

Kapitel 2

Insiderinformationen, Insidergeschäfte, unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen und Marktmanipulation

Vorbemerkungen zu den insiderrechtlichen Regelungen der Art. 7–11 und zum Insiderhandelsverbot nach Art. 14

Europäische Rechtsakte: 1989–2013: Richtlinie 89/592/EWG vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insidergeschäfte, ABl. EG Nr. 334 v. 18.11.1989, S. 30; Richtlinie 2003/6/EG vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16; Richtlinie 2003/124/EG vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl. EU Nr. L 339 v. 24.12.2003, S. 70; Richtlinie 2003/125/EG vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, ABl. EU Nr. L 339 v. 24.12.2003, S. 73; Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 über Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme von Wertpapieren und Kursstabilisierungsmaßnahmen der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG (Rz. 11), ABl. EU Nr. L 336 v. 23.12.2003, S. 33; Richtlinie 2004/72/EG vom 29.4.2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG (Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen [...]), ABl. EU Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70; Richtlinie 2004/109/EG vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/35/EG, ABl. EU Nr. L 390 v. 31.12.2004, S. 38; Richtlinie 2007/14/EG vom 8.3.2007 mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, ABl. EU Nr. L 69 v. 9.3.2007, S. 27; Richtlinie 2004/39/EG vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie/EG und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EU Nr. L 145 v. 30.4.2004, S. 1; Richtlinie 2004/109/EG vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EU Nr. L 390 v. 31.12.2004, S. 38; Richtlinie 2007/14/EG vom 8.3.2007 mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, ABl. EU Nr. L 69 v. 8.3.2007, S. 27.

2014 ff.: Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 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. L 173 v. 12.6.2014, S. 1 (berichtigt in ABl. EU Nr. L 287 v. 21.10.2016, S. 320 und ABl. EU Nr. L 348 v. 21.12.2016, S. 83); Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 84; Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 179; Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 349 (MiFID II); Durchführungsrichtlinie (EU) 2015/2392 der Kommission vom 17.12.2015 zur Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Meldung tatsächlicher oder möglicher Verstöße gegen diese Verordnung, ABl. EU Nr. L 332 v. 18.12.2015, S. 128; Delegierte Verordnung (EU) 2016/1052 der Kommission vom 8.3.2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die auf Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen anwendbaren Bedingungen, ABl. EU Nr. L 173 v. 30.6.2016, S. 34; Delegierte Verordnung (EU) 2016/957 der Kommission vom 9.3.2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für die geeigneten Regelungen, Systeme und Verfahren sowie Mitteilungsmuster zur Vorbeugung, Aufdeckung und Meldung von Missbrauchspraktiken oder verdächtigen Aufträgen oder Geschäften, ABl. EU Nr. L 160 v. 17.6.2016, S. 1; Durchführungsrichtlinie (EU) 2016/347 der Kommission vom 10.3.2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards im Hinblick auf das genaue Format der Insiderlisten und für die Aktualisierung von Insiderlisten gemäß der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates, ABl. EU Nr. L 65 v. 11.3.2016, S. 49; Durchführungsverordnung (EU) 2016/959 der Kommission vom 17.5.2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards für Marktsondierungen in Bezug auf die von offenlegenden Marktteilnehmern zu nutzenden Systeme und Mitteilungsmuster und das Format der Aufzeichnungen gemäß Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates, ABl. EU Nr. L 160 v. 17.6.2016, S. 23; Verordnung vom 23.6.2016 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente, der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch und der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer, ABl. EU Nr. L 175 v. 30.6.2016, S. 1; Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 der Kommission vom 29.6.2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards hinsichtlich der technischen Mittel für die angemessene Bekanntgabe von Insiderinformationen und für den Aufschub der Bekanntgabe von Insiderinformationen gemäß Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates, ABl. EU Nr. L 173 v. 30.6.2016, S. 47.

Schrifttum: Assmann, Das künftige deutsche Insiderrecht, AG 1994, 196 (I), 237 (II); Assmann, Das neue deutsche Insiderrecht, ZGR 1994, 494; Assmann, Insiderrecht und Kreditwirtschaft, WM 1996, 1337; Assmann, Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts, AG 1997, 50; Assmann, Konzernfinanzierung und Kapitalmarktrecht in Lutter/Scheffler/Uwe

H. Schneider (Hrsg.), Handbuch der Konzernfinanzierung, 1998, § 12, S. 332; *Assmann*, Übernahmeangebote im Gefüge des Kapitalmarktrechts, insbesondere im Lichte des Insiderrechts, der Ad hoc-Publizität und des Manipulationsverbots, ZGR 2002, 697; *Assmann*, Unternehmenszusammenschlüsse und Kapitalmarktrecht, ZHR 172 (2008), 635; *Bachmann*, Kapitalmarktrechtliche Probleme bei der Zusammenführung von Unternehmen, ZHR 172 (2008), 597; *Bachmann*, Kapitalmarktpublizität und informationelle Gleichbehandlung, in FS Schwark, 2009, S. 331; *Bachmann*, Ad-hoc-Publizität nach „Geld“, DB 2012, 2206; *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015; *BaFin*, Emittentenleitfaden 2009, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_2009.html; *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_2013.html; *BaFin*, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs), Stand 20.6.2017, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/FAQ/dl_faq_mar_art_17_Ad-hoc.pdf?__blob=publicationFile&v=12; *BaFin*, Art. 17 Abs. 2 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen durch Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate (FAQs), Stand 21.12.2017, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/FAQ/dl_faq_mar_art_17_Zertifikateemittenten.pdf?__blob=publicationFile&v=2; *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017; *Beck*, Kreditderivate als Insidergeschäft, in Gedächtnisschrift Ulrich Bosch, 2006, S. 17; *Becker*, Das neue Wertpapierhandelsgesetz, 1995; *Benner-Heinacher*, Kollidiert die Auskunftspflicht des Vorstands mit dem Insidergesetz?, DB 1995, 765; *Benzinger*, Zivilrechtliche Haftungsansprüche im Zusammenhang mit Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, 2008; *Bergmann/Löffler*, Befugte Mitteilung von Insiderinformationen in Presseerzeugnissen, in Schröder/Sethe (Hrsg.), Kapitalmarktrecht und Pressefreiheit, 2011, S. 95; *Bingel*, Rechtliche Grenzen der Kursstabilisierung nach Aktienplatzierung, 2007; *Bonini/Glos*, Die neuere Rechtsprechung der europäischen Gerichte im Bereich des Bank- und Kapitalmarktrechts, WM 2010, 1821; *Brandt/Süßmann*, Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Folgen für Ablauf und Gestaltung von M&A-Transaktionen, AG 2004, 642; *Bruder*, Die Weitergabe von Insiderinformationen durch Arbeitnehmervertreter, 2008; *Buck-Heeb*, Insiderwissen, Interessenkonflikte und Chinese Walls bei Banken, in FS Hopt, 2010, S. 1647; *Buck-Heeb*, Wissenszurechnung und Verschwiegenheitspflicht von Aufsichtsratsmitgliedern, WM 2016, 1469; *Bühren*, Auswirkungen des Insiderhandelsverbots der EU-Marktmissbrauchsverordnung auf M&A-Transaktionen, NZG 2017, 1172; *Burgard*, Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten und mehrstufigen Entscheidungsprozessen, ZHR 162 (1998), 51; *Bussian*, Due Diligence bei Pakettransaktionen, 2008; *Bussian*, Die Verwendung von Insiderinformationen, WM 2011, 8; *von Buttler/Hammermaier*, Non semper temeritas est felix: Was bedeutet Leichtfertigkeit im Kapitalmarktrecht?, ZBB 2017, 1; *Cahn*, Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG, ZHR 162 (1998), 1; *Cahn*, Das neue Insiderrecht, Der Konzern 2005, 5; *Cascante/Bingel*, Ist „Nutzung“ mehr als „Kenntnis“? Das Insiderhandelsverbot vor dem EuGH, AG 2009, 894; *Cascante/Bingel*, Insiderhandel – in Zukunft leichter nachweisbar? – Die Auslegung des Insiderrechts durch den EuGH und Folgen für die M&A-Praxis, NZG 2010, 151; *Cascante/Topf*, „Auf leisen Sohlen“? – Stakebuilding bei der börsennotierten AG, AG 2009, 53; *Caspari*, Die geplante Insiderregelung in der Praxis, ZGR 1994, 530; *Casper*, Insiderverstöße bei Aktienoptionsprogrammen, WM 1999, 363; *Christoph*, Insiderhandel unter besonderer Berücksichtigung von M&A-Transaktionen, 2010; *CESR*, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06-562b, July 2007; *Claussen*, Neues zur kommenden Insidergesetzgebung, ZBB 1992, 73 (I), 267 (II); *Claussen*, Das neue Insiderrecht, DB 1994, 27; *Claussen*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, 1996; *Claussen/Florian*, Der Emittentenleitfaden, AG 2005, 745; *Claussen/Schwark* (Hrsg.), Insiderrecht für Finanzanalysten, 1997; *Cloppenburg/Kruse*, Die Weitergabe von Insiderinformationen an und durch Journalisten, WM 2007, 1109; *Cramer*, Strafrechtliche Probleme des Insiderhandelsverbots, insbesondere Beihilfe zur fremden Insiderstrafat, AG 1997, 59; *Derleder/Knops/Bamberger* (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2017; *Diehm*, Strafrechtsrelevante Maßnahmen der Europäischen Union gegen Insidergeschäfte und Kursmanipulationen, 2006; *Diekmann/Sustmann*, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), NZG 2004, 929; *Dierl/Fürhoff*, Die geplante europäische Missbrauchsrichtlinie, AG 2002, 604; *Dingeldey*, Die Verpflichtung der Banken zur Weitergabe von Insiderinformationen, DB 1982, 685; *Dreyling*, Die Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, Der Konzern 2005, 1; *Dreyling/Schäfer*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2001; v. *Dryander/Schröder*, Gestaltungsmöglichkeiten für die Gewährung von Aktienoptionen an Vorstandsmitglieder im Lichte des neuen Insiderrechts, WM 2007, 534; *Eichelberger*, Scalping – ein Insiderdelikt?, WM 2003, 2121; *Eichele*, Finanzanalysten und Wirtschaftsjournalisten als Primärsider, WM 1997, 501; *Eisen*, Haftung und Regulierung internationaler Ratingagenturen, 2007, S. 140; *Ekkenga*, Fragen der deliktischen Haftungsbegründung bei Kursmanipulationen und Insidergeschäften, ZIP 2004, 781; *Ekkenga*, Kapitalmarktrechtliche Aspekte der „Investor Relations“, NZG 2001, 1; *Europäische Wirtschaftsgemeinschaft – Kommission*, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts (Segré-Bericht), 1966; *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, 2009; *ESMA*, Final Report – Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28 September 2015, ESMA/2015/1455, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf; *ESMA*, MAR-Leitlinien „Personen, die Marktsondierung erhalten“, 10.11.2016, Deutsche Fassung ESMA/2016/1477 DE, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1477_de.docx; *ESMA*, Questions and Answers On the Market Abuse Regulation, ESMA70-145-111, Version 11, Last updated on 23 March 2018, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf; v. *Falkenhausen/Widder*, Die befügte Weitergabe von Insiderinformationen nach dem AnSVG, BB 2005, 225; *Feddersen*, Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte aus kapitalmarktrechtlicher und steuerlicher Sicht, ZHR 161 (1997), 269; *Figiel*, Die Weitergabe von Insiderinformationen im Aktienkonzernrecht, 2005; *Fleischer*, Ad-hoc-Publizität beim einvernehmlichen vorzeitigen Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden – Der DaimlerChrysler-Musterentscheid des OLG Stuttgart, NZG 2007, 401; *Fleischer*, Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2009, 505; *Fleischer/Schmolke*, Gerüchte im Kapitalmarktrecht, AG 2007, 841; *Fischer*, Insiderrecht und Kapitalmarktcommunication unter besonderer Berücksichtigung des Rechtsrahmens für Finanzanalysten, 2006; *Fromm-Russenschuck/Banerjee*, Die Zulässigkeit des Handels mit Insiderpapieren nach Durchführung einer Due Diligence-Prüfung, BB 2004, 2425; *Fürhoff*, Insiderrechtliche Behandlung von Aktienoptionsprogrammen und Management Buy-Outs, AG 1998, 83; *Fürsich*, Probleme des strafbaren Insiderhandels nach Inkrafttreten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes, 2008; *Geberl/zur Megede*, Aktienrückkauf – Theorie und Kapitalmarktpraxis unter Beachtung der „Safe-harbor-Verordnung“ (EG Nr. 2273/2003), BB 2005, 1861; *Gehrmann*, Das versuchte Insiderdelikt, 2008; *Gehrmann*, Das Spector-Urteil des EuGH – Zur Beweislast-

