

Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht

Bearbeitet von

Herausgegeben von Dr. Andreas Meyer, Prof. Dr. Rüdiger Veil, und Prof. Dr. Thomas Rönau, Unter Mitarbeit von Annika Anschütz, Dr. Hendrik Brinckmann, Dr. Alexander Brüggemeier, Christian Dier, Dr. Ulrich L. Göres, Michaela Göttler, Stefan Haupt, Dr. Hartmut Krause, Maximilian Kunzelmann, Michael Leibold, Dr. Nikita Litsoukov, Dr. Michael Racky, Hartmut T. Renz, Dr. Kay Rothenhöfer, Dr. Joachim Schelm, Martina Stegmaier, Dr. Lars Teigelack, Kilian Wegner, und Dr. Christoph Wolf, LL.M.

1. Auflage 2018. Buch. XXXVII, 739 S. In Leinen

ISBN 978 3 406 69435 6

Format (B x L): 16,0 x 24,0 cm

[Recht > Handelsrecht, Wirtschaftsrecht > Bankrecht, Kapitalmarktrecht](#)

Zu [Inhalts-](#) und [Sachverzeichnis](#)

schnell und portofrei erhältlich bei

The logo for beck-shop.de features the text "beck-shop.de" in a bold, red, sans-serif font. Above the "i" in "shop" are three red dots of increasing size. Below the main text, the words "DIE FACHBUCHHANDLUNG" are written in a smaller, red, all-caps, sans-serif font.

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de ist spezialisiert auf Fachbücher, insbesondere Recht, Steuern und Wirtschaft. Im Sortiment finden Sie alle Medien (Bücher, Zeitschriften, CDs, eBooks, etc.) aller Verlage. Ergänzt wird das Programm durch Services wie Neuerscheinungsdienst oder Zusammenstellungen von Büchern zu Sonderpreisen. Der Shop führt mehr als 8 Millionen Produkte.

