crimen sin víctimas”). También se señala que el delito de Insider Trading no puede proteger la necesaria eficiencia de la información ni la eficiencia asociada en la distribución de recursos. En adición, Insider Trading puede ser visto como eficiente a nivel remunerativo, contribuyendo a la gobernanza corporativa efectiva a través de la mejora de ingresos como un incentivo por performance.

Desde que una profunda discusión de estas hipótesis iría más allá del enfoque de este trabajo, una detallada explicación y discusión de las perspectivas es omitida. Incluso si es posible encontrar argumentos que puedan plantearse contra una prohibición del Insider Trading, eso puede ser resumido en que los argumentos para la prohibición predominan. Al respecto, puede concluirse que las leyes de Insider Trading tienen una influencia positiva en el desarrollo de los mercados. El Juez Richard Holwell, que manejó uno de los casos más grandes de Insider Trading, también consideró que el Insider Trading era “un elemento fundamental de la sociedad democrática”. Desde una perspectiva social, el Insider Trading también es visto como algo positivo, desde que un enriquecimiento de los insiders es generalmente considerado algo reprehensible e injusto.

### III. ACCIONES PROHIBIDAS

En el caso de las transacciones de M&A que involucren compañías listadas, riesgos potenciales de responsabilidad surgen de las prohibiciones legales de Insider Trading bajo el Artículo 14 de la Regulación de Abuso de Mercado (MAR) (Regulación (EU) No. 596/2014) para la respectiva administración de las partes negociantes. Esta cubre tres hechos básicos:

- La prohibición de realizar o intentar realizar Insider Trading (Artículo 14 lit. a MAR, la llamada prohibición de Insider Trading),
- Recomendar a una tercera parte realizar Insider Trading o inducir a terceras partes a hacerlo (Artículo 14 (b) MAR, la llamada prohibición de referencia)
- La prohibición de exposición ilegal de información interna (Artículo 14 lit. c MAR, la llamada prohibición de exposición).

Lo que es una transacción con información interna se encuentra incluido en Art. 8 MAR. El objetivo de la norma es cualquier persona natural o jurídica que tenga información interna. El Insider Trading es sancionable bajo las bases del § 38 (3) WpHG y el Art. 30 (1) MAR. Debido a que éste artículo está vinculado al derecho internacional, está enfocado en la regulación de abuso de mercado y no en la WpHG, a pesar de lo que los hechos materia de prohibición en ambas normas son más o menos similares.

#### 1. Estructura de la prohibición en la regulación de abuso de mercado

La prohibición de realizar Insider Trading, de recomendar o inducir a terceras partes, así como la exposición ilegal de información interna puede ser encontrada en el Art. 14 MAR. Qué es información interna es tratado en el Art. 7 MAR, y lo que es un negocio interno está regulado en el Art. 8 MAR. La distinción entre la violación de la prohibición de Insider Trading en concordancia con el Art. 14, 8

MAR, y actos legítimos se encuentra en el Art. 9 MAR. Una especificación del inadecuado develamiento de la información interna – referida por el MAR como "exhibición ilegal" es provista por el Artículo 10 MAR y el Artículo 11 MAR, que contiene excepciones para sondeos de mercado en el período previo a las operaciones del mercado de capitales.

## 2. Objetivo y enfoque espacial

Acorde al Art. 8 (1) frase 1 MAR, una transacción de insiders debe vincularse a "financial instruments" o instrumentos financieros. De forma que valores, instrumentos del mercado de dinero, unidades de fondos de inversión, derivados y otros instrumentos caen bajo el término valores internos.<sup>18</sup> Adicionalmente, el requerimiento de calidad del documento interno o de aptitud para ser objeto de Insider trading, es que los instrumentos financieros sean "admitidos al comercio en un mercado regulado" o que ellos han sido presentados para admisión para el comercio en un mercado regulado.

## 3. Información interna

La información interna es definida de forma general en el Art. 7 (1) lit. a MAR y en el lit. b y c en relación a "commodity derivatives"<sup>19</sup> (derivados de materias primas) o permisos de

emisión. Sin embargo, el concepto de información interna permanece consistente tanto para información interna como para "publicidad ad hoc"<sup>20</sup>, en tanto las propuestas de la comisión basadas en derecho inglés, para extender la información interna hacia la llamada "información relevante" no han prevalecido<sup>21</sup>.

### a. Información precisa

El elemento básico de la información interna es "información precisa que no es de carácter público que directa o indirecta afecta uno o más emisores o uno o más instrumentos financieros, y si se convierte en información de conocimiento público, debe ser posible que el precio del instrumento financiero o del precio derivativo asociado pueda influenciar significativamente en instrumentos financieros".

Incluye "juicios o previsiones verificables de valor". Es menos el juicio de valor o el dictamen, en particular el dictamen jurídico, el consejo, la recomendación o el asesoramiento como tales, sino más bien que una determinada persona provea un cierta opinión o un juicio de valor específico sobre una operación en particular<sup>22</sup>. Opiniones, puntos de vista, consejos y recomendaciones también pueden contener un núcleo de hecho, como la

<sup>18</sup> STENZEL, Roman (2017). Managementbeteiligungen und Marktmissbrauchsverordnung. DStR - Deutsches Steuer Recht, No. 15, pp. 883-884.

<sup>19</sup> Nota del Traductor: Los derivados de materia prima son instrumentos financieros complejos. Es un concepto general que cubre opciones, futuros, "swaps", entre otros. El valor de un derivado es determinado por el valor del activo que subyace a él, en este caso por materia prima. La función de estos instrumentos es controlar el precio fluctuante de los derivados, y el riesgo inherente a él.

<sup>20</sup> Nota del Traductor: Se conoce como publicidad ad hoc a las comunicaciones relativas a hechos que puedan afectar el precio de las acciones de una empresa. El propósito es asegurar que los emisores provean el público con información clara, completa y verdadera en eventos significativos que pueden afectar su actividad económica.