umkehr beim Insiderhandel, ZBB 2010, 48; *Giering*, Das neue Kapitalmarktmisbrauchsrecht für Emittenten, CCZ 2016, 215; *Ginnich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisition, Diss. Bonn 2007; *Götz*, Die unbefugte Weitergabe von Insiderfakten, DB 1995, 1949; *Götze*, Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Zulassung einer Due Diligence durch AG-Vorstand?, BB 1998, 2326; *Graßl*, Die neue Marktmissbrauchsverordnung der EU, DB 2015, 2066; *Gracz*, Insiderhandel in Deutschland, 2007; *Grechenig*, Schadensersatz bei Verletzung von § 14 WpHG? Insiderhandel bei positiver und negativer Information, ZBB 2010, 232; *Groß*, Kursstabilisierung, in Gedächtnisschrift Ulrich Bosch, 2006, S. 49; *Grothaus*, Reform des Insiderrechts: Großer Aufwand – viel Rechtsunsicherheit – wenig Nutzen?, ZBB 2005, 62; *Gunßer*, Ad-hoc-Publizität bei Unternehmenskäufen und -übernahmen, 2008; *Gunßer*, Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht bei zukunftsbezogenen Sachverhalten, NZG 2008, 855; *Gunßer*, Der Vorlagebeschluss des BGH zum Vorliegen einer „Insiderinformation“ in gestreckten Sachverhalten (Fall „Schrempf“), ZBB 2011, 76; *Hammen*, Pakethandel und Insiderhandelsverbot, WM 2004, 1753; *Harbarth*, Ad-hoc-Publizität beim Unternehmenskauf, ZIP 2005, 1898; *Hartmann*, Juristische und ökonomische Regelleitungsprobleme des Insiderhandels, 1999; *Hasselbach*, Die Weitergabe von Insiderinformationen bei M&A-Transaktionen mit börsennotierten Aktiengesellschaften, NZG 2004, 1087; *Heinsius*, Anlageberatung durch Kreditinstitute, ZHR 145 (1981), 177; *Heise*, Der Insiderhandel an der Börse und dessen strafrechtliche Bedeutung, 2000; *Hellgardt*, Europarechtliche Vorgaben für die Kapitalmarktinformationshaftung de lege lata und nach Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung AG 2012, 154; *Hemeling*, Gesellschaftsrechtliche Fragen der Due Diligence beim Unternehmenskauf, ZHR 169 (2005), 274; *Herbold*, Das Verwendungsmerkmal im Insiderhandelsverbot – unter besonderer Berücksichtigung des Pakethandels und der Due Diligence, 2009; *Hess/Krämer*, Zulässigkeit und Grenzen der Kursstabilisierung bei Aktienplatzierungen in FS Döser, 1999, S. 171; *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit, 2006; *Hopt*, Europäisches und deutsches Insiderrecht, ZGR 1991, 17; *Himmelreich*, Insiderstrafverfolgung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2013; *Hopt*, Insiderwissen und Interessenkonflikte im europäischen und deutschen Bankrecht, in FS Heinsius, 1991, S. 289; *Hopt*, Auf dem Weg zum deutschen Insidergesetz – Die Vorüberlegungen vom Herbst 1992, in FS Beusch, 1993, S. 393; *Hopt*, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, ZHR 159 (1995), 135; *Hopt*, Ökonomische Theorie und Insiderrecht, AG 1995, 353; *Hopt*, Das neue Insiderrecht nach §§ 12 ff. WpHG – Funktion, Dogmatik, Reichweite, in Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung, Bankrechtstag 1995, 1996, S. 3; *Hopt*, Familien- und Aktienpools unter dem Wertpapierhandelsgesetz, ZGR 1997, 1; *Hopt*, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, in FS Lutter, 2000, S. 1361; *Hopt*, Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, ZGR 2002, 333; *Hopt*, 50 Jahre Anlegerschutz und Kapitalmarktrecht: Rückblick und Ausblick, WM 2009, 1873; *Hopt/Kumpian*, Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität bei M&A – Unternehmenskäufe und Übernahmeangebote und Marktmissbrauchsverordnung (MAR), ZGR 2017, 765; *Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht, 1973; *Hopt/Wymeersch* (eds.), European Insider Dealing, 1991; *Joussen*, Auskunftspflicht des Vorstands nach § 131 AktG und Insiderrecht, DB 1994, 2485; *Kaiser*, Die Sanktionierung von Insiderverstößen und das Problem der Kursmanipulation, WM 1997, 1557; *Kemnitz*, Due Diligence und neues Insiderrecht, 2007; *Kiesewetter/Parmentier*, Verschärfung des Marktmissbrauchsrechts – ein Überblick über die neue EU-Verordnung über Insidergeschäfte und Marktmanipulation, BB 2013, 2371; *Klasen*, Insiderrechtliche Fragen zu aktienorientierten Vergütungsmodellen, AG 2006, 24; *Klie*, Die Zulässigkeit einer Due Diligence im Rahmen des Erwerbs von börsennotierten Gesellschaften nach Inkrafttreten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (AnSVG), 2008; *Klöhn*, Insiderhandel vor deutschen Strafgerichten – Implikationen des freenet-Beschlusses des BGH, DB 2010, 769; *Klöhn*, Die Regelung selektiver Informationsweitergabe gem. 15 Abs. 1 Satz 4 u. 5 WpHG – eine Belastungsprobe, WM 2010, 1869; *Klöhn*, Grenzen des insiderrechtlichen Verbots selektiver Informationsweitergabe an professionelle Marktteilnehmer, in FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 633; *Klöhn*, Der „gestreckte Geschehensablauf“ vor dem EuGH, NZG 2011, 166; *Klöhn*, Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot nach „Lafonta“, NZG 2015, 809; *Klöhn*, Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, AG 2016, 423; *Klöhn*, Finanzjournalismus und neues Marktmissbrauchsrecht, WM 2016, 2241; *P. Koch*, Ermittlung und Verfolgung von strafbarem Insiderhandel, 2005; *St. Koch*, Neuerungen im Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität, DB 2005, 267; *Th. Koch*, Due Diligence und Beteiligungserwerb aus Sicht des Insiderrechts, 2006; *Kocher/Widder*, Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, CFL 2011, 88; *Kondring*, Zur Anwendung deutschen Insiderstrafrechts auf Sachverhalte mit Auslandsberührung, WM 1998, 1369; *Krauel*, Insiderhandel, 2000; *Krause*, Kapitalmarktrechtliche Compliance: neue Pflichten und drastisch verschärfte Sanktionen nach der EU-Marktmissbrauchsverordnung CCZ 2014, 249; *Krause/Brellochs*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A- und Kapitalmarkttransaktionen im europäischen Rechtsvergleich, AG 2013, 309; *Kümpel*, Zum Begriff der Insiderfakten, WM 1994, 2137; *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, 2. Aufl. 2006; *Kuntz*, Informationsweitergabe durch die Geschäftsleiter beim Buyout unter Managementbeteiligung, 2009; *Kuthe*, Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 883; *Langenbacher*, In Brüssel nicht Neues? – Der „verständige Anleger“ in der Marktmissbrauchsverordnung, AG 2016, 417; *Langenbacher/Brenner/Gellings*, Zur Nutzung von Insiderinformationen nach der Marktmissbrauchsrichtlinie, BKR 2010, 133; *Lenenbach*, Scalping: Insiderdelikt oder Kursmanipulation, ZIP 2003, 243; *Leppert/Stürwald*, Die insiderrechtlichen Regelungen des Vorschlags für eine Marktmissbrauchsrichtlinie und der Stand der Umsetzung im deutschen Wertpapierhandelsrecht, ZBB 2002, 90; *Leuering*, Die Ad-hoc-Pflicht auf Grund der Weitergabe von Insiderinformationen (§ 15 I 3 WpHG), NZG 2005, 12; *Leuering*, Behandlung zukünftiger Umstände im Recht der Ad-hoc-Publizität, DStR 2008, 1287; *Leuering*, Praxisprobleme der Ad-hoc-Mitteilungspflicht, in VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2008, 2009, S. 171; *Liebscher*, Das Übernahmeverfahren nach dem neuen Übernahmegesetz, ZIP 2001, 853; *Liekefett*, Due diligence bei M&A-Transaktionen, 2005; *Lotze*, Insiderrechtliche Beurteilung von Aktienoptionsplänen, 2000; *Lücker*, Der Straftatbestand des Missbrauchs von Insiderinformationen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), 1998; *Lutter/Scheffler/Uwe H. Schneider* (Hrsg.), Handbuch der Konzernfinanzierung, 1998; *Meißner*, Die Stabilisierung und Pflege von Aktienkursen im Kapitalmarkt- und Aktienrecht, 2005; *Menke*, Befugnis des Vorstands einer börsennotierten Aktiengesellschaft zur bevorzugten Information eines Aktionärs, NZG 2004, 697; *Merkner/Sustmann*, Reform des Marktmissbrauchsrechts: Die Vorschläge der Europäischen Kommission zur Verschärfung des Insiderrechts, AG 2012, 315; *Meyer/Kiesewetter*, Rechtliche Rahmenbedingungen des Beteiligungsaufbaus im Vorfeld von Unternehmensübernahmen, WM 2009, 340; *Mock*, Gestreckte Verfahrensabläufe im Europäischen Insiderhandelsrecht, ZBB 2012, 286; *Möllers*, Insiderinformation und Befreiung von der Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 3 WpHG, WM 2005, 1393; *Mühlbauer*, Zur Einordnung des „Scalping“ durch Anlageberater nach dem WpHG, wistra 2003, 169; *Müller*, Gestattung der Due Dil-