Insiderverstöße bei Aktienoptionsprogrammen, WM 1999, 363; *ders.*, Information und Vertraulichkeit im Vorfeld von Unternehmensübernahmen, in: Kämmer/Veil, Übernahme- und Kapitalmarktrecht in der Reformdiskussion, 2013, 203; *Claussen*, Das Wertpapierhandelsgesetz und die Wertpapieranalysten – ein offenes Feld, AG 1997, 306; *Diekmann/Sustmann*, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), NZG 2004, 929; *Gehrmann*, Das Spector-Urteil des EuGH – Zur Beweislastumkehr beim Insiderhandel, ZBB 2010, 48; *Hansen*, Market Abuse Case Law – Where Do We Stand With MAR?, ECFR 2017, 367; *Happ*, Zum Regierungsentwurf eines Wertpapierhandelsgesetzes, JZ 1994, 240; *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit. Eine empirische Studie, 2006; *Hofschroer*, Market Making und Betreuung im Börsenaktienhandel: Eine Untersuchung am Beispiel des Designated Sponsors des „Xetra“-Systems, 2011; *Hopt/Kumpan*, Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität bei M&A, ZGR 2017, 765; *Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht, 1973; *Hopt*, Europäisches und deutsches Insiderrecht, ZGR 1991, 17; *Immenga*, Das neue Insiderrecht im Wertpapierhandelsgesetz, ZBB 1995, 197; *Kaiser*, Die Sanktionierung von Insiderverstößen und das Problem der Kursmanipulation, WM 1997, 1557; *Kemnitz*, Due Diligence und neues Insiderrecht – Die Problematik der Due Diligence vor außerbörslichen Paketwerben unter besonderer Berücksichtigung der Auslegungsmethoden angeleglichen Rechts, 2007; *Kieseewetter/Parmentier*, Verschärfung des Marktmissbrauchsrechts – ein Überblick über die neue EU-Verordnung über Insidergeschäfte und Marktmanipulation, BB 2013, 2371; *Klöhn*, The European Insider Trading Regulation after Spector Photo Group, ECFR 2010, 347; *ders.*, Das deutsche und europäische Insiderrecht nach dem Geldt-Urteil des EuGH, ZIP 2012, 1885; *ders.*, „Selbst geschaffene innere Tatsachen“, Scalping und Stakebuilding im neuen Marktmissbrauchsrecht, ZIP 2016, Beilage zu Heft 22, 44; *ders.*, Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, AG 2016, 423; *ders.*, Die Regelung legitimer Handlungen im neuen Insiderrecht (Art. 9 MAR), ZBB 2017, 261; *Koch*, Due Diligence und Beteiligungserwerb aus Sicht des Insiderrechts, 2006; *Koenig*, Das Verbot von Insiderhandel – Eine rechtsvergleichende Analyse des schweizerischen Rechts und der Regelungen der USA und der EU, 2006; *Krauel*, Insiderhandel – Eine ökonomisch-theoretische und rechtsvergleichende Untersuchung, 2000; *Krause*, Kapitalmarktrechtliche Compliance: neue Pflichten und drastisch verschärfte Sanktionen nach der EU-Marktmissbrauchsverordnung, CCZ 2014, 248; *Krause/Brellochs*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A- und Kapitalmarkttransaktionen im europäischen Rechtsvergleich, AG 2013, 309; *Lahmann*, Insiderhandel – Ökonomische Analyse eines ordnungspolitischen Dilemmas, 1994; *Langenbucher*, The „use or possession“ debate revisited – Spector PhotoGroup and insider trading in Europe, CMLJ 2010, 452; *von der Linden*, Das neue Marktmissbrauchsrecht im Überblick, DStR 2016, 1036; *Mehring*, Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip, 2007; *Menicke*, Sanktionen gegen Insiderhandel – Eine rechtsvergleichende Untersuchung unter Berücksichtigung des US-amerikanischen und britischen Rechts, 1996; *Merkner/Sustmann*, Reform des Marktmissbrauchsrechts: Die Vorschläge der Europäischen Kommission zur Verschärfung des Insiderrechts, AG 2012, 315; *Mühlert/Sajnovits*, Vertrauen und Finanzmarktrecht, ZfPW 2016, 1; *Nietsch*, Die Verwendung der Insiderinformation – Eine Standortbestimmung zwischen Insiderfundamentalismus und Marktrealismus, ZHR 174 (2010), 556; *Pamanis*, Insidertatsache und Primärsider: eine Untersuchung zu den Zentralbegriffen des § 13 Abs. 1 WpHG, 1998; *Parmentier*, Die Verhandlung eines Rechtssetzungsvorschlags der Kommission in den Arbeitsgruppen des Rates am Beispiel des EU-Marktmissbrauchsrechts, BKR 2013, 133; *dies.*, Insiderinformation nach dem EuGH und vor der Vereinheitlichung, WM 2013, 970; *Poelzig*, Durchsetzung und Sanktionierung des neuen Marktmissbrauchsrechts, NZG 2016, 492; *dies.*, Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, NZG 2016, 528; *Reichert*, Die Kausalität von Insiderinformationen – Entwicklungsstufen eines „europäischen“ Tatbestandsmerkmals: Von der Insiderrichtlinie (1989) zur Marktmissbrauchsverordnung (2014), FS Müller-Graff, 2015, 319; *Schneider*, Wider Insiderhandelsverbot und Informationseffizienz des Kapitalmarktes, DB 1993, 1429; *Schulz*, Das Insiderhandelsverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG im Lichte der Spector-Rechtsprechung des EuGH, ZIP 2010, 609; *Seibt/Wöllenschläger*, Revision des Marktmissbrauchsrechts durch Marktmissbrauchsverordnung und Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Marktmanipulation, AG 2014, 593; *Sieder*, Legitime Handlungen nach der Marktmissbrauchsverordnung (MAR), ZFR 2017, 171; *Speier*, Insiderhandel und Ad-hoc-Publizität nach Anlegerschutzverbesserungsgesetz, 2009; *Stefanski*, Eigenhandel für andere – Market Making und Internalisierung im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht, 2009; *Sustmann*, Information und Vertraulichkeit im Vorfeld von Unternehmensübernahmen unter besonderer Berücksichtigung der EuGH-Entscheidung in Sachen Geldt./Daimler AG, in Kämmer/Veil, Übernahme- und Kapitalmarktrecht in der Reformdiskussion, 2013, 230; *Teigelack*, Insiderhandel und Marktmanipulation im Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsverordnung, BB 2012, 1361; *Tountopoulos*, Private Durchsetzung des Insiderrechts? Eine kritische Analyse unter besonderer Berücksichtigung des europäischen und griechischen Kapitalmarktrechts, RIW 2013, 33; *Veil*, Europäisches Insiderrecht 2.0 – Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIMMAD, ZBB 2014, 85; *Viciano-Gofferje/Cascante*, Untersuchung der Vorschläge der Kommission zur Reform des Insiderhandelsverbots, insbesondere im Hinblick auf für M&A-Transaktionen relevante Sachverhalte, NZG 2012, 968; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, 2010; *Widder*, Masterpläne, Aktienrückkaufprogramm und das Spector-Urteil des EuGH bei M&A-Transaktionen, BB 2010, 515; *Ziemons*, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 537; *Ziowas*, Das neue Kapitalmarktrecht – Europäisierung und Legitimation, 2005.

I. Grundlagen

1. Normzweck

- 1 Das europäische Marktmissbrauchsrecht basiert auf der Vorstellung, dass Marktmissbrauch die Integrität der Finanzmärkte verletzt und das Vertrauen der Öffentlichkeit in Wertpapiere und Derivate untergräbt.¹ Dies gilt in besonderem Maße für Insiderhandel, dem durch Verbote und Offenlegungspflichten begegnet wird. Das europäische Insiderrecht will dadurch die **informationelle Chancengleichheit** der **Anleger** sicherstellen, um deren **Vertrauen** in die **Kapitalmärkte** zu stärken und damit deren Funktionsfähigkeit sicherzustellen. Erwägungsgrund 23 bringt diesen Regelungsansatz und Normzweck wie folgt zum Ausdruck:

*„Das wesentliche Merkmal von Insidergeschäften ist ein **ungerechtfertigter Vorteil**, der mittels Insiderinformationen zum **Nachteil Dritter** erzielt wird, die diese Informationen nicht kennen, und infolgedessen in der **Untergrabung der Integrität** der Finanzmärkte und des **Vertrauens der Investoren**. Folglich sollte das Verbot von Insidergeschäften gelten, wenn eine Person im Besitz von Insiderinformationen dadurch einen ungerechtfertigten Vorteil aus dem mit Hilfe dieser Informationen erzielten Nutzen zieht, dass er aufgrund dieser Informationen Markttransaktionen durchführt, indem er für eigene Rechnung oder für Rechnung Dritter, sei es unmittelbar oder mittelbar, Finanzinstrumente, auf die sich diese Informationen beziehen, erwirbt oder veräußert bzw. zu erwerben oder zu veräußern versucht oder einen Auftrag zum Kauf bzw. Verkauf storniert oder ändert bzw. zu stornieren oder zu ändern versucht.*