<sup>21</sup> KOCH, Philipp (2011). § 15, Rz. 3. En: Europäisches Kapitalmarktrecht, editado por Rüdiger Veil; LANGENBUCHER, Katja (2013). NZG: Zum Begriff der Insiderinformation nach dem Entwurf für eine Marktmissbrauchsverordnung. En: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2013, pp. 1401-1402; LANGENBUCHER, Katja (2014). Über die allmähliche Verfertigung des Gesetzes beim Regulieren-Der Begriff der Insiderinformation nach der Marktmissbrauchsverordnung-ÖBA 2014. En: Österreichisches Bankarchiv, pp. 656, 660; POELZIG, Dörte (2016). Die Neuregelung der Offenlegungsvorschriften durch die Marktmissbrauchsverordnung. NZG-Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2016, pp. 761, 764.

<sup>22</sup> ASSMANN, Heinz-Dieter & SCHNEIDER, Uwe H. (Eds.)(2012). § 13 WpHG Rz. 13. En: Wertpapierhandelsgesetz: Kommentar. Hrsg. von Heinz-Dieter Assmann and Uwe H. Schneider, 6. Aufl. (6ta Ed.), Köln (Otto Schmidt) 2012.



declaración de que "la situación de las ganancias es mejor que en el mismo cuatrimestre del año pasado".

### **b. Falta de conciencia pública**

Además de la existencia de "información precisa", el requisito previo para la información privilegiada es que "no se conozca públicamente". Aunque la MAR utiliza la "conciencia pública", no la define. Los considerandos tampoco dan ninguna indicación de su interpretación. Con respecto al texto en inglés ("made public") y los requisitos del artículo 17 MAR sobre el cumplimiento de la publicidad ad hoc y el principio de igualdad de acceso que persigue el MAR, una información es sólo públicamente conocida, si es conocida por el "público amplio del mercado de capitales" y no sólo una "masa crítica de inversores profesionales".

Sin embargo, no es necesario que el "público en general" tenga conocimiento de la información. Esto hace que sea cuestionable si la publicación de información privilegiada en canales que son esencialmente sólo accesibles a inversores profesionales como Bloomberg o Reuters puede todavía considerarse suficiente. Una respuesta a esta pregunta problemática no existe todavía<sup>23</sup>.

### **c. Referencia de documentación del emisor o documentos internos**

La información precisa que no se conozca públicamente debe referirse, según el Art.7 (1) lit. un MAR, "directa o indirectamente" a uno o más emisores o instrumentos financieros. Por

ejemplo, la información debe estar relacionada con el emisor si está relacionada con la posición financiera, los resultados de las operaciones, las operaciones o la estructura del emisor, ya sea interna o externa. Los ejemplos incluyen aumentos de ingresos, contratos especiales, utilización de la capacidad<sup>24</sup>, cambios en la estructura empresarial, invenciones, investigaciones, decisiones judiciales u ofertas de adquisición, pero también cambios significativos en la composición de los órganos corporativos.

Una referencia a un documento interno debe darse cuando la información se vincula a la negociación de un título en particular. Un ejemplo de esto es el nivel de cumplimiento normativo en la bolsa de valores<sup>25</sup>, las medidas de mantenimiento de precios<sup>26</sup>, los cambios en el ratio de dividendo, cancelaciones o rescate de bonos, así como la suspensión de precios prevista<sup>27</sup>.

### **d. Posibilidad de influenciar precios significativamente**

De acuerdo con el Art. 7 MAR, la información privilegiada es sólo aquella información sobre circunstancias que no se conocen públicamente que "si llegaran a ser de conocimiento público, probablemente influirían significativamente en el precio de los instrumentos financieros". El artículo 7, apartado 4, del MAR sustenta además la cuestión de la adecuación para la manipulación material de los precios afirmando que se refiere a la información "que un inversor razonable probablemente utilizaría como parte de la base de sus decisiones de inversión"<sup>28</sup>.

<sup>23</sup> BaFin (2013). Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 4. Auflage (4ta Ed.). Bonn, Frankfurt am Main, sub. III.2.1.2., p. 34. Recuperado de: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl\\_emittentenleitfaden\\_2013.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_2013.html)

<sup>24</sup> Nota del Traductor: La utilización de la capacidad es la medida en que una empresa o un país utiliza su capacidad productiva instalada.

<sup>25</sup> CLAUSSEN, Carsten Peter (1996). Insiderhandelsverbot und Ad hoc-Publizität: Praktikerhinweise und -empfehlungen für Emittenten, Anleger, Banken, Wertpapierdienstleister und ihre Berater. Köln: O. Schmidt, 1996, No. 76.

<sup>26</sup> KOCHER, Dirk (2013). Ad-hoc-Publizität und Insiderhandel bei börsennotierten Anleihen. WM 2013, pp. 1305, 1308.

<sup>27</sup> TIPPACH, Stefan (1993). Marktdaten im künftigen Insiderrecht?. En: WM 1993, pp. 1269, 1271.

<sup>28</sup> LANGENBUCHER, Katja (2014). Über die allmähliche Verfertigung des Gesetzes beim Regulieren-Der Begriff der Insiderinformation nach der Marktmissbrauchsverordnung-ÖBA 2014. En: Österreichisches Bankarchiv, pp. 656, 660;

A pesar de los extensos debates en torno a lo que constituye un "inversor razonable" y la interpretación muy diferente por parte de los reguladores de toda Europa, ni el MAR ni los reglamentos específicos de la Comisión han definido, o al menos explicado, el término. ¿Es el inversionista comunicativo un "lego en negociaciones de valores", un "inversionista medio", o una persona "que piensa y se comporta de una manera racional"<sup>29</sup>. Debe ser cierto que la noción de inversor razonable exige a los inversores irracionales, en cualquier caso. Sin embargo, a efectos prácticos, el término "inversor" tampoco puede sobreestimarse, ya que, tras la exclusión de los inversores irracionales, las restantes categorías de posibles grupos de inversores llegarán regularmente a una conclusión comparable al evaluar un hecho con información privilegiada.