gence durch den Vorstand der Aktiengesellschaft, NJW 2000, 3452; *Neumann*, Gerüchte als Kapitalmarktinformationen, 2010; *Nietsch*, Internationales Insiderrecht, Berlin 2004; *Nietsch*, Die Verwendung der Insiderinformation, ZHR 174 (2010), 557; *Nikoleyczik/Gubitz*, Das Insiderhandelsverbot bei M&A-Transaktionen nach der „Spector“-Entscheidung des EuGH, GWR 2010, 159; *Panaris*, Insidertatsache und Primärs insider – Eine Untersuchung zu den Zentralbegriffen des § 13 Abs. 1 WpHG, Berlin, 1998; *Parmentier*, Ad-hoc-Publizität bei Börsengang und Aktienplatzierung, NZG 2007, 407; *Parmentier*, Die Verhandlung eines Rechtssetzungsvorschlags, BKR 2013, 133; *Parmentier*, Insiderinformation nach dem EuGH und vor der Vereinheitlichung, WM 2013, 970; *Poelzig*, Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, NZG 2016, 528; *Potacs*, Effet utile als Auslegungsgrundsatz, EuR 2009, 465; *Ransiek*, Die Verwendung von Insiderinformationen, in FS Harro Otto, 2007, S. 715; *Ransiek*, Insiderstrafrecht und Unschuldsvermutung, wistra 2011, 1; *Reichert/Ott*, Unternehmensplanung und Insiderrecht, in FS Hopt, 2010, S. 2385; *Renz/Leibold*, Die neuen strafrechtlichen Sanktionsregelungen im Kapitalmarktrecht, CCZ 2016, 157; *Rodewald/Tüxen*, Neuregelung des Insiderrechts nach dem Anlegererschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) (Neue Organisationsanforderungen für Emittenten und ihre Berater), BB 2004, 2249; *Röder/Merten*, Ad-hoc-Publizitätspflicht bei arbeitsrechtlich relevanten Maßnahmen, NZA 2005, 268; *Rubner/Pospiech*, Die EU-Marktmissbrauchsverordnung – verschärfte Anforderungen an die kapitalmarktrechtliche Compliance auch für den Freiverkehr, Vierten Geldwäscherichtlinie 2016, 228; *Schäfer* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, 1999; *Schall*, Insiderinformation und zivilrechtliche Aufklärungspflicht – Das Leitbild des Individualvertrags als neue Perspektive, JZ 2010, 392; *Schlitt/Schäfer*, Quick to Market – Aktuelle Rechtsfragen im Zusammenhang mit Block-Trade-Transaktionen, AG 2004, 346; *Schmidt-Diemitz*, Pakethandel und das Weitergabeverbot von Insiderwissen, DB 1996, 1809; *Schmitz*, BGH, 6.11.2003 – 1 StR 24/03. Zur strafrechtlichen Einordnung des „Scalping“, JZ 2004, 522; *I. Schneider*, Unternehmenserwerb mit Informationen aus einer Due Diligence kein strafbarer Insiderhandel, DB 2005, 2678; *Sven H. Schneider*, Die Weitergabe von Insiderinformationen, NZG 2005, 702; *Sven H. Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006; *Uwe H. Schneider*, Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern, ZIP 1996, 1769; *Uwe H. Schneider*, Die Weitergabe von Insiderinformationen im Konzern, in FS Wiedemann, 2002, S. 1255; *Uwe H. Schneider/Singhof*, Die Weitergabe von Insidertatsachen in der konzernfreien Aktiengesellschaft, insbesondere im Rahmen der Hauptversammlung und an einzelne Aktionäre – Ein Beitrag zum Verhältnis von Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht, in FS Kraft, 1998, S. 585; *Schockenhoff*, Geheimhaltung von Compliance-Verstößen, NZG 2015, 409; *Schröder*, Strafrechtliche Risiken für den investigativen Journalismus? – Die Meinungs- und Pressefreiheit und das Wertpapierhandelsgesetz, NJW 2009, 465; *Schröder*, Der Richter als Insider, in FS Nobbe, 2009, S. 755; *Schröder*, Journalistische Unternehmensberichterstattung und Strafrecht, in Schröder/Sethe (Hrsg.), Kapitalmarktrecht und Pressefreiheit, 2011, S. 75; *Schröder/Sethe*, Schnittstellen von Medizinrecht und Kapitalmarktrecht, in FS Fischer, 2010, S. 461; *Schröder/Sethe* (Hrsg.), Kapitalmarktrecht und Pressefreiheit, 2011; *Schroeder*, Darf der Vorstand der Aktiengesellschaft dem Aktienkäufer eine Due Diligence gestatten?, DB 1997, 2161; *Schroeder*, Geschäftsführer, Gesellschafter und Mitarbeiter der GmbH als Insider – Über die strafrechtlichen Risiken des Insiderrechts in der Sphäre der GmbH, GmbHR 2007, 907; *Schulz*, Das Insiderhandelsverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG im Lichte der Spector-Rechtsprechung des EuGH, ZIP 2010, 609; *Schwark*, Ad hoc-Publizität und Insiderrecht bei mehrstufigen Unternehmensentscheidungen in FS Bezzenberger, 2000, S. 771; *Schweizer*, Insiderverbote – Interessenkonflikte und Compliance: Auswirkungen der Insiderregulierung auf deutsche Banken, 1996; *Seibt*, Finanzanalysten im Blickfeld von Aktien- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2006, 501; *Seibt*, Europäische Finanzmarktregulierung zu Insiderrecht und Ad hoc-Publizität, ZHR 177 (2013), 388; *Seibt*, 1 Jahr Marktmissbrauchsverordnung (MAR) aus Praxissicht, in Bankrechtstag 2017, 2018, S. 81; *Seibt/Wollenschläger*, Revision des Marktmissbrauchsrechts durch Marktmissbrauchsverordnung und Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Marktmanipulation, AG 2014, 593; *Sethe*, Die Verschärfung des insiderrechtlichen Weitergabeverbots, ZBB 2006, 243; *Singhof*, Zur Weitergabe von Insiderinformationen im Unterordnungskonzern, ZGR 2001, 146; *Singhof*, „Market Sounding“ nach der Marktmissbrauchsverordnung, ZBB 2017, 193; *Singhof/Singhof/Weber*, Neue kapitalmarktrechtliche Rahmenbedingungen für den Erwerb eigener Aktien, AG 2005, 549; *Smid*, Der Journalist als Insider aufgrund öffentlich zugänglicher Informationen?, AfP 2002, 1; *Söhner*, Praxis-Update Marktmissbrauchsverordnung: Neue Leitlinien und alte Probleme, BB 2017, 259; *Soesters*, Die Insiderhandelsverbote des Wertpapierhandelsgesetzes, 2002; *Speier*, Insiderhandel und Ad-hoc-Publizität nach Anlegererschutzverbesserungsgesetz: rechtliche Grundlagen und ausgewählte Fragen in einem veränderten kapitalmarktrechtlichen Gewand, 2009; *Spindler*, Finanzanalyse vs. Finanzberichterstattung: Journalisten und das AnSVG, NZG 2004, 1138; *Spindler*, Kapitalmarktreform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, NJW 2004, 3449; *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, 1999; *Stemper*, Marktmissbrauch durch Ratingagenturen?, WM 2011, 1740; *Stenzel*, Managementbeteiligungen und Marktmissbrauchsverordnung, DStR 2017, 883; *Stoffels*, Grenzen der Informationsweitergabe durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft im Rahmen einer „Due Diligence“, ZHR 165 (2001), 362; *Streißle*, Insiderrechtliche Aspekte von Pflichtangeboten, BKR 2003, 788; *Sturm*, Die kapitalmarktrechtlichen Grenzen journalistischer Arbeit, ZBB 2010, 20; *Süßmann*, Insiderhandel – Erfahrungen aus der Sicht des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel, AG 1997, 63; *Süßmann*, Die befugte Weitergabe von Insidertatsachen, AG 1999, 162; *Szesny*, Insiderdelikte (§§ 14 Abs. 1, 38 Abs. 1 WpHG), in Böttger (Hrsg.), Wirtschaftsstrafrecht in der Praxis, 2011, Kap. 6 II.; *Szesny*, Das Sanktionsregime im neuen Marktmissbrauchsrecht, DB 2016, 1420; *Tippach*, Das Insider-Handelsverbot und die besonderen Rechtspflichten der Banken, 1995; *Trüg*, Konzeption und Struktur des Insiderstrafrechts, 2014; *Vaupell/Uhl*, Insiderrechtliche Aspekte bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen, WM 2003, 2126; *Veil*, Prognosen im Kapitalmarktrecht, AG 2006, 690; *Veil*, Der Schutz des verständigen Anlegers durch Publizität und Haftung im europäischen und nationalen Kapitalmarktrecht, ZBB 2006, 162; *Veil*, Weitergabe von Informationen durch den Aufsichtsrat an Aktionäre und Dritte, ZHR 172 (2008), 239; *Veil*, Europäisches Insiderrecht 2.0 – Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD, ZBB 2014, 85; *Veil/Koch*, Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung des Marktmissbrauchs, WM 2011, 2297-2306; *Versteegen/Schulz*, Auslegungsfragen des Insiderhandelsverbots gem. § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG bei Teilnahme an Aktienoptionsprogrammen, ZIP 2009, 110; *Viciano-Gofferje/Cascante*, Neues aus Brüssel zum Insiderrecht – die Marktmissbrauchsverordnung, NZG 2012, 968; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, 2010; *Vogel*, Scalping als Kurs- und Marktpreismanipulation, NSTZ 2004, 252; *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache – Eine Untersuchung zu § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG unter Berücksichtigung der Ad-hoc-Publizität im Vereinigten Königreich, 2002; *Walther*, Auf dem Weg zum europäischen Insider-