- 2 Das Charakteristikum des Insiderverbots (Handels- und Erwerbsverbot) besteht darin, dass der Insider über einen Informationsvorsprung verfügt (Insiderinformation) und er von diesem Vorsprung zum Nachteil einer dritten Partei profitiert.² Von zentraler Bedeutung für das Insiderrecht ist der Begriff der Insiderinformation.³ Ein Insider darf andere Informationen als Insiderinformationen ausnutzen (für Organmitglieder besteht aber unter bestimmten Voraussetzungen gem. Art. 19 MAR ein Handelsverbot). Nur wenn eine Information als Insiderinformation zu qualifizieren ist, sind die strengen (strafrechtlich sanktionierten) Insiderverbote anwendbar.
- 3 Sowohl ökonomisch als auch juristisch ist es zweifelhaft, welchen Schaden ein Anleger erleidet, der mit einem Insider auf einem Sekundärmarkt kontrahiert.⁴ Denkbar ist, den Schaden darin zu sehen, dass der Kontrahent eines Insiders übervorteilt wird, weil er die Wertpapiere nicht zum „wahren“ Wert erwirbt oder veräußert. In aller Regel hätte der Anleger das Geschäft aber auch mit einem anderen Anleger geschlossen.⁵ Allein bei *face-to-face*-Transaktionen mag dies einmal anders sein. Einen vermögensrechtlichen Schaden erleidet der Anleger daher nicht. Dies wirft die Frage auf, ob die Schädlichkeit von Insiderhandel anders begründet werden kann. Einen Ansatz liefert die Transaktionskostenhypothese. Sie reklamiert, dass Market Maker ihren aus Insiderhandel resultierenden Verlustrisiken durch größere An- und Verkaufsspannen zu begegnen suchen.⁶ Dies führe zu höheren

¹ Erwägungsgrund 1 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L173 v. 12.6.2014 S. 1 ff. (MAR).

² EuGH v. 23.12.2009 – Rs. C-45/08, Slg. 2009, I-12073 Rn. 48 = NZG 2010, 107 – *Spector*, Hansen ECFR 2017, 367 (378).

³ Vgl. auch EuGH v. 23.12.2009 – Rs. C-45/08, Slg. 2009, I-12073 Rn. 50 = NZG 2010, 107 – *Spector*. „enger Zusammenhang zwischen dem Verbot von Insider-Geschäften und dem Begriff der Insider-Information“.

⁴ Vgl. *Lahmann* Insiderhandel S. 31.

⁵ Vgl. *Menicke*, Sanktionen gegen Insiderhandel, S. 79.

⁶ Vgl. *Lahmann* Insiderhandel S. 31.

Kosten für nicht informierte Anleger. Allein dies rechtfertigt freilich keine verwaltungs- und strafrechtlich sanktionierten Verbote.⁷

Die zentrale Begründung für ein striktes Insiderrecht ist im Ziel des **Funktionsschutzes** 4 zu sehen.⁸ Insiderverbote sind erforderlich, um das für einen funktionsfähigen Markt erforderliche Anleger- und Marktvertrauen zu schützen. Zwar gib es keine empirischen Studien für die Annahme, dass Anleger aufgrund eines auf Insiderhandel zurückgehenden Vertrauensverlusts den Kapitalmarkt verlassen oder von einer Anlage abgeschreckt werden.⁹ Es ist aber vielfach belegt,¹⁰ dass professionelle (bzw. institutionelle) ebenso wie private Anleger es als unfair ansehen, wenn einzelne Anleger ihre Informationsvorsprünge ausnutzen können. Vertrauensverlust hat einen Rückgang der Investitionen zur Folge,¹¹ im schlimmsten Fall verlassen Anleger den Kapitalmarkt. Das durch Insiderverbote gewährleistete Anlegervertrauen¹² ist daher Voraussetzung für liquide und funktionsfähige Kapitalmärkte.¹³ Eine Legalisierung des Insiderhandels – wie vor fünf Jahrzehnten von ökonomischer Seite gefordert (Incentivierung von Managern zur Vermeidung von Prinzipal-Agenten-Konflikten)¹⁴ – steht heute nicht mehr zur Debatte.¹⁵

2. Normstruktur

Die MAR schafft einen „gemeinsamen Rechtsrahmen für Insidergeschäfte [und] die 5 unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen“ (Art. 1 MAR). Das Verbot von Insidergeschäften und das Verbot unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen sind in Art. 14 MAR geregelt. Es sind „folgende Handlungen ... verboten:

- a) das Tätigen von Insidergeschäften und der Versuch hierzu,
- b) Dritten zu empfehlen, Insidergeschäfte zu tätigen, oder Dritte anzustiften, Insidergeschäfte zu tätigen, oder
- c) die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.“

Das Herzstück des Insiderrechts ist das Verbot nach lit. a), Insidergeschäfte zu tätigen (in 6 der englischen Sprachfassung „engage or attempt to engage in insider dealing“ und in der französischen. Sprachfassung „effectuer ou tenter d'effectuer des opérations d'initiés“). Der Begriff des Insidergeschäfts wird in Art. 8 Abs. 1 MAR definiert (früher § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG). Es ist nach dieser Vorschrift verboten, **unter Nutzung von Insiderinformationen Finanzinstrumente**, auf die sich die Insiderinformationen beziehen, zu **erwerben** oder zu **veräußern** (in der englischen Sprachfassung „and uses that information by acquiring or disposing of, for its own account or for the account of a third party“ und in der französischen Fassung „et en fait usage en acquérant ou en cédant, pour son propre

⁷ Vgl. *Mennicke*, Sanktionen gegen Insiderhandel, S. 80 („ambivalentes Schädigungsargument“, weil zusätzliche Nachfrage oder zusätzliches Angebot zu einer Verringerung der Über- oder Unterbewertung führen könne).