#### 4. Insiders y negocios de insiders

El MAR siempre dirige sus prohibiciones a todo tipo de iniciados. Las regulaciones de §§ 119, 120 WpHG en consecuencia sólo diferencian entre la embestida intencional y la negligencia. El MAR define el insider como "una persona con información privilegiada", indirectamente dentro de la definición del negocio de información privilegiada. Sin el uso del concepto de información privilegiada primaria o secundaria, el artículo 8 (4) del MAR distingue materialmente entre ellos, así en el subpárrafo 1. Los insiders primarios are listados (internos corporativos, internos participativos, Insider ocupacional, ofensor interno) y en el apartado 8 (4) del subpárrafo 2 MAR los miembros secundarios se describen como "toda persona que posea información privilegiada en circunstancias distintas del apartado 1". Sin embargo, un requisito previo para la existencia de un insider secundario es que este último sepa

o deba saber que la información es información interna.

#### a. Miembros de los Órganos corporativos

Según el artículo 8, párr. Cuatro 1 lit. MAR se trata de un insider que tiene información privilegiada "porque es miembro del órgano administrativo, de gestión o de supervisión del emisor o del participante en el mercado de derechos de emisión". En Alemania, esto significa que todos los miembros del Consejo de administración de las empresas están incluidos. Los socios personalmente responsables ya no son nombrados expresamente, pero es probable que estén autorizados a actuar con regularidad como directores principales. Sin embargo, los no ejecutivos con la condición de socios generales autorizados no están sujetos a esta categoría. Sin embargo, el requisito previo para ser un Organ Insider es que se tenga la información privilegiada porque es un miembro de la Institución. Se excluye la información puramente privada.

#### b. El llamado "Participation Insider" o "Insider Participativo"

Según el artículo 8, párr. Cuatro 1 lit. b MAR es un Insider Participativo quien tiene información privilegiada porque "participa en el capital del emisor o del participante en el mercado de emisión de acciones". El importe de la participación es básicamente irrelevante, pero de hecho se convierte en significativo porque la participación debe ser causal para la adquisición de información del inversor, que excluirá las participaciones más pequeñas sobre una base regular. Es muy probable que la cualificación como socio en la participación sea importante para las participaciones más

LANGENBUCHER, Katja (2013). NZG: Zum Begriff der Insiderinformation nach dem Entwurf für eine Marktmissbrauchsverordnung. En: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2013, pp. 1401, 1405.

<sup>29</sup> LANGENBUCHER, Katja (2013). NZG: Zum Begriff der Insiderinformation nach dem Entwurf für eine Marktmissbrauchsverordnung. En: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2013, pp. 1401, 1405.

pequeñas en el marco de las agrupaciones familiares o de accionistas.

### c. El llamado Insider Profesional u Ocupacional

Según el artículo 8, párr. Cuatro 1 lit. c MAR es un insider profesional el que "tiene acceso a la información en cuestión a través de la realización de un trabajo o profesión o la realización de deberes". Este grupo de insiders es muy amplio y existe un amplio consenso en el sentido de que las esferas del trabajo, la ocupación y el desempeño de las tareas no pueden distinguirse con precisión unas de otras. Además, es indiscutible que no hay necesidad de relaciones contractuales entre el insider y el emisor del documento interno<sup>30</sup>. El trabajo, la profesión o el cumplimiento de tareas, sin embargo, debe ser la causa de la adquisición de conocimiento. Debido a la conexión causal, sólo se retira la información privilegiada, cuando su adquisición se vincula a motivos de carácter privado<sup>31</sup>. El elemento constitutivo de la determinación del conocimiento no es necesario.

### d. Offense Insider o Insider Ofensor

Por último, como persona con información privilegiada, MAR define a una persona que posee información privilegiada porque está "implicada en actos criminales" (offense insider). En este caso, el autor no tiene ninguna relación con el emisor ni con el comercio de valores con información privilegiada, razón por la cual se deja el sistema de información privilegiada. Este grupo de personas fue incluido originalmente debido a que se sospechaba que las operaciones con

información privilegiada podrían haber sido llevado a cabo en relación con el ataque en Nueva York 9/11/2001 por organizaciones terroristas que sabían sobre el ataque planeado<sup>32</sup>. Es suficiente que el insider está "implicado" en actos criminales. Esta redacción es más amplia que la de la WpHG, donde el principal informante era sólo quien tenía la información interna "debido" a un crimen<sup>33</sup>. Este grupo de iniciados prácticamente no ha ganado importancia en la práctica. Sin embargo, fue espectacular el ataque al único equipo de fútbol listado en Alemania, el Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA (BVB)<sup>34</sup>, cuando tras haber adquirido una opción de compra el ciudadano ruso-alemán Sergej W atacó el bus del equipo con la esperanza de que las lesiones a los jugadores hicieran bajar las acciones, lo que según estimados podría haberle hecho ganar hasta 3 millones de euros.

### e. Insider Secundario

Sin la utilización expresa del concepto de insider secundario o secondary insider, el apartado a) del párrafo 4) del artículo 8 define esto como " toda persona que proporcione información interna en circunstancias distintas de las previstas en el apartado. 1 y sabe o debe saber que esto es información interna". Abarca a cualquier persona que es consciente de un hecho interno, incluso si el conocimiento adquirido no está cubierto por las condiciones establecidas en el párrafo segundo del Artículo 8 (4) 1 MAR. Si, por ejemplo, un potencial inversor interno gana conocimiento interno, pero esto no es causalmente debido a su

<sup>30</sup> CASPARI, Karl-Burkhard (1994). Das geplante Insiderrecht in der Praxis, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht-ZGR 1994, pp. 537, 538; HOPT, Klaus J. (1995). Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz. ZHR 159 (1995), pp. 135,145.

<sup>31</sup> EICHELE, Hans (1997). Finanzanalysten und Wirtschaftsjournalisten als Primärinsider. Wertpapiermitteilungen-WM 1997, pp. 501-502.