Recht, in FS Heinsius, 1991, S. 875; M. Weber, Scalping – Erfindung und Folgen eines Insiderdelikts, NJW 2000, 562; Widder, Gewinnherausgabe bei Insiderstößen, in Liber discipulorum Gerrit Winter, 2002, S. 327; Widder, Insiderrisiken und Insider-Compliance bei Aktienoptionsprogrammen für Führungskräfte, WM 2010, 1882; Widder, Masterpläne, Aktienrückkaufprogramme und das Spector-Urteil des EuGH bei M&A-Transaktionen, BB 2010, 515; Widder, Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten – BGH legt Auslegungsfragen dem EuGH vor, GWR 2011, 1; Widder/Kocher, Die Zeichnung junger Aktien und das Insiderhandelsverbot, AG 2009, 654; Wittich, Erfahrungen mit der Ad hoc-Publizität in Deutschland, AG 1997, 3; Wölk, Ad hoc-Publizität - Erfahrungen aus der Sicht des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel, AG 1997, 79; Wohlers/Mühlbauer, Finanzanalysten, Wirtschaftsjournalisten und Fondsmanager als Primär- oder Sekundärinsider, wistra 2003, 41; M. Wolf, Zivilrechtlicher Anlegerschutz beim Insiderhandel, in FS Döser, 1999, S. 255; Wüsthoff, Der Auskunftsanspruch des Aktionärs nach § 131 Aktiengesetz zwischen Insider-Verboten und Ad-hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz, 2000; Zetzsche, Normaler Geschäftsgang und Verschwiegenheit als Kriterien für die Weitergabe transaktionsbezogener Insiderinformationen an Arbeitnehmer, NZG 2015, 817; Ziemons, Die Weitergabe von Unternehmensinterna an Dritte durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft, AG 1999, 492; Ziemons, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 537; Ziouvas, Das neue Kapitalmarktstrafrecht – Europäisierung und Legitimation, 2005; Zuzak, Ökonomische Analyse der Regulierung des Insiderhandels, 2008; zur Megede, Insidergeschäfte, in Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl. 1997, § 14.