⁸ Dazu bereits *Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht, S. 49 ff.; *Mennicke*, Sanktionen gegen Insiderhandel, S. 98 ff.

⁹ Vgl. *Mennicke*, Sanktionen gegen Insiderhandel, S. 102.

¹⁰ In Deutschland machten Anleger schmerzliche Erfahrungen mit dem First Quotation Board der Frankfurter Wertpapierbörse. Dieses besondere Teilsegment des Freiverkehrs wurde schließlich wegen zahlreicher Betrugs- und Manipulationsfälle Ende 2012 geschlossen (vgl. <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/spielwiese-fuer-anlagebetrueger-deutsche-boerse-schliesst-first-quotation-board-11990381.html>). In Japan und Frankfurt führte Insiderhandel im Jahr 1991 zu einem massiven Umsatzrückgang an den Börsen (vgl. *Mennicke*, Sanktionen gegen Insiderhandel, S. 103).

¹¹ Vgl. *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit, S. 41, 184; *Mennicke*, Sanktionen gegen Insiderhandel, S. 99 ff.

¹² Dazu grundlegend zuletzt *Mülbart/Sajnovits*, ZfPW 2016, 1 (23 ff.).

¹³ Vgl. *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, S. 20 f.; *Klöhn* ZHR 177 (2013) 349 (372 f.).

¹⁴ Die Debatte wurde angestoßen durch *Manne*, Insider Trading and the Stock Market, 1966; ferner *Carlton/Fischel*, Stan. L. Rev. 35 (1983), 857 (861 ff.); einen positiven Einfluss auf die Steigerung der Effizienz des Kapitalmarkts bejahend *Schneider*, DB 1993, 1429 (1434 f.).

¹⁵ Kritische Auseinandersetzung in der deutschen Literatur etwa durch *Krauel* Insiderhandel S. 31 ff.; *Mennicke*, Sanktionen gegen Insiderhandel, S. 77 ff.

compte ou pour le compte d'un tiers“). Auch die Stornierung oder Änderung eines Auftrags kann ein Insidergeschäft sein. Das Verbot gilt gem. Art. 8 Abs. 4 MAR für Primärinsider und unter bestimmten Voraussetzungen auch für Sekundärinsider. Dabei kann es sich um natürliche und juristische Personen handeln. Wenn das Insidergeschäft durch eine juristische Person begangen wird, gilt das Verbot gem. Art. 8 Abs. 5 MAR „nach Maßgabe des nationalen Rechts auch für die natürlichen Personen, die an dem Beschluss, den Erwerb, die Veräußerung, die Stornierung oder Änderung eines Auftrags für Rechnung der betreffenden juristischen Person zu tätigen, beteiligt sind oder diesen beeinflussen“. ¹⁶ Im Unterschied zu den beiden anderen Verboten ¹⁷ ist bereits der **Versuch**, ein Insidergeschäft zu tätigen, verboten (vgl. Art. 14 lit. a) MAR).

- 7 Das Verbot, Insidergeschäfte zu tätigen, setzt voraus, dass der Täter über eine Insiderinformation verfügt. Der Ausdruck „**Insiderinformation**“ ist in Art. 7 MAR bestimmt (→ § 6 Rn. 19 ff.). Dieser Begriff der „Insiderinformation“ gilt nicht nur für die Insiderverbote des Art. 14 MAR, sondern auch für die Ad-hoc-Publizitätspflicht eines Emittenten gem. Art. 17 MAR (→ § 10 Rn. 42). Er ist folglich das zentrale Element des Insiderrechts (sog. einstufiges Modell statt des früheren (unter der Insiderrichtlinie geltenden) zweistufigen Modells). Insider dürfen von ihrem Informationsvorsprung profitieren, solange es sich nicht um Informationen handelt, die das Gesetz als Insiderinformationen qualifiziert.
- 8 Eine Ausnahme vom Verbot, Insidergeschäfte zu tätigen, sieht Art. 9 MAR vor. Die Vorschrift greift die vom EuGH im Spector-Urteil entwickelten Auslegungsgrundsätze ¹⁸ auf und regelt „**legitime Handlungen**“. Ihr liegt zugrunde, dass nach europäischem Recht „zu unterstellen ist“, dass eine juristische oder natürliche Person, die im Besitz von Insiderinformationen für eigene Rechnung oder für Rechnung Dritter Finanzinstrumente erwirbt oder veräußert, diese Informationen genutzt hat. Es handelt sich um eine **widerlegliche Vermutung** (→ Rn. 40); die Verteidigungsrechte der betreffenden Person bleiben unberührt. Art. 9 MAR regelt, unter welchen Voraussetzungen die Person den Nachweis erbringen kann, dass sie die Insiderinformationen bei der Abwicklung des Geschäfts nicht genutzt hat. Schließlich sieht Art. 5 MAR Ausnahmen für Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen vor (§ 17).
- 9 Das Verbot der MAR gilt unmittelbar in den Mitgliedstaaten der EU. Die Rechtsfolgen bzw. Sanktionen sind im nationalen Recht geregelt, wobei sie größtenteils unionsrechtlich determiniert sind. Dies gilt vor allem für die **verwaltungs- und strafrechtlichen Sanktionen**, die Deutschland (ebenso wie die anderen Mitgliedstaaten) aufgrund der Vorgaben der MAR und CRIM-MAD ¹⁹ vorzusehen hat. Bezüglich der verwaltungsrechtlichen Sanktionen muss das nationale Recht den in Art. 8 MAR vorgesehenen subjektiven Anforderungen Rechnung tragen (§ 29). Soweit das deutsche Recht strafrechtliche Sanktionen vorsieht, muss es mit den Vorgaben der CRIM-MAD in Einklang stehen (§ 28).
- 10 Die **zivilrechtlichen Rechtsfolgen** eines Insidergeschäfts beurteilen sich ausschließlich nach nationalem Recht (→ Rn. 100 ff.). Die MAR äußert sich nicht dazu, ob ein solches Geschäft wirksam zustande kommt oder ob ein Anleger, der mit einem Insider kontrahiert, vom Vertrag zurücktreten oder Schadensersatz verlangen kann.