<sup>32</sup> FRANKFURTER ALLGEMEINE ZEITUNG (July, 25th 2004), No. 170, p. 17.

<sup>33</sup> ALTENHAIN, Karsten & HIRTE, Heribert (2007). § 38 WpHG num. 75. En: Kölner Kommentar zum WpHG-Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz, Heymanns, Köln, 2007.

<sup>34</sup> BÖRSEN-ZEITUNG, Zeitung für die Finanzmärkte (April, 4th 2017), No. 78, pp. 1,3.

participación, él es sin embargo insider (secundario). Sin embargo, es necesario que sepa o tenga que saber que se trata de una información interna. Dado que las prohibiciones del artículo 14 del MAR se aplican indiscriminadamente a todos los insiders y no diferencian entre iniciados primarios y secundarios, la importancia de la distinción entre iniciados primarios y secundarios ha disminuido considerablemente.

En última instancia, la única diferencia entre los iniciados primarios y secundarios es que los miembros del órgano, los participantes, los profesionales y los ofensores no pueden depender de no tener conocimiento de la calidad de la información de información interna<sup>35</sup>.

## 5. Prohibición interna

El MAR incluye tres prohibiciones esenciales de información privilegiada, la prohibición de utilizar información privilegiada, la prohibición de comunicación y la prohibición de recomendación. Las Prohibiciones se enumeran en el artículo 14 MAR.

### a. Prohibición de usar informar proveniente del Insider Trading

Artículo 14 lit. a MAR prohíbe "hacer transacciones con información privilegiada e intentar hacerlo". En la primera oración del artículo 8 (1) MAR se define el comercio con información privilegiada como "cuando una persona tiene información privilegiada y la utiliza para su propia cuenta u otra, directa o indirectamente vinculada a instrumentos financieros a los que la información se refiere, en relación a ventas o adquisiciones". El segundo párrafo del Art. 8 MAR extiende el término uso a "cancelar o modificar una orden

en relación a un instrumento financiero al cual la información se refiere si la orden fue emitida antes de que la información interna fuera obtenida".

Por lo tanto, las acciones de utilización pueden ser la adquisición, la venta o la cancelación / modificación de una orden de compra o venta. El WpHG utilizó igualmente los términos de adquisición o disposición, de modo que para estos términos el conocimiento existente pueda continuar. Según la opinión predominante, la celebración de un contrato de derecho era suficiente para una adquisición o venta y no involucraba la ejecución en sí misma<sup>36</sup>. Esto se justifica por el hecho de que de otro modo serían concebibles las estructuras, en las que, debido a la falta de una transferencia real de la propiedad, el elemento constitutivo quedaría vacío debido a la variación de la titularidad, por tanto, posiblemente surgiría una laguna en la responsabilidad penal<sup>37</sup>.

### b. Prohibición de recomendación

La prohibición de recomendación del Art. 14 lit. b MAR se especifica en el párrafo 2 del artículo 8. 2 y 3 MAR. A partir de entonces, la prohibición requiere que el referente tenga información interna, dé al comprador recomendaciones de disposición a terceros, recomiende que el tercero cancele o modifique una orden que ya ha dado, o se refiera a un documento interno (sólo cuando hay una recomendación).

La presentación de la recomendación "sobre la base de información privilegiada" corresponde a la utilización de información privilegiada en el caso de la prohibición de uso. Si el tercero sigue la recomendación del informante, utiliza

<sup>35</sup> BACHMANN, Gregor (2015). Das Europäische Insiderhandelsverbot. Walter de Gruyter (1era Ed.), pp. 16, 31, 38.

<sup>36</sup> ASSMANN, Heinz-Dieter & SCHNEIDER, Uwe H. (Eds.) (2012). § 14 WpHG num. 12. En: Wertpapierhandelsgesetz: Kommentar. Hrsg. von Heinz-Dieter Assmann and Uwe H. Schneider, 6. Aufl. (6ta Ed.), Köln (Otto Schmidt) 2012.

<sup>37</sup> HARTMANN, Jörg (1999). Juristische und ökonomische Regelungsprobleme des Insiderhandels: Eine rechtsvergleichende Darstellung USA-Deutschland. Peter Lang-Europäischer Verlag der Wissenschaften, p. 231.; Soesters, Insiderhandelsverbote, p. 151.



la información interna de conformidad con el artículo 14, lit. a MAR. No obstante, sólo si está consciente o debería haber sabido que la recomendación se basa en información privilegiada. La prohibición de la recomendación se aplica igualmente a las personas que tienen acceso a información privilegiada en condición de insiders primarios y secundarios. En el caso de estas últimas en virtud del Art. 8 (4) MAR, sin embargo, sólo si él es consciente de la calidad de la información como información privilegiada o debería haber sido consciente de ella. Sin embargo, la prohibición aún no contempla la recomendación a la tercera parte de abstenerse de realizar una transacción sobre el documento de información privilegiada, de modo que se permite una "recomendación de omitir"<sup>38</sup>.

### c. Prohibición de divulgación

La prohibición de revelar información en el Art. 14 lit. C MAR se especifica en el Art. 10 MAR y para el caso especial de sondeo de mercado en el Art. 11 MAR. La prohibición de revelar información ilícita con arreglo al apartado 1) del artículo 10 2 MAR se aplica tanto a los iniciados primarios como secundarios en el sentido del Art. 8 (4) MAR.

Según el artículo 10 (1) MAR, toda divulgación de información privilegiada es ilegal, a menos que "la divulgación sea en el curso ordinario del empleo, profesión o desempeño normal de funciones". Esto prohíbe la "comunicación no autorizada o puesta a disposición" de información privilegiada. El término "divulgación", tal como es utilizado por el MAR, abarca tanto la "comunicación" como la "disponibilidad". Una disponibilidad es, por ejemplo, la entrega de archivos o el paso de una contraseña<sup>39</sup>.