S. im Übrigen das Allgemeine Schrifttumsverzeichnis.

I. Entwicklung des deutschen und europäischen Insiderrechts	1	a) Systematik des neuen Insiderrechts	18
1. Der Weg zu einem europäischen Insiderrecht	1	b) Sanktionen bei Verstößen gegen insiderrechtliche Vorschriften	26
a) Die Entwicklung des Insiderrechts in Deutschland	2	c) Regelungszweck des Insiderrechts und Schutzgut	29
b) Die Entwicklung zur Harmonisierung des Insiderrechts in Europa	7	2. Durchführungs- und Delegierte Rechtsakte, ESMA-Leitlinien und Verlautbarungen der BaFin mit Bezug zum Insiderrecht nach der Marktmissbrauchsverordnung	31
2. Von der Harmonisierung des mitgliedstaatlichen Insiderrechts durch Richtlinien zum unmittelbar geltenden Insiderrecht in Gestalt der Marktmissbrauchsverordnung	11	a) Insiderinformation (Art. 7 VO Nr. 596/2014)	32
3. Flankierend: Marktmissbrauchsrichtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation	15	b) Marktsondierung (Art. 11 VO Nr. 596/2014)	33
II. Die Regelungen der Marktmissbrauchsverordnung zum Insiderrecht	18	c) Veröffentlichung von Insiderinformationen (Art. 17 VO Nr. 596/2014)	35
1. Systematik der Neuregelung, Sanktionen gegen Verstöße und Zweck des Insiderrechts	18	d) Insiderlisten (Art. 18 VO Nr. 596/2014)	38
		III. Marktmissbrauchsverordnung und deutsches Recht	39

I. Entwicklung des deutschen und europäischen Insiderrechts. 1. Der Weg zu einem europäischen Insiderrecht. Die gesetzliche Regelung des Insiderhandels in Deutschland und durch europäische Rechtsakte ist jung¹. 1

a) Die Entwicklung des Insiderrechts in Deutschland. In Deutschland wurde der Umgang mit Insiderinformationen in Gestalt von Insidergeschäften mit Finanzinstrumenten erstmals mit dem durch das **Zweite Finanzmarktförderungsgesetz**² eingeführten WpHG einer gesetzlichen Regelung unterworfen. Bis dahin gehörte Deutschland zu den wenigen (europäischen und außereuropäischen) Staaten mit einem entwickelten Kapitalmarkt, die über kein gesetzliches Insiderrecht verfügten. Auch der **Segré-Bericht** über den Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts von 1966, hat keine gesetzliche Regelung des Insiderhandels nach sich zu ziehen vermocht: Er erwähnte das Problem der rechtlichen Regelung des Insiderhandels zwar nur am Rande, wies ihm indes bereits eine bedeutende Rolle bei der Schaffung der Bedingungen für einen funktionsfähigen europäischen Wertpapiermarkt zu³. Das hatte, im Zuge der Vorhaben des Bundeswirtschaftsministeriums zur **Reform des Börsenrechts**⁴, auch entsprechende Überlegungen zur Regelung des Insiderhandels nach sich gezogen, doch wurden diese von den Börsen und den betroffenen Wirtschaftskreisen nachdrücklich abgelehnt und in die Bahnen der Selbstregulierung auf Freiwilligkeitsbasis überführt. 2

Zweifellos mit dem Ziel der Verhinderung entsprechender gesetzlicher Maßnahmen⁵ verabschiedete die seinerzeit beim Bundeswirtschaftsministerium angesiedelte **Börsensachverständigenkommission** im November 1970 „Empfehlungen zur Lösung der sog. Insider-Probleme“. Sie enthielten **Insiderhandels-Richtlinien** sowie Händler- und Beraterregeln, die 1971 durch Erläuterungen und eine Verfahrensordnung für die bei den Bör- 3

1 Zur Entwicklungsgeschichte des Insiderrecht in Deutschland und Europa s., jeweils m.w.N., Assmann in 6. Aufl., Vor § 12 WpHG Rz. 1 ff.; Sethe in Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 1 ff.
 2 BGBl. I 1994, 1749.
 3 Europäische Wirtschaftsgemeinschaft – Kommission, S. 32, 263 f.
 4 Der einschlägige Entwurf von 1967 ist abgedruckt in Beyer-Fehling/Bock, Die deutsche Börsenreform und Kommentar zur Börsengesetzsnovelle, 1975, S. 159; vgl. Schwark, BörsG, 2. Aufl. 1994, Einl. Rz. 11.
 5 Ebenso Walther in FS Werner, 1984, S. 941.

sen zu bildenden Prüfungskommissionen ergänzt wurden¹. Die eingeschlagene Strategie erwies sich als erfolgreich: Nachdem die Reform des Börsengesetzes 1975 ohne gesetzliche Regelung des „Insider-Problems“ pasierte, wurden die seit 1972 geltenden „Empfehlungen“ 1976 unter Berücksichtigung der bisherigen Erfahrungen und der teils heftigen Kritik² an denselben neu gefasst³. Sie stellten, 1988 noch einmal modifiziert⁴, bis zur endgültigen Verabschiedung des 2. FFG den deutschen Weg zur rechtlichen Erfassung des Insiderhandels dar⁵. Ihrem rechtlichen Status nach waren sie weder Rechtsnorm noch Handelsbrauch⁶ und erlangten Geltung nur durch vertraglich begründete Anerkennung⁷. Dementsprechend erfasste dieses System der Selbstregulierung den Insiderhandel nur sehr lückenhaft und verfügte zudem über keinen Erkennungs- und Überwachungsapparat.

- 4 Versuche, die als ineffektiv kritisierten Insiderempfehlungen durch gesetzliche Maßnahmen abzulösen, kamen über entsprechende Gesetzgebungsvorschläge aus dem Lager der **Rechtswissenschaft** nie hinaus. Die von *Hopt/Will* in ihrer Studie zum europäischen Insiderrecht unterbreiteten Regelungsvorschläge in Gestalt von zwei Regelungsmodellen wollten ein deutsches Insiderrecht indes in den europäischen Kontext eingebettet wissen und zielten deshalb in der Sache mehr auf eine Rechtsangleichungsinitiative der EG. Gleichwohl hat diese Arbeit auch die Diskussion über die Notwendigkeit und die mögliche Gestalt eines *deutschen* Gesetzes zur Regelung des Insiderhandels nachhaltig belebt. In ihrem Gefolge unterbreitete der **Arbeitskreis Gesellschaftsrecht** 1976 einen rechtspolitisch ausführlich begründeten und in 41 Paragraphen ausformulierten Vorschlag eines Insiderhandels-Gesetzes, welches er – nicht ganz ohne Informationswert für die konzeptionelle Grundlage des Entwurfs – als „Gesetz gegen unlautere Börsengeschäfte in Wertpapieren“ titulierte.
- 5 Doch weder solche Vorstöße noch die erst gegen Ende der siebziger Jahre des letzten Jahrhunderts abflauende breite und kritische Auseinandersetzung mit der seinerzeitigen Sach- und Regelungslage konnten den **Widerstand gegen eine gesetzliche Regelung** brechen und die Aufgabe des Selbstregulierungsansatzes bewirken. Angesichts weitaus offenkundigeren Problemdrucks und Modernisierungsbedarfs im deutschen Verbands- und Kapitalmarktrecht kann es deshalb nicht verwundern, dass Insiderhandelsfragen als „Nebenkriegsschauplatz“ in der „Schlacht um den Anleger“⁸ betrachtet wurden.
- 6 Spektakuläre und gravierende **Fälle von Insidergeschäften**, die allein durch eine gesetzliche Statuierung eines Insiderhandelsverbots hätten angemessen erfasst werden können, wurden in Deutschland bis zur Einführung des WpHG nicht aufgedeckt. Nicht innerer, sondern äußerer Druck war es dementsprechend, der den deutschen Gesetzgeber dazu zwang und es ihm auch letztlich erst ermöglichte, ohne Widerstand der langjährigen Befürworter der Selbstregulierungs-Lösung eine gesetzliche Regelung des Insiderhandels auf den Weg zu bringen. Der entscheidende Dammbbruch vollzog sich auf der **Ebene der Gemeinschaftspolitik**, doch musste sich hierzu erst reichlich Wasser aus der EG-Quelle ansammeln.
- 7 **b) Die Entwicklung zur Harmonisierung des Insiderrechts in Europa.** Seinen ersten gemeinschaftsrechtlich relevanten Niederschlag fand der im *Segré-Bericht* geäußerte Standpunkt von der Bedeutung einer Regelung des Insiderhandels für einen funktionsfähigen europäischen Wertpapiermarkt bereits in dem 1970 unterbreiteten Vorschlag über das **Statut der Europäischen Aktiengesellschaft**⁹, in dessen Art. 82¹⁰ sich schon Bestimmungen über den Insiderhandel fanden. Weitergehende Bemühungen zur Schaffung eines gemeinschaftsweit einheitlichen Insiderrechts kamen jedoch über einige unverbindliche Empfehlungen (nach Art. 189 Abs. 5 EWGV, heute Art. 288 Abs. 5 AEUV) an die Mitgliedstaaten in Gestalt der „**Europäischen Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen**“¹¹ zunächst nicht hinaus. Einfluss auf die deutsche Rechtslage haben die Wohlverhaltensregeln nicht einmal indirekt ausgeübt: In einigen Punkten umgearbeitet, reichte sie das Bundesfinanzministerium, ebenfalls als Empfehlung, an die „beteiligten Wirtschaftskreise“ weiter¹².
- 8 Doch waren die EG-Wohlverhaltensregeln nur eine Plattform bei der Verwirklichung des seit 1976 verstärkt vorangetriebenen, allerdings schon wegen der erheblichen Divergenzen in den einschlägigen mitgliedstaatli-

1 Sämtliche abgedruckt in *Hopt/Will*, S. M-100; auch in *ZfK* 1970, Beil. zu Heft 24.

2 S. die Nachw. bei *Assmann*, AG 1994, 197 Fn. 18.

3 Abgedruckt etwa bei *Schwark*, BörsG, 1. Aufl. 1976, Anhang II, S. 481 ff.; Nachweise zum Schrifttum bei *Assmann*, AG 1994, 197 Fn. 19.