¹⁶ Diese Vorschrift hat allenfalls klarstellende Bedeutung. Vgl. *Grundmann* in *GroßkommHGB* Bd. XI Bankvertragsrecht 6. Teil Rn. 378.

¹⁷ Für diese verlangt aber Art. 6 Abs. 2 CRIM-MAD, eine Versuchsstrafbarkeit vorzusehen.

¹⁸ EuGH v. 23.12.2009 – Rs. C-45/08, Slg. 2009 I-12073 Rn. 54 ff. = NZG 2010, 107 – *Spector*.

¹⁹ Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. EU Nr. L173 v. 12.6.2014 S. 179 ff. (CRIM-MAD).

3. Anwendungsbereich

a) Finanzinstrumente

Ein Insidergeschäft muss sich auf Finanzinstrumente beziehen. Der Begriff ist in der MAR 11 nicht definiert. Vielmehr verweist Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 MAR auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II). Diese Vorschrift verweist bezüglich des Ausdrucks des Finanzinstruments auf die im Anhang I Abschnitt C MiFID II genannten Instrumente, die wiederum teilweise in Art. 4 Abs. 1 Nr. 17, Nr. 44, Nr. 45, Nr. 46, Nr. 47, Nr. 48, Nr. 49 und Nr. 50 MiFID II bestimmt werden, teilweise durch Verweis auf die Verordnung (EU) Nr. 600/2014 (MiFIR).

Finanzinstrumente sind insbesondere übertragbare Wertpapiere (Aktien, Schuldverschreibungen oder andere verbriefte Schuldtitel, etc.), Geldmarktinstrumente, Anteile an Organisationen für gemeinsame Anlagen, Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps und Termingeschäfte. Diese Begriffe werden an anderer Stelle dieses Buchs ausführlich erläutert (→ § 4 Rn. 50 ff.). 12

b) Marktbezug

Das alte Insiderrecht des WpHG sah in § 12 aF Vorschriften über den Anwendungsbereich 13 der Insiderverbote vor. Nach neuem Recht sind die allgemeinen Vorschriften über den Anwendungsbereich der MAR heranzuziehen. Aus Art. 2 Abs. 1 MAR folgt, dass die Insiderverbote für **Finanzinstrumente** gelten, die zum **Handel auf einem geregelten Markt** zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem geregelten Markt gestellt wird (→ § 3 Rn. 8 und § 4 Rn. 15, 18), ferner für Finanzinstrumente, die in einem **multilateralen Handelssystem** zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel in einem multilateralen Handelssystem gestellt wurde (→ § 3 Rn. 9 und § 4 Rn. 27), für Finanzinstrumente, die in einem **organisierten Handelssystem** gehandelt werden (→ § 4 Rn. 30) und schließlich für andere Finanzinstrumente, deren Kurs oder Wert von dem Kurs oder Wert eines der vorgenannten Finanzinstruments abhängt oder sich darauf auswirkt (→ § 3 Rn. 11).

Die Insiderverbote gelten zudem gem. Art. 2 Abs. 3 MAR für alle Geschäfte, Aufträge 14 und Handlungen, unabhängig davon, ob ein solches Geschäft, ein solcher Auftrag oder eine solche Handlung auf einem Handelsplatz getätigt wurden. Das Erwerbs- und Veräußerungsverbot gilt daher auch für **Transaktionen außerhalb eines Marktes** (*face-to-face*-Transaktionen oder solche, die im Telefonhandel erfolgen).²⁰ Allerdings kann es gerechtfertigt sein, solche Geschäfte insiderrechtlich zu privilegieren, wenn beide Seiten Kenntnis von der Insiderinformation haben.²¹

c) Normadressaten

Das in Umsetzung der MAD 2003²² in Deutschland geschaffene Insiderrecht stellte Primär- 15 und Sekundärinsider weitgehend gleich (vgl. den Wortlaut des § 14 WpHG aF). Das neue MAR-/CRIM-MAD-Regime führt diesen Ansatz konsequent fort. Eine gewisse Bedeutung hat die Unterscheidung aber weiterhin, weil das europäische Recht verlangt, dass ein Sekundärinsider weiß oder wissen müsste, dass es sich um Insiderinformationen handelt. Bei den Primärinsidern kommt es darauf nicht an.

aa) Primärinsider. Das Verbot, Insidergeschäfte zu tätigen, gilt gem. Art. 8 Abs. 4 S. 1 16 MAR für jede Person, die über Insiderinformationen verfügt, weil sie

²⁰ → § 3 Rn. 17.