### d. Excepciones a la prohibición de uso y recomendación

La prohibición de uso y recomendación del Art. 14 y 8 MAR, Art. 9 MAR establece cinco grupos de excepciones:

- Operaciones de cobertura<sup>40</sup>
- Creación de mercado
- Cumplimiento de una obligación debida.<sup>41</sup>
- Adquisición de una empresa o de una combinación de empresas
- Información interna auto-creada<sup>42</sup>

Esto debe considerarse en el contexto de la presunción del considerando 24 MAR, en el que se afirma que debe suponerse que los actos

<sup>38</sup> ASSMANN, Heinz-Dieter & SCHNEIDER, Uwe H. (Eds.) (2012). § 14 WpHG num. 126. En: Wertpapierhandelsgesetz: Kommentar; BaFin (2013). Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 4. Auflage (4ta Ed.). Bonn, Frankfurt am Main, sub. IV.2.2.2.2, p. 41. Recuperado de: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl\\_emittentenleitfaden\\_2013.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_2013.html)

<sup>39</sup> Bundestag - Drucksache 12/6679 (BT-Drucks. 12/6679) del 27.01.1994. Drucksache des deutschen Bundestages vom 27.01.1994, p. 47; SETHE, Rolf (2006). Die Verschärfung des insiderrechtlichen Weitergabeverbots, ZBB-Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2006, p. 243.

<sup>40</sup> VICIANO-GOFFERJE, Martin & CASCANTE, Christian (2012). Neues aus Brüssel zum Insiderrecht - die Marktmissbrauchsverordnung - Untersuchung der Vorschläge der Kommission zur Reform des Insiderhandelsverbots, insbesondere im Hinblick auf für M&A-Transaktionen relevante Sachverhalte, NZG 2012, pp. 968, 974; SEIBT, Christoph & WOLLENSCHLÄGER, Bernward (2014). Revision des Marktmissbrauchsrechts durch Marktmissbrauchsverordnung und Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Marktmanipulation-AG 2014. Die Aktiengesellschaft 2014, pp. 593, 597.

<sup>41</sup> SEIBT, Christoph & WOLLENSCHLÄGER, Bernward (2014). Revision des Marktmissbrauchsrechts durch Marktmissbrauchsverordnung und Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Marktmanipulation-AG 2014. Die Aktiengesellschaft 2014, pp. 593, 597; POELZIG, Dörte (2016). Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchs-recht. NZG-Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2016, pp. 528, 533.

<sup>42</sup> VICIANO-GOFFERJE, Martin & CASCANTE, Christian (2012). Neues aus Brüssel zum Insiderrecht - die Marktmissbrauchsverordnung - Untersuchung der Vorschläge der Kommission zur Reform des Insiderhandelsverbots, insbesondere im Hinblick auf für M&A-Transaktionen relevante Sachverhalte, NZG 2012, pp. 968, 975.

prohibidos son realizados por los propietarios de información interna, usando la misma<sup>43</sup>.

### **i. Operaciones de cobertura**

La presunción del uso de información privilegiada excluye las llamadas transacciones de cobertura bajo el Art. 9 (1) MAR. El requisito previo para ello es que (i) una persona física actúe por una persona jurídica si (ii) la persona física actúa a través de "murallas chinas" (o en exagerada corrección política: pantallas éticas), de los demás empleados de la entidad jurídica que poseen el conocimiento interno, (iii) las murallas chinas aseguran efectivamente que la persona física no está en posesión de la información interna, y que (iv) la entidad jurídica no influye o incita a la persona física o hace recomendaciones a la transacción en relación al documento de información privilegiada

### **ii. Creación de mercado**

El Art. 9 (2) MAR presume el tipo de uso de información privilegiada que hace el mercado. La excepción es que es a un market creator de los instrumentos financieros a los que se refiere la información privilegiada, o una persona autorizada como contraparte de los instrumentos financieros (especialmente una Contraparte Central, una CCP), y que por tanto realiza un uso distinto al standart. Otra condición es que "la adquisición o la venta era lícita en el curso normal de su actuación como creador de mercado o contraparte del instrumento financiero en cuestión". La anulación de pedidos en el sentido del Art. 8 (1) frase 2 MAR, no se menciona, pero debe suponerse que esta variante del beneficio también debe quedar exenta de la validez de la presunción. El creador de mercado es una persona "que en forma continua indica en los mercados financieros su voluntad de comerciar por su propia cuenta a sus propios precios

mediante la compra y venta de instrumentos financieros utilizando su propio capital". Igualmente, excluida de la presunción de utilización de información privilegiada está, según el artículo 9 (2) lit. B) la ejecución de contratos para terceros, si se ha concedido una autorización y dicho contrato de tercero se ejecuta legalmente en el curso normal de empleo, ocupación o funciones. Esto abarca, en particular, la Comisión y las operaciones de precio fijo de los bancos, si un tercero hace órdenes con el banco.

### **iii. Cumplimiento de una obligación debida**

Otra excepción a la presunción de uso de la información privilegiada es la que el artículo 9 (3) del MAR provee para las transacciones de cumplimiento de una obligación que se ha convertido en un deber si ellas son realizadas "de buena fe y no con el fin de eludir la prohibición de las operaciones con información privilegiada". Sin embargo, la condición es que el compromiso se base en el período anterior a la recepción de la información privilegiada, o que la transacción sirva para cumplir con un requisito legal o regulatorio que surgió antes de la recepción de la información privilegiada.

### **iv. Tomar el control de una compañía o de una combinación de negocios**

El artículo 9, apartado 4, MAR excluye la información privilegiada derivada de la presunción de utilización de la información privilegiada adquirida en relación con la adquisición de una empresa o de una combinación de empresas sobre la base de una oferta pública, si dicha información privilegiada se utiliza exclusivamente para la combinación de negocios o para continuar la adquisición sobre la base de una oferta pública", siempre que en el momento de la aprobación

<sup>43</sup> KIESEWETTER, Matthias & PARMENTIER, Miriam (2013). Verschärfung des Marktmissbrauchsrechts - ein Überblick über die neue EU-Verordnung über Insidergeschäfte und Marktmanipulation. Betriebs-Berater 2013, No. 40, pp. 2371, 2373.

de la combinación de negocios o de la aceptación de la oferta por los accionistas de la empresa en cuestión, toda la información interior se ha hecho pública o de otra manera haya perdido el carácter de información privilegiada".