4 *BAnz.* 1988, 2883 = *WM* 1988, 1105 = *ZIP* 1988, 873 = *Baumbach/Hopt*, HGB, 29. Aufl. 1995, (16).

5 Zur Bedeutung der Empfehlungen, namentlich der Insiderhandels-Richtlinien, nach dem Inkrafttreten des WpHG s. *Hopt* in *Bankrechts-Handbuch*, 1. Aufl. 1997, § 107 Rz. 6 f. und *zur Megede*, § 14 Rz. 6 ff.

6 *Baumbach/Hopt*, HGB, 29. Aufl. 1995 (16), Einl. Rz. 3.; *zur Megede*, § 14 Rz. 14.

7 *Baumbach/Hopt*, HGB, 29. Aufl. 1995 (16), Einl. Rz. 4 und (17), Rz. 1; *zur Megede*, Insidergeschäfte, in *Assmann/Schütze* (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 1. Aufl. 1990, § 14 Rz. 15.

8 *Mertens*, *ZHR* 138 (1974), 269, 270.

9 *ABl. EG* Nr. C 124 v. 10.10.1970, S. 1.

10 Abgedruckt und erläutert bei *Hopt/Will*, S. M-118 ff. bzw. S. 140 ff.

11 *ABl. EG* Nr. L 212 v. 20.8.1977, S. 37; Textberichtigung *ABl. EG* Nr. L 294 v. 18.11.1977, S. 28.

12 Text bei *Lutter*, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 2. Aufl. 1984, S. 307, in Gegenüberstellung zu den Kommissionsempfehlungen; näher dazu *Lutter*, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 2. Aufl. 1984, S. 56.

chen Rechten nicht eben leicht zu verwirklichenden Plans zur **Entwicklung und Verabschiedung einer Insiderrichtlinie**. Die Kommission brauchte immerhin bis zum Mai 1987, um den ersten Vorschlag einer Richtlinie betreffend Insidergeschäfte vorzulegen¹, dem im Oktober 1988, nach Stellungnahmen des Europäischen Parlaments² und des Wirtschafts- und Sozialausschusses³, ein geänderter Vorschlag⁴ folgte. Nachdem der Rat am 18.7.1989 seinen gemeinsamen Standpunkt formuliert hatte, wurde die Richtlinie am 13.11.1989 verabschiedet⁵. Dass dies überhaupt (und zudem in der Kürze der seit dem ersten Vorschlag verstrichenen Zeit) realisiert werden konnte, war im Wesentlichen drei Faktoren zu verdanken: Zunächst dem vom Programm zur Vollendung des Binnenmarktes⁶ ausgehenden Sog, der auch dieses Richtlinienprojekt erfasste; sodann dem Schachzug, das Vorhaben der Rechtsangleichung mitgliedstaatlichen Insiderrechts mit dem geänderten Richtlinien-vorschlag denjenigen Maßnahmen zuzuschlagen, die (als der Vollendung des Binnenmarktes dienend) durch Mehrheitsentscheidung verabschiedet werden konnten; und schließlich dem Umstand, dass der deutsche Finanzplatz wegen angeblich zu laxer Kontrolle auf der Grundlage vermeintlich unzureichender gesetzlicher Kontrollen international zunehmend ins Zwielicht geriet.

Deutschland hatte sich lange Zeit gegen eine Richtlinie zur Harmonisierung des Insiderrechts in der Europäischen Gemeinschaft gestemmt, die für das Land vorhersehbar zu einer ersten gesetzlichen Regelung des Insiderhandels führen musste. Die Sorge um die Reputation des Finanzplatzes Deutschland brach aber nicht nur den Widerstand der Befürworter einer auf Selbstregulierung und Freiwilligkeit beruhenden Insiderregelung, sondern ließ sogar aus ihren Reihen den Ruf nach einer gesetzlichen Regelung immer stärker werden. Diese Sinnesänderung hatte freilich rein pragmatische Gründe: Deutsche Kapitalanlageprodukte und Emittenten stießen bei ihren Versuchen, den amerikanischen Kapitalmarkt in Anspruch zu nehmen, auf den Widerspruch der amerikanischen Aufsichtsbehörde SEC und der Börsen des Landes⁷; im Wettbewerb um die Ansiedlung einer europäischen Zentralbank wurde den Deutschen ein zurückgebliebenes Kapitalmarktregelungs- und -aufsichtssystem vorgehalten; und schließlich drohte unter dem Druck vergleichbarer Argumente der deutsche Finanzplatz seine Konkurrenzfähigkeit auch international aufs Spiel zu setzen. Neben dem Vorwurf der fehlenden staatlichen Marktaufsicht und der gesetzlichen Regelung einzelner Kapitalmarkttransaktionen (wie etwa Übernahmeangebote) spielte dabei auch immer wieder die Behauptung einer unzureichenden Insiderhandelskontrolle eine Rolle.

Die 1989 verabschiedete Richtlinie 89/592/EWG vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insidergeschäfte⁸ war bis zum 1.6.1992 in nationales Recht umzusetzen. Dass dies in der gesetzten Frist nicht gelang, war im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die Insiderregelung Bestandteil einer Reihe zusätzlicher Maßnahmen zur Umsetzung weiterer EG-Richtlinien⁹ und zur Modernisierung des Finanzplatzes Deutschland¹⁰ sein sollte. Vor allem war die Insiderrechtsfrage eng mit der konfliktbehafteten Neuordnung der Börsenaufsicht weg von der bestehenden Rechtsaufsicht über die Börsen hin zu einer zentralen Marktaufsicht über den gesamten Wertpapierhandel verbunden. Die gesetzgeberischen Schwierigkeiten, die mit der Schaffung (nicht nur) des neuen Insiderrechts einhergingen, lassen sich auch daraus ermessen, dass – rechnet man einen der interessierten Öffentlichkeit nicht bekannt gemachten Entwurf („Vorentwurf“) einer Insiderregelung vom Herbst 1992 hinzu¹¹ – erst die vierte Entwurfsfassung eines Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes ins Bundeskabinett gelangte und dort verabschiedet wurde.

2. Von der Harmonisierung des mitgliedstaatlichen Insiderrechts durch Richtlinien zum unmittelbar geltenden Insiderrecht in Gestalt der Marktmissbrauchsverordnung. Die Grundlagen der Harmonisierung des mitgliedstaatlichen Insiderrechts durch Richtlinie 89/592/EWG vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insidergeschäfte (Rz. 10) blieben bis 2003 unverändert. Dementsprechend hat sich die Regelung des Insiderrechts im WpHG in diesem Zeitraum nur geringfügig geändert. Wo es Änderungen gab, haben das Insiderrecht in seinem materiell-rechtlichen Regelungsgehalt unberührt gelassen und lediglich die Effektivierung der Insiderüberwachung zum Gegenstand gehabt. Erst die Verabschiedung der **Marktmiss-**

1 ABl. EG Nr. C 153 v. 11.6.1987, S. 8.

2 ABl. EG Nr. C 187 v. 18.7.1987, S. 93.

3 ABl. EG Nr. C 35 v. 8.2.1989, S. 22.

4 ABl. EG Nr. C 277 v. 27.10.1988, S. 13.

5 ABl. EG Nr. L 334 v. 18.11.1989, S. 30.

6 *Kommission der Europäischen Gemeinschaften*, Vollendung des Binnenmarktes, Weißbuch der Kommission an den Europäischen Rat, 1985.

7 Vgl. *Hopt* in FS Beusch, S. 395.

8 ABl. EG Nr. 334 v. 18.11.1989, S. 30.

9 Hinzu kam, dass die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (ABl. EG Nr. L 141 v. 11.6.1993, S. 27), welche im 2. FFG nach anfänglichen Plänen mit umgesetzt werden sollte, ihrerseits erst später als erwartet verabschiedet werden konnte.

10 Vgl. die Anfang 1992 veröffentlichte Verlautbarung des Bundesministers der Finanzen „Konzept Finanzplatz Deutschland“ (abgedruckt in WM 1992, 420), in welcher erstmals auch die groben Umrisse der zukünftigen deutschen Insiderregelung erkennbar wurden (WM 1992, 423).

11 *Assmann* in 5. Aufl. 2009, Einl. Rz. 16 a.E.

brauchsrichtlinie 2003/6/EG vom 28.1.2003¹ sowie der zu dieser ergangenen **Durchführungsrechtsakte**² – allen voran der Richtlinie 2003/124/EG zur Durchführung der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG³ – hat Bewegung in das europäisch-mitgliedstaatliche Insiderrecht gebracht. Es hat, ohne den Ansatz des Harmonisierungskonzepts der Insiderrichtlinie 89/592/EWG vom 13.11.1989 grundlegend zu verändern, zu gleichwohl weitreichenden Änderungen des Systems des Insiderhandelsrechts geführt und es noch stärker als zuvor mit den Vorschriften zur Veröffentlichung von Insiderinformationen in Gestalt der sog. Ad-hoc-Publizität nach verwoben. In Deutschland wurden die Richtlinien durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom 28.10.2004 (AnSVG)⁴ umgesetzt⁵.