²¹ → Rn. 45.

²² Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU Nr. L96 v. 12.4.2003 S. 16 ff. (MAD 2003).

- a) dem Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan des Emittenten oder des Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate angehört;
 - b) am Kapital des Emittenten oder des Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate beteiligt ist;
 - c) aufgrund der Ausübung einer Arbeit oder eines Berufs oder der Erfüllung von Aufgaben Zugang zu den betreffenden Informationen hat oder
 - d) an kriminellen Handlungen beteiligt ist.
- 17 Die erste Kategorie erfasst **Organmitglieder** eines Emittenten.²³ Emittenten können nicht nur juristische Personen, sondern auch Personengesellschaften sein.²⁴ Mit dem Verwaltungsorgan ist der Verwaltungsrat einer Europäischen Gesellschaft (SE) gemeint. In einer AG und einer SE mit dualistischem System ist der Vorstand das Leitungs- und der Aufsichtsrat das Aufsichtsorgan des Emittenten. In einer KGaA ist der persönlich haftende Gesellschafter das Leitungsorgan und der Aufsichtsrat das Aufsichtsorgan. Ein Beirat kann, je nach Ausgestaltung, ein Aufsichtsorgan sein, insbesondere in einer KGaA und einer GmbH, für die eine wesentlich größere Gestaltungsautonomie (§ 45 GmbH) gilt als für eine AG (§ 23 Abs. 5 AktG), die neben dem Aufsichtsrat allenfalls einen schuldrechtlich etablierten Beirat mit Beratungsaufgaben haben kann.²⁵ Sollte die Eigenschaft als Aufsichtsratsmitglied abzulehnen sein, kann das Beiratsmitglied nach lit. c) als Primärinsider zu qualifizieren sein (sog. Berufsinsider). Ein faktisches Organ²⁶ kann kein Primärinsider sein, weil es rechtlich kein Organmitglied ist und das strafrechtliche Analogieverbot eine Anwendung von Art. 8 Abs. 4 S. 1 MAR ausschließt.²⁷ Auch für zivilrechtliche Zwecke ist eine Primärinsider-eigenschaft abzulehnen.²⁸ Das Organmitglied eines Tochterunternehmens des Emittenten kann nicht Primärinsider iSv lit. a) sein, weil die Vorschrift verlangt, dass die betreffende Person dem Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan des Emittenten angehört.²⁹ Dies war im alten Insiderrecht anders geregelt.³⁰
- 18 Primärinsider sind ferner Personen, die am Kapital des Emittenten oder des Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate beteiligt sind (Kategorie der **Anteilseigner** nach lit. b). Die Vorschrift setzt voraus, dass die Person aufgrund ihres Beteiligungsbesitzes die Insiderinformation erlangt hat. Es kommt zwar nicht darauf an, in welcher Höhe die Person am Kapital beteiligt ist.³¹ Ein Kleinaktionär erhält aber in der Regel keinen Zugang zu Insiderinformationen, so dass die Vorschrift nur für Großaktionäre und Familienaktionäre relevant werden dürfte. Vorstellbar ist ferner, dass bestimmte Aktionäre vor einer Kapitalerhöhung aufgrund einer Marktsondierung (Art. 11 MAR) von einer Insiderinformation erfahren. Ferner wird für möglich gehalten, dass aktivistische Aktionäre vom Vorstand Insiderinformationen erhalten,³² was aber schwerlich mit Art. 10 MAR in Einklang stehen dürfte. Ob ein mittelbarer Beteiligungsbesitz (über Vorschaltgesellschaften) für die Qualifikation als Primärinsider ausreicht, wird kontrovers erörtert.³³ Der Wortlaut ist insoweit offen, so dass die Frage mit Rücksicht auf Sinn und Zweck der Norm zu bejahen ist. Keine Person, die

²³ Näher zum Begriff des Emittenten → § 4 Rn. 96 und zum Begriff der juristischen Person → § 4 Rn. 3.

²⁴ → § 4 Rn. 5. AA *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski BankR-HdB § 107 Rn. 122.

²⁵ Vgl. LG Köln AG 1976, 329; *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, § 16 Rn. 1.

²⁶ Ein faktisches Organ zeichnet sich dadurch aus, dass es rein tatsächlich (und nicht auf fehlerhafter rechtsgeschäftlicher Grundlage) Maßnahmen trifft, die an sich Angelegenheit der Geschäftsleitung sind. Vgl. etwa BGHZ 150, 61 (69 f.).

²⁷ Ebenso *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski BankR-HdB § 107 Rn. 122.

²⁸ AA *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski BankR-HdB § 107 Rn. 122.

²⁹ *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski BankR-HdB § 107 Rn. 122. AA *Grundmann* in GroßkommHGB Bd. XI Bankvertragsrecht 6. Teil Rn. 371 („über den Wortlaut der MAR hinausgehend“).

³⁰ Vgl. § 38 Abs. 1 Nr. 2 lit. a) WpHG aF: „oder eines mit dem Emittenten verbundenen Unternehmens“.

³¹ *Grundmann* in GroßkommHGB Bd. XI Bankvertragsrecht 6. Teil Rn. 372; *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski BankR-HdB § 107 Rn. 123.