De acuerdo con el texto claro del párrafo 4 del Artículo 9. 2 MAR la mera constitución de la inversión no está sujeta a la retirada de la presunción de uso. Es fundamental para la excepción en las ofertas públicas de adquisición que tanto el proceso de adquisición de información privilegiada ("en el curso de la toma de un negocio o combinación de negocios basada en una oferta pública") sea cumplida en el momento de la aprobación de la operación de negocios o la aceptación de la oferta, la (antigua) información privilegiada es ahora completamente de conocimiento público. Tales serían las consecuencias resultantes para las situaciones de toma de posesión.

#### **v. Información interna auto-creada**

A diferencia del BGH, el ECJ y el legislador europeo también ven en la información interna auto-creada, por ejemplo, en la forma de una intención de adquisición, información interna. En conjunción con la suposición del uso de información privilegiada, esto a menudo llevaría a la completa imposibilidad de planes propios, por temor a las consecuencias. Por consiguiente, el artículo 9, apartado 5, del MAR y el 31 establecen que la propia decisión de adquirir o disponer de los instrumentos financieros "no constituye en sí misma el uso de información privilegiada". Esto está en consonancia con el 31 MAR, en el que se establece que la implementación de decisiones propias no debe considerarse una explotación de la información privilegiada. Esto es especialmente importante para la construcción de paquetes y las transacciones de adquisición.

#### **6. Insider trading en la práctica**

En la práctica, los movimientos perceptibles de

los precios se observan a menudo antes del anuncio oficial de información privilegiada en los mercados de valores. Sin embargo, las investigaciones de la BaFin (Autoridad Federal Alemana de Supervisión Financiera) rara vez dan lugar a fallos ante los tribunales. Además, los límites entre la información que influye en los precios y la información que no es sensible a los precios son cambiantes y a menudo son mal valorados por los insiders.

Uno de los pocos y al mismo tiempo más conocidos ejemplos de comercio de información privilegiada fue la explotación de una ventaja de información por el entonces jefe de IG Metall Franz Steinkühler en 1993. Como miembro de la Junta de supervisión de Daimler-Benz AG, era consciente de que se estaba por producirse un intercambio de acciones de Mercedes. Era previsible para él que, con el anuncio de esta información, el precio de la acción de Mercedes aumentaría significativamente. Por lo tanto, aconsejó a familiares que compraran estas acciones. Esta medida no tuvo consecuencias jurídicas, ya que sólo a partir del 1º de agosto de 1994 se tipificó como delito la utilización de las ventajas de la información en el comercio de acciones. Alrededor de un año, después de la entrada en vigor de la disposición sancionadora, se realizó en Alemania el primer juicio por el tráfico de información privilegiada.

En el caso de las operaciones con información privilegiada conocidas en Alemania durante el 2000, puede destacarse el caso de Infomatec. Recientemente, el comercio ilegal de información privilegiada ha aumentado considerablemente. Por ejemplo, la autoridad de supervisión Financiera BaFin examinó 42 nuevos casos iniciados en 2013, un buen 50% más que en el 2012. El número de casos sospechosos siguió aumentando en 2014, según la BaFin.

Pero estos son sólo casos oficialmente conocidos. De hecho, el organismo supervisor

está siguiendo el negocio ilegal de los iniciados. Durante mucho tiempo, los especuladores criminales han ido mejorando técnicamente. En el sistema informático de comercio, una ventaja de información de segundos es suficiente para desviar las ganancias. Esto es mucho más fácil si los acuerdos son manejados a través de plataformas de negociación anónimas.

Esa información secreta se filtró una y otra vez, es obvio. Demasiados “confidentes” tienen acceso a los asuntos internos en las empresas: gerentes, secretarios, bancos, contadores, consultores de negocios, administradores de activos, y todas las personas que están cerca de los empleados de la empresa. Incluso los políticos pueden ser una fuente de información privilegiada. Günther Oettinger, el entonces primer ministro de Baden-Württemberg, comentó en una recepción de año nuevo en enero de 2009 que la empresa de software SAP quería reducir puestos de trabajo. En realidad, esta información sólo iba a ser anunciada en una conferencia de prensa al día siguiente. Oettinger fue investigado por sospecha de tráfico de información privilegiada y violación de las obligaciones de información. Sin embargo, según el Consejo de supervisión de BaFin, el comentario de Oettinger no estuvo vinculado a movimiento de acciones, por lo que el caso se desestimó.

Las ofertas de información privilegiada ya no son sólo embolsadas en rondas de hombres perezosos o en un juego en el campo de golf. El lado oscuro del mercado de valores se ha vuelto más profesional y automatizado. Por ejemplo, las personas con información privilegiada utilizan fondos oscuros, plataformas de negociación de los bancos, donde los compradores y vendedores de valores permanecen anónimos para sus operaciones. De esta manera, no es posible hacer un seguimiento de quién se ha retirado de las ofertas poco antes de la publicación de un mensaje de variación o modificación de precios.

Gracias a las poderosas computadoras ya son suficientes segundos para desviar con base en el conocimiento surgido del Insider Trading. Cuando el gigante de software SAP anunció el 16 de enero a las 16:06 que el almacén de grandes volúmenes de datos en Europa estaba haciéndolo mejor de lo esperado, los números se habían filtrado en EE.UU seis minutos antes. Un emprendedor inversionista había acumulado para las 16:05, en la Bolsa de Frankfurt, varios miles de acciones de SAP, y las vendió de nuevo poco después del mensaje. El Walldorfer no es la primera sospecha de que los insiders han obtenido beneficios ilegales. Ya a finales del decenio de 1990, el regulador financiero investigó las transacciones sospechosas en acciones de SAP. En 1998, la Fiscalía de Frankfurt presentó una demanda contra varios directivos de SAP, solicitando una multa. Las sentencias de prisión o las multas, por supuesto, afectan a los iniciados. Sin embargo, los inversores que se han visto perjudicados por las transacciones con información privilegiada, como por ejemplo vendiendo demasiado barato o comprando demasiado caro, no recuperarán su dinero. Por regla general, los daños sólo se conceden si el inversor puede demostrar que ha sido perjudicado intencionadamente por los insiders. Desde que los insiders son por lo general agentes que actúan por motivación puramente económica, es casi imposible probar tal intención dolosa.