³² *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski BankR-HdB § 107 Rn. 123.

³³ Bejahend für „formale Vorschalt- oder Zwischengesellschaften“ *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski BankR-HdB § 107 Rn. 124. AA zum alten Recht *Lösler* in Habersack/Mülbert/Schlitt, HdB der Kapitalmarktinformation, § 2 Rn. 101.

am Kapital des Emittenten beteiligt ist, ist der Treugeber, unabhängig davon, welche schuldrechtlichen Rechte ihm gegenüber dem Treuhänder zustehen.

Primärinsider ist weiterhin, wer aufgrund der Ausübung einer Arbeit oder eines Berufs oder der Erfüllung von Aufgaben Zugang zu den betreffenden Informationen hat (sog. **Berufsinsider** nach lit. c). Dies können Angestellte des Emittenten, wie beispielsweise Mitarbeiter im Sekretariat und Assistenten des Vorstands sowie Führungspersonen, und unternehmensexterne Personen, wie beispielsweise Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer und andere Berater, Mitarbeiter einer Aufsichtsbehörde (BaFin, Deutsche Bundesbank, EZB, ESMA, EBA; EIOPA, Bundeskartellamt, Europäische Kommission, etc.) und eines Ministeriums, Politiker (auch Abgeordnete eines Parlaments) und Journalisten, Mitarbeiter einer Bank (insbesondere Finanzanalysten) und einer Ratingagentur, Richter, aber auch Beiratsmitglieder sein. Aus der Formulierung „aufgrund der“ folgt, dass die betreffende Person nicht bloß zufällig Zugang zu der Insiderinformation erlangt hat,³⁴ wie dies beispielsweise bei einem Taxifahrer oder einem Psychiater der Fall ist,³⁵ sondern die Kenntniserlangung ursächlich auf die Ausübung der Arbeit, des Berufs oder der Aufgabe zurückzuführen ist.³⁶ Es muss also ein innerer Zusammenhang zwischen dem Informationszugang und der besonderen Stellung bestehen.³⁷ Nicht gefordert ist ein „bestimmungsgemäßer Zugang“, den das deutsche Recht früher verlangte (vgl. § 38 Abs. 1 Nr. 2 lit. c) WpHG aF).³⁸ Ob die betreffende Person in einem Vertragsverhältnis zum Emittenten steht, ist für die Qualifikation als Primärinsider nach lit. c) irrelevant.³⁹

Schließlich ist eine Person Primärinsider, wenn sie über Insiderinformation verfügt, weil sie an **kriminellen Handlungen beteiligt** ist (lit. d). Diese Kategorie wurde bereits durch die MAD 2003 als Reaktion auf die Terroranschläge am 11. September 2001 eingeführt. Der Wortlaut erfasst zwei Konstellationen: erstens den Fall, dass eine Person einen Terroranschlag verüben will und diese Information ausnutzt, zweitens den Fall, dass eine Person durch eine kriminelle Handlung (Einbruch, Diebstahl, etc.) in den Besitz einer Insiderinformation gelangt. Aufgrund des weiten Wortlauts sind Täter und Teilnehmer erfasst.

bb) Sekundärinsider. Das Verbot, Insidergeschäfte zu tätigen, gilt gem. Art. 8 Abs. 4 S. 2 MAR auch für jede **Person**, die **Insiderinformationen** unter anderen Umständen als nach UAbs. 1 **besitzt und weiß oder wissen müsste**, dass es sich dabei **um Insiderinformationen handelt**. Mit dieser Kategorie werden alle Personen erfasst, die nicht Primärinsider sind (sog. Sekundärinsider). Dies können auch verbundene Unternehmen und ihre Organmitglieder sein, die nach neuer Rechtslage keine Primärinsider nach lit. a) sind (→ Rn. 17). Von wem eine Person die Insiderinformation erhalten hat (Primär- oder Sekundärinsider oder eine sonstige Person), spielt im europäischen Recht keine Rolle. Dies ergibt sich bereits aus dem Wortlaut der Norm, die nicht darauf abstellt, wie ein Sekundärinsider in den Besitz einer Insiderinformation gelangt ist. Es ist auch nach dem Normzweck des europäischen Insiderrechts, die informationelle Chancengleichheit der Anleger sicherzustellen, irrelevant, von wem die Insiderinformation stammt. Das Vertrauen der Anleger wird unabhängig davon untergraben, von wem ein Insider die Insiderinformation erlangt hat.

Anders als beim Primärinsider verlangt das Gesetz, dass die Person weiß oder wissen müsste, dass es sich um eine Insiderinformation handelt. Positive Kenntnis liegt vor, wenn der Person die Umstände bekannt sind, die gem. Art. 7 MAR für die Beurteilung einer Information als Insiderinformation relevant sind. Schwieriger zu beurteilen ist, ob mit

³⁴ Grundmann in GroßkommHGB Bd. XI Bankvertragsrecht 6. Teil Rn. 374. AA Hopt/Kumpan in Schimansky/Bunte/Lwowski BankR-HdB § 107 Rn. 126.

³⁵ Grundmann in GroßkommHGB Bd. XI Bankvertragsrecht 6. Teil Rn. 374. AA Hopt/Kumpan in Schimansky/Bunte/Lwowski BankR-HdB § 107 Rn. 126.

³⁶ Hopt/Kumpan in Schimansky/Bunte/Lwowski BankR-HdB § 107 Rn. 128.

³⁷ Grundmann in GroßkommHGB Bd. XI Bankvertragsrecht 6. Teil Rn. 374.

³⁸ Grundmann in GroßkommHGB Bd. XI Bankvertragsrecht 6. Teil Rn. 374.

³⁹ Hopt/Kumpan in Schimansky/Bunte/Lwowski BankR-HdB § 107 Rn. 127.

„wissen müsste“ einfache Fahrlässigkeit gemeint ist oder ob weitere Anforderungen zu stellen sind. Letzteres („grobe Fahrlässigkeit“) wird in der Literatur mit dem Argument vertreten, dass andernfalls die Freiheit des Wertpapierhandels zu stark eingeschränkt sei.⁴⁰ Es seien „typisierte Elemente“ erforderlich, „bei denen sich die besondere Wichtigkeit auch dem außenstehenden verständigen Anleger aufdrängt.“⁴¹ Diese Auslegung ist schon deshalb abzulehnen, weil Art. 8 Abs. 4 S. 2 MAR kein zusätzliches Kriterium vorsieht. Um die praktische Wirksamkeit der Insiderverbote sicherzustellen, ist es erforderlich, die Ausdrücke „wissen müsste“ im Sinne von einfacher Fahrlässigkeit zu interpretieren.⁴²

II. Verbotstatbestand

- 23 Ein Insidergeschäft liegt nach Art. 8 Abs. 1 MAR vor, wenn „eine Person über Insiderinformationen verfügt und unter Nutzung derselben für eigene oder fremde Rechnung direkt oder indirekt Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, erwirbt oder veräußert.“ Dies ist der Grundtatbestand, der früher in § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG geregelt war. Der europäische Gesetzgeber hat den Tatbestand nunmehr erweitert: „Die Nutzung von Insiderinformationen in Form der Stornierung oder Änderung eines Auftrags in Bezug auf ein Finanzinstrument, auf das sich die Informationen beziehen, gilt auch als Insidergeschäft, wenn der Auftrag vor Erlangen der Insiderinformationen erteilt wurde“ (Art. 8 Abs. 1 S. 2 MAR). In Bezug auf Versteigerungen von Emissionszertifikaten oder anderen darauf beruhenden Auktionsobjekten schließt die Nutzung von Insiderinformationen auch die Übermittlung, Änderung oder Zurücknahme eines Gebots durch eine Person für eigene Rechnung oder für Rechnung eines Dritten ein“ (Art. 8 Abs. 1 S. 3 MAR).
- 24 Der Verbotstatbestand setzt also zweierlei voraus: eine **Handlung** (Erwerb, Veräußerung, Stornierung oder Auftragsänderung) und die **Nutzung der Insiderinformation**. Diese Begriffe werden in der MAR nicht bestimmt und sind daher auszulegen. Es liegt nahe, auf das Begriffsverständnis und die Dogmatik des deutschen Rechts zu rekurrieren. Dies ist schon deshalb unverzichtbar, weil Vorgänge wie der Erwerb und die Veräußerung von Wertpapieren nach deutschem Privatrecht erfolgen. Für eine zutreffende Auslegung ist aber zu berücksichtigen, dass die MAR europäisches Recht ist und die Verordnungsvorschriften autonom auszulegen sind.
- 25 Denkbar ist, zur Lösung der Auslegungsfragen zum Erwerbs- und Veräußerungsverbot auf die Regelungen und Auslegungen zu Art. 19 MAR zu rekurrieren. So stellt sich insbesondere die Frage, ob die in Art. 10 Abs. 2 der Verordnung (EU) Nr. 2016/522⁴³ vorgesehenen Vorschriften über mitteilungspflichtige Vorgänge („zu meldende Geschäfte“) im Wege rechtssystematischer Auslegung nutzbar gemacht werden können. Dafür könnte sprechen, dass diese Vorschriften ebenfalls den Zweck verfolgen, Marktmissbrauch zu unterbinden. Dagegen ist aber anzuführen, dass die Vorschriften über Eigengeschäfte von Führungskräften einen anderen Regelungsansatz verfolgen. Sie wollen eine umfassende Transparenz sicherstellen, um die Informationseffizienz der Märkte zu verbessern und den Behörden die Überwachung der Märkte zu erleichtern. Die betreffenden Regeln stellen daher nicht darauf ob, ob durch die betreffenden Geschäfte ein Marktmissbrauch erfolgt oder nicht. Anders verhält es sich beim Insiderverbot. Es beschränkt sich darauf, schädliche

⁴⁰ Grundmann in GroßkommHGB Bd. XI Bankvertragsrecht 6. Teil Rn. 376; iE ebenso Zetzsche in Gebauer/Teichmann EnzEuR Bd. VI § 7 C Rn. 131.

⁴¹ Grundmann in GroßkommHGB Bd. XI Bankvertragsrecht 6. Teil Rn. 376.

⁴² IE ebenso wohl Hopt/Kumpan in Schimansky/Bunte/Lwowski BankR-HdB § 107 Rn. 132.

⁴³ Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 der Kommission vom 17. Dezember 2015 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf eine Ausnahme für bestimmte öffentliche Stellen und Zentralbanken von Drittstaaten, die Indikatoren für Marktmanipulation, die Schwellenwerte für die Offenlegung, die zuständige Behörde, der ein Aufschub zu melden ist, die Erlaubnis zum Handel während eines geschlossenen Zeitraums und die Arten meldepflichtiger Eigengeschäfte von Führungskräften, ABl. EU Nr. L88 v. 5.4.2016 S. 1 ff.