#### **IV. RECIENTE GRAN CASO DE INSIDER TRADING EN ALEMANIA**

El último gran caso en el comercio de información Privilegiada en Alemania fue en septiembre de 2017. No fue un juicio, pero la "bolsa alemana" aceptó una multa de unos 5,5 millones de euros para detener las investigaciones de comercio de información privilegiada contra el jefe de la bolsa alemana. Además, medio millón de euros debió pagarse con los activos propios del jefe de la bolsa.



Además, la bolsa alemana tuvo que pagar 5 millones de euros bajo el cargo de que el mercado de valores informase demasiado tarde a los mercados financieros sobre el fracaso de las conversaciones de fusión con la bolsa de valores de Londres (LSE). Aunque todavía no vieran evidencia de violaciones, se dijo, sin embargo, que se aceptó la pena con el fin de "centrarse lo más rápidamente posible exclusivamente en el negocio". El mercado de valores justificó el hecho de que la compañía estaba salvando, o premiando a su jefe ejecutivo con una cantidad de millones que era, en todo caso, un fallo orgánico de todo el Consejo, no de un solo gerente.

A mediados de diciembre de 2015, el jefe de la bolsa alemana había comprado 60.000 acciones de la Bolsa Alemana (Deutsche Börse) por 4,5 millones de euros, que no podría vender hasta finales de 2019. El grupo obtuvo 69.000 acciones adicionales en el programa de remuneración especialmente adaptado y diseñado. Poco más de dos meses después del acuerdo de acciones, Deutsche Börse y la bolsa de valores de Londres (LSE) hicieron público su plan de fusión, que impulsó los precios de las acciones.

Los investigadores acusan a Kengeter, ya en el verano de 2015 con las conversaciones de liderazgo de LSE acerca de una fusión de los operadores de bolsa, estando a la vista el lucrativo negocio de acciones que se había realizado con este conocimiento. La Junta de supervisión de la bolsa de valores alemana, se había referido a las acusaciones poco después de que se conocieran como infundadas. El propio Kengeter habló recientemente de un "deber moral" de comprar las acciones: Si no hubiera utilizado el programa, podría haber sido interpretado como un voto de no confianza. Este programa de compensación brindaba a Kengeter en el mejor de los casos, un bono

especial de más de 20 millones de euros, como la Deutsche Börse lo anunció en la primavera<sup>44</sup>.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

-ALTENHAIN, Karsten & HIRTE, Heribert (2007). En: Kölner Kommentar zum WpHG-Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz, Heymanns, Köln, 2007.

-ASSMANN, Heinz-Dieter & SCHNEIDER, Uwe H. (Eds.) (2012). En: Wertpapierhandelsgesetz: Kommentar. Hrsg. von Heinz-Dieter Assmann and Uwe H. Schneider, 6. Aufl. (6ta Ed.), Köln (Otto Schmidt) 2012.

-BACHMANN, Gregor (2015). Das Europäische Insiderhandelsverbot. Walter de Gruyter (1era Ed.), págs. 64.

-BAFIN (2013). Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 4. Auflage (4th Ed.). Bonn, Frankfurt am Main, págs. 217. Recuperado de: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl\\_emittentenleitfaden\\_2013.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_2013.html)

-BENY, Laura N. & SEYHUN, Nejat (2012). Has Insider Trading Become More Rampant in the United States? Evidence from Takeovers. Law & Economics Working Papers: University of Michigan, Art. 50, págs. 47. Recuperado de [https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1160&context=law\\_econ\\_current](https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1160&context=law_econ_current)

-BHATTACHARYA, Utpal & DAOUK, Hazem (2002). The World Price of Insider Trading. The Journal of Finance, Vol. 57, No. 1 (February), pp. 75-108.

<sup>44</sup> SEIBEL, Karsten (August, 14th 2017). Deutsche Börse kauft ihren Chef frei. German national daily newspaper: Die Welt. Recuperado de <https://www.welt.de/finanzen/article168659605/Deutsche-Boerse-kauft-ihren-Chef-frei.html>

-BÖRSEN-ZEITUNG, Zeitung für die Finanzmärkte (April, 4th 2017), No. 78, pp. 1, 3.

-BUNDESTAG - DRUCKSACHE 12/6679 (BT-Drucks. 12/6679) de fecha 27.01.1994. Drucksache des deutschen Bundestages vom 27.01.1994. Recuperado de <http://dipbt.bundestag.de/doc/btd/12/066/1206679>

-CALABA, Victor F. (2001). The Insiders: A Look at the Comprehensive and Potentially Unnecessary Regulatory Approaches to Insider Trading in Germany and the United States, Including the SEC's Newly Effective ---Rules 10b5-1 and 10b5-2. Loyola of Los Angeles International & Comparative Law Rev. 457, Vol. 23, No. 3, pp. 457-486.

Recuperado de <https://digitalcommons.lmu.edu/ilr/vol23/iss3/3/>

-CASPARI, Karl-Burkhard (1994). Das geplante Insiderrecht in der Praxis, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht-ZGR 1994, pp. 530-546.

-CLAUSSEN, Carsten Peter (1996). Insiderhandelsverbot und Ad hoc-Publizität: Praktikerhinweise und -empfehlungen für Emittenten, Anleger, Banken, Wertpapierdienstleister und ihre Berater. Köln: O. Schmidt, 1996, No. 76.

-EICHELE, Hans (1997). Finanzanalysten und Wirtschaftsjournalisten als Primärinsider. Wertpapiermitteilungen-WM 1997, pp. 501-509.

-FRANKFURTER ALLGEMEINE ZEITUNG (July, 25th 2004), No. 170, p. 17.

-HARTMANN, Jörg (1999). Juristische und ökonomische Regelungsprobleme des Insiderhandels: Eine rechtsvergleichende Darstellung USA - Deutschland. Peter Lang-Europäischer Verlag der Wissenschaften, págs. 289.

-HOPT, Klaus J. (1995). Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz. ZHR 159 (1995), pp. 135-163.

-KIESEWETTER, Matthias & PARMENTIER, Miriam (2013). Verschärfung des Marktmissbrauchsrechts - ein Überblick über die neue EU-Verordnung über Insidergeschäfte und Marktmanipulation. Betriebs-Berater 2013, No.40, pp. 2371-2379.

-KOCH, Philipp (2011). En: Europäisches Kapitalmarktrecht, editado por Rüdiger Veil. Hrsg. von Rüdiger Veil, 1. Aufl. (1ra Ed.). Mohr Siebeck, Tübingen 2011.

-KOCHE, Dirk (2013). Ad-hoc-Publizität und Insiderhandel bei börsennotierten Anleihen. WM 2013, pp. 1305-1310.

-KRETSCHMER, Joachim (2012). Das Verbot des Insiderhandels im Wertpapierhandelsgesetz. JURA – Juristische Ausbildung, Volume 34, No. 5, pp. 380–385.

-LANGENBUCHER, Katja (2013). NZG: Zum Begriff der Insiderinformation nach dem Entwurf für eine Marktmissbrauchsverordnung. En: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2013, No. 36, pp. 1401-1406.

-LANGENBUCHER, Katja (2014). Über die allmähliche Verfertigung des Gesetzes beim --Regulieren-Der Begriff der Insiderinformation nach der Marktmissbrauchsverordnung-ÖBA 2014. En: Österreichisches Bankarchiv, No. 9, pp. 656-663. Recuperado de <https://rdb.manz.at/document/rdb.tso.LIoeba20140906>

-LOREZ, K. & DOBRAUZ-SALDAPENNA, G. (2014): Die revidierte Schweizer Insiderhandels- und Marktmissbrauchsregulierung. Schweizerische Zeitschrift für

-Wirtschafts- und Finanzmarktrecht/Swiss Review of Business and Financial Market Law

(SZW/RSDA), Jg., 2014, No. 1, pp. 38–48.  
Recuperado de  
[https://www.researchgate.net/publication/325343385\\_Die\\_revidierte\\_Schweizer\\_Insiderhandels-\\_und\\_Marktmissbrauchsregulierung](https://www.researchgate.net/publication/325343385_Die_revidierte_Schweizer_Insiderhandels-_und_Marktmissbrauchsregulierung)

-MEMMINGER, Peter M. (1996). The New German Insider Law: Introduction and Discussion in Relation to United States Securities Law. *Florida Journal of International Law*, Vol. 11, No. 1, pp. 189–232.

-MORRISON & FOERSTER LLP (2015). 2014 Insider Trading Annual Review. Morrison & Foerster LLP, p.1. Recuperado de  
<https://media2.mofo.com/documents/150211insidertradingannualreview.pdf>

-POELZIG, Dörte (2016). Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchs-recht. *NZG-Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2016, No. 14, pp. 528-538.

-POELZIG, Dörte (2016). Die Neuregelung der Offenlegungsvorschriften durch die Marktmissbrauchsverordnung. *NZG-Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2016, No. 20, pp. 761-773.

-THOMPSON, James H. (2013). A Global Comparison of Insider Trading Regulations. *International Journal of Accounting and Financial: Macrothink Institute*, Vol. 3, No. 1, p. 1. Recuperado de  
<http://www.macrothink.org/journal/index.php/ijaftr/article/view/3269/2976>

-TOM HUDDLESTON, Jr. (June, 17th 2014). Study claims insider trading is more prevalent than previously thought. *Fortune Magazine*. Recuperado de  
<http://fortune.com/2014/06/17/insider-trading-study/> [Fecha de último acceso 26 de diciembre de 2018].

-SEIBEL, Karsten (August, 14th 2017). Deutsche Börse kauft ihren Chef frei. *German national daily newspaper: Die Welt*. Recuperado de

<https://www.welt.de/finanzen/article168659605/Deutsche-Boerse-kauft-ihren-Chef-frei.html>

-SEIBT, Christoph & WOLLENSCHLÄGER, Bernward (2014). Revision des Marktmissbrauchsrechts durch Marktmissbrauchsverordnung und Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Marktmanipulation-AG 2014. *Die Aktiengesellschaft* 2014, pp. 593-608.

-SETHE, Rolf (2006). Die Verschärfung des insiderrechtlichen Weitergabeverbots, *ZBB-Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2006, pp. 243-257.

-STENZEL, Roman (2017). Managementbeteiligungen und Marktmissbrauchsverordnung. *DStR - Deutsches Steuer Recht*, No. 15, pp. 883 - 889.

-TIPPACH, Stefan (1993). Marktdaten im künftigen Insiderrecht?. *En: WM* 1993, pp. 1269-1274.

-VICIANO-GOFFERJE, Martin & CASCANTE, Christian (2012). Neues aus Brüssel zum Insiderrecht - die Marktmissbrauchsverordnung - Untersuchung der Vorschläge der Kommission zur Reform des Insiderhandelsverbots, insbesondere im Hinblick auf für M&A-Transaktionen relevante Sachverhalte, *NZG* 2012, pp. 968-979.

-VILLEDA, Gisella Victoria (2010). *Prävention und Repression von Insiderhandel. Börsen- und kapitalmarktrechtliche Abhandlungen*, hrsg. v. Horst Hammen, Bd. 8, Frankfurt am Main (Peter Lang-Internationaler Verlag der Wissenschaften).