- 12 Zur richtlinienkonformen Auslegung angeglichener Insiderrechts sind verschiedene **Entscheidungen des EuGH** ergangen: In der *Grøngaard und Bang*-Entscheidung⁶ war zu beurteilen, unter welchen Voraussetzungen die Weitergabe einer Insiderinformation unter Art. 3 lit. a der Insiderrichtlinie 89/592/EWG (Rz. 10) als befugt anzusehen war. Die weiteren insiderrechtlichen Entscheidungen bezogen sich auf die RL 2003/6/EG vom 28.1.2003 (Rz. 11) und ihre Umsetzung in mitgliedstaatliches Recht. Dabei war in der *Georgakis*-Entscheidung⁷ zunächst die Frage zu beantworten, inwieweit eine Person im Hinblick auf von ihr selbst geschaffene Insiderinformationen Insider sein kann. Im Mittelpunkt der umstrittenen *Spector Photo Group*-Entscheidung des EuGH⁸ stand die Auslegung des Terminus der „Nutzung“ einer Insiderinformation, dem im deutschen angegliederten Recht der Begriff der „Verwendung“ einer solchen entsprach. Auf einen Vorlagebeschluss des BGH im *Daimler Chrysler*-Fall⁹ zurückgehend, hat der EuGH in der *Geltl*-Entscheidung¹⁰ dargelegt, dass jeder Zwischenschritt eines mehrstufigen Entscheidungsvorgangs ein für sich genommen konkretes Ereignis und damit eine potentielle Insiderinformation darstellt. Das war indes nie ernsthaft bestritten. Neu dagegen war die Aussage, ein solcher Zwischenschritt sei eine konkrete Information nicht nur dann, wenn er die Eintrittswahrscheinlichkeit des letzten Schritts und damit des mit der Entscheidung angestrebten Ziels hinreichend groß werden lasse, sondern auch dann, wenn er als solcher und aus welchen Gründen auch immer kurserheblich sei. Sämtliche dieser Entscheidungen sind, wie auch eine Vielzahl der diesen zugrunde liegenden Regelungen der RL 2003/6/EG (oben Rz. 11)¹¹, **in die neue Marktmissbrauchsverordnung eingegangen**, doch gilt dies in besonderem Maße für die *Geltl*-Entscheidung zur insider- und ad-hoc-publizitätsrechtlichen Behandlung mehrstufiger Entscheidungsvorgänge, die ihren Niederschlag in Art. 7 Abs. 2 Unterabs. 2 Satz 2 und Abs. 3 VO Nr. 596/2014 und den dazu gehörigen Erwägungsgrund 16 VO Nr. 596/2014 gefunden hat. Schließlich hat der EuGH in dem *Lafonta*-Urteil¹², das zwar noch in Bezug auf die RL 2003/6/EG und die RL 2003/124/EG (Rz. 11), aber erst nach der Verabschiedung der Marktmissbrauchsverordnung erging, den Begriff der präzisen Information in einer auch für das Insiderrecht der Marktmissbrauchsverordnung maßgeblichen Weise ausgelegt. Nach der Entscheidung verlangt die Einstufung einer Information als präzise nicht, dass aus ihr mit einem hinreichenden Maß an Wahrscheinlichkeit abgeleitet werden kann, ihr potentieller Einfluss auf die Kurse der betreffenden Finanzinstrumente werde sich im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens in eine bestimmte Richtung auswirken¹³.

1 Richtlinie 2003/6/EG vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16.

2 Richtlinie 2003/125/EG vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, ABl. EU Nr. L 339 v. 24.12.2003, S. 73; Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 über Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme von Wertpapieren und Kursstabilisierungsmaßnahmen der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG (Rz. 11), ABl. EU Nr. L 336 v. 23.12.2003, S. 33; Richtlinie 2004/72/EG vom 29. April 2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG (Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen [...]), ABl. EU Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70.

3 Richtlinie 2003/124/EG vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl. EU Nr. L 339 v. 24.12.2003, S. 70.

4 BGBl. I 2004, 2630.

5 Zur weiteren Entwicklung des WpHG-Insiderrechts einschließlich der Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität s. *Assmann* in 6. Aufl., Vor § 12 WpHG Rz. 13f.

6 EuGH v. 22.11.2005 – C-384/02, ECLI:EU:C:2005:708 – Grøngaard und Bang, NJW 2016, 133.

7 EuGH v. 10.5.2007 – C-391/04, ECLI:EU:C:2007:272 – Georgakis, AG 2007, 542.

8 EuGH v. 23.12.2009 – C-45/08, ECLI:EU:C:2009:806, AG 2010, 74; Schlussanträge der Generalanwältin *Kokott* v. 10.9.2009, Slg. 2009, I-12073.

9 BGH v. 22.11.2010 – II ZB 7/09, AG 2011, 84. Vorausgegangen: BGH v. 25.2.2008 – II ZB 9/07, AG 2008, 380; BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518; OLG Stuttgart v. 15.2.2007 – 901 Kap. 1/06, AG 2007, 259; OLG Stuttgart v. 22.4.2009 – 20 Kap 1/08, AG 2009, 454; LG Stuttgart v. 3.7.2006 – 21 O 408/05, ZIP 2006, 1731. Nach dem Vorlagebeschluss und der Entscheidung des EuGH v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397, AG 2012, 555; BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518.

10 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – Markus Geltl/Daimler AG, AG 2012, 555.

11 Sie dazu die Entsprechungstabelle in Anhang II der RL 2003/6/EG vom 28.1.2003 (Rz. 11).

12 EuGH v. 11.3.2015 – C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162 – Lafonta, AG 2015, 388.

13 EuGH v. 11.3.2015 – C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162 – Lafonta, AG 2015, 388 Ls., 390 Rz. 34 und 38.

Nach einer über fünfundzwanzigjährigen, eher kontinuierlichen Entwicklung des europäischen Insiderrechts stellt die **Verabschiedung der Marktmissbrauchsverordnung** VO (EU) Nr. 596/2014 vom 16.4.2014¹ und die mit ihr einhergehende Aufhebung der RL 2003/6/EG (Rz. 11) gleich eine dreifache tiefgreifende Veränderung desselben dar: Zum ersten, weil die Vorschriften der Marktmissbrauchsverordnung in den Mitgliedstaaten unmittelbar geltendes Recht darstellen und an Stelle von deren bisherigen angeglichenen Insiderrecht traten; zum zweiten, weil der Anwendungsbereich der Regelungen zu Regelungsfeldern, die auch schon unter der RL 2003/6/EG (Rz. 11) bekannt waren, erheblich ausgeweitet hat (s. Art. 1 VO Nr. 596/2014 Rz. 4, Art. 2 VO Nr. 596/2014 Rz. 5); und zum dritten, weil das Insiderrecht nach der Marktmissbrauchsverordnung drastisch an Detailliertheit, Kompliziertheit und Komplexität gewonnen hat und das angestrebte Ziel, den Marktteilnehmern mit der Marktmissbrauchsverordnung „mehr Rechtssicherheit und unkompliziertere Vorschriften zu bieten“², in dem neuen Regelwerk nicht zu erkennen ist.

Die Marktmissbrauchsverordnung – zu deren **Gegenstand und Zweck** auch Art. 1 VO Nr. 596/2014 Rz. 6 ff. – stellt eine **Reaktion auf die weltweite Wirtschaftskrise** dar, die sich im Gefolge der 2007 mit dem Zusammenbruch von *Lehman Brothers* einsetzenden Finanzkrise ausbreitete³. Zu einem ganz wesentlichen Teil auf einen Mangel an „Marktintegrität“ zurückgeführt, sollte diese durch die „Verschärfung der Finanzaufsicht und Regulierung sowie den Aufbau eines Rahmens international vereinbarter hoher Standards“ wiederhergestellt und gesichert werden. Dazu und um eine Regelungs- und Aufsichtsarbitrage aufgrund unterschiedlicher Umsetzung der RL 2003/6/EG (Rz. 11) sowie daraus resultierender Wettbewerbsverzerrungen und höheren Compliance-Kosten auszuschließen⁴, wurde eine bloße Änderung dieser Richtlinie als nicht mehr ausreichend angesehen und die Schaffung eines „einheitlichen und stärkeren“ Rahmens zur Wahrung von Marktintegrität in Gestalt von in den Mitgliedstaaten unmittelbar geltenden Vorschriften für erforderlich erachtet (s. Art. 1 VO Nr. 596/2014 Rz. 8 f.). Erst recht wurde es – im Hinblick auf das in Art. 5 AEUV verankerte Subsidiaritätsprinzip – als nicht ausreichend angesehen, „die Verhütung von Marktmissbrauch in Form von Insidergeschäften, unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen und Marktmanipulation“ Maßnahmen der einzelnen Mitgliedstaaten zu überlassen⁵.

3. Flankierend: Marktmissbrauchsrichtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation. Die Regelung des Marktmissbrauchs in der Marktmissbrauchsverordnung flankierend, wurde die **Richtlinie 2014/57/EU** des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie)⁶ verabschiedet. Sie basiert auf der Überlegung, die mit der RL 2003/6/EG vom 28.1.2003 (Rz. 11) verlangten verwaltungsrechtlichen Sanktionen hätten sich nicht als ausreichend erwiesen, um die Einhaltung der Vorschriften zur Verhinderung und Bekämpfung von Marktmissbrauch sicherzustellen⁷. Den Schlussfolgerungen der *Larosière*-Gruppe „Finanzaufsicht in der EU“ vom 25.2.2009⁸ zufolge sind die Sanktionsregelungen der Mitgliedstaaten jedoch generell schwach und heterogen.

Es wurde deshalb „als unverzichtbar angesehen, die Einhaltung der Vorschriften über Marktmissbrauch durch die Einführung von strafrechtlichen Sanktionen zu unterstützen, die die gesellschaftliche Missbilligung in stärkerer Weise deutlich machen als verwaltungsrechtliche Sanktionen“⁹. Daher seien zumindest schwere Formen

- 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. L 173 v. 12.6.2014, S. 1.
- 2 Erwägungsgrund 4 VO Nr. 596/2014. Wenn es in Erwägungsgrund 5 Satz 5 VO Nr. 596/2014 heißt, die Verordnung werde die aus der unterschiedlichen Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG (Rz. 11) folgende rechtliche Komplexität reduzieren, so spricht dies der mit der Marktmissbrauchsverordnung und ihren Durchführungsrechtsakten (Rz. 11) erreichten Komplexität des Marktmissbrauchsrechts Hohn.
- 3 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 20.10.2011, KOM(2011) 0651 endgültig – 2011/0295 (COD), abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:52011PC0651>.
- 4 Dazu heißt es in Erwägungsgrund 5 VO Nr. 596/2014: „Um die noch bestehenden Handelshemmnisse und die aus den Unterschieden zwischen dem jeweiligen nationalen Recht resultierenden erheblichen Wettbewerbsverzerrungen zu beseitigen und dem Entstehen weiterer Handelshemmnisse und erheblicher Wettbewerbsverzerrungen vorzubeugen, muss eine Verordnung erlassen werden, durch die eine einheitlichere Auslegung des Regelwerks der Union zum Marktmissbrauch erreicht wird und in der in allen Mitgliedstaaten geltende Regeln klarer definiert sind. Indem den Vorschriften in Bezug auf Marktmissbrauch die Form einer Verordnung gegeben wird, ist deren unmittelbare Anwendbarkeit sichergestellt. Dadurch werden infolge der Umsetzung einer Richtlinie voneinander abweichende nationale Vorschriften verhindert, so dass einheitliche Bedingungen gewährleistet sind. Diese Verordnung wird zur Folge haben, dass in der gesamten Union alle natürlichen und juristischen Personen die gleichen Regeln zu befolgen haben. Eine Verordnung dürfte auch die rechtliche Komplexität und insbesondere für grenzüberschreitend tätige Gesellschaften die Compliance-Kosten reduzieren sowie zur Beseitigung von Wettbewerbsverzerrungen beitragen.“
- 5 Erwägungsgrund 86 VO Nr. 596/2014.
- 6 ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 179.
- 7 Erwägungsgrund 5 RL 2014/57/EU, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 179.
- 8 The High-Level Group of Financial Supervision in the EU, Report, Brussels 25.2.2009, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.
- 9 Dies und das Folgende Erwägungsgrund 6 RL 2003/6/EG vom 28.1.2003 (Rz. 11).

des Marktmissbrauchs unter Strafe zu stellen, um „klare rechtliche Grenzen für als besonders inakzeptabel angesehenes Verhalten“ festzulegen und der Öffentlichkeit und möglichen Tätern zu signalisieren, „dass die zuständigen Behörden ein solches Verhalten sehr ernst“ nähmen. Tatsächlich sahen nicht alle Mitgliedstaaten strafrechtliche Sanktionen für schwere Verstöße gegen die nationalen Rechtsvorschriften zur Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG vor, was durch die Marktmissbrauchsrichtlinie 2014/57/EU korrigiert werden sollte.

- 17 Mit dem **Ersten Finanzmarktnovellierungsgesetz** (1. FiMaNoG) vom 30.6.2017¹ und dem **Zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetz** (2. FiMaNoG) vom 23.6.2017² wurde das deutsche Recht, namentlich das WpHG, an die Marktmissbrauchsverordnung angepasst. Neben der Ausführung der Marktmissbrauchsverordnung diente das 1. FiMaNoG darüber hinaus der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie 2014/57/EU (Rz. 15) und das 2. FiMaNoG der Umsetzung der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II)³. Stimmen im Schrifttum haben die Auffassung vertreten, durch die Neufassung von § 38 Abs. 3 Nr. 1 WpHG (a.F.) über die Strafbarkeit von nach Art. 14 VO Nr. 596/2014 verbotenen Insidergeschäften und § 39 Abs. 3d Nr. 2 WpHG (a.F.) über die Strafbarkeit einer nach Art. 15 VO Nr. 596/2014 verbotenen Marktmanipulation durch das 1. FiMaNoG zum 2.7.2016 (entsprechend Art. 39 Abs. 1 VO Nr. 596/2014) sei es zu einer **Lücke in der Ahndbarkeit von Insiderhandel und Marktmanipulation** gekommen, weil u.a. Art. 14 und 15 VO Nr. 596/2014 nach Art. 39 VO Nr. 596/2014 erst ab dem 3.7.2016 Geltung erlangt hätten⁴. Dem ist der 5. Strafsenat des BGH in seiner Entscheidung vom 10.1.2017⁵ entgegengetreten: Die Abweichung des Inkrafttretens der Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes zum 2.7.2016 vom Beginn der unmittelbaren Anwendbarkeit der maßgeblichen Bezugsnormen der Marktmissbrauchsverordnung in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union am 3.7.2016 habe nicht zur Folge, dass die Verweisungen des Gesetzes auf die gemeinschaftsrechtlichen Vorschriften am 2.7.2016 „ins Leere“ gegangen und Marktmanipulationen an diesem Tag nicht mit Strafe oder mit Geldbuße bedroht gewesen wären, denn die Bezugnahmen in § 38 Abs. 3 Nr. 1 bzw. § 39 Abs. 3d Nr. 2 WpHG (a.F.) auf Art. 14 bzw. 15 VO Nr. 596/2014 führten vielmehr dazu, dass diese Vorschriften der Verordnung bereits vor ihrer unmittelbaren Anwendbarkeit ab dem 2.7.2016 durch den Bundesgesetzgeber im Inland für (mit)anwendbar erklärt wurden⁶.
- 18 **II. Die Regelungen der Marktmissbrauchsverordnung zum Insiderrecht. 1. Systematik der Neuregelung, Sanktionen gegen Verstöße und Zweck des Insiderrechts. a) Systematik des neuen Insiderrechts.** Wie bisher werden das Insiderhandelsverbot (Art. 14 VO Nr. 596/2014) und die Bestimmungen über Insidergeschäfte (Art. 8 VO Nr. 596/2014) und Insiderinformationen (Art. 7 VO Nr. 596/2014) in getrennten Vorschriften behandelt.
- 19 Dabei werden die **Insiderhandelsverbote** allerdings, abweichend von der bisherigen Verbotsregelung in § 14 Abs. 1 WpHG a.F. neu gruppiert und formuliert. Das gilt vor allem für das bisherige Verbot in § 14 Abs. 1 lit. b WpHG a.F., einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen (Weitergabeverbot) oder zugänglich zu machen. An dessen Stelle ist das Verbot der **unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen** nach Art. 14 lit. c VO Nr. 596/2014 getreten, das auf der in Art. 10 VO Nr. 596/2014 enthaltenen Umschreibung dessen aufbaut, was eine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen darstellt. Darüber hinaus enthält Art. 11 VO Nr. 596/2014 die bislang nicht bekannte Regelung, die bei Marktsondierungen die Offenlegung von Insiderinformationen nach näherer Maßgabe dieser Bestimmung erlaubt. Zum Zweck des Verbots von Insidergeschäften s. Rz. 29 f.
- 20 Art. 8 VO Nr. 596/2014 über **Insidergeschäfte** wird nunmehr mit Art. 9 VO Nr. 596/2014 eine Vorschrift zur Seite gestellt, die gewisse Handlungen von juristischen und natürlichen Personen, die im Besitz von Insiderinformationen sind, von Insidergeschäften und dem Verbot von Insidergeschäften ausnimmt.
- 21 Die Bestimmung des Begriffs „**Insiderinformationen**“ in Art. 7 Abs. 1 VO Nr. 596/2014 unterscheidet vier „Arten von Informationen“. Dabei geht es allerdings weniger um die Beschreibung von Arten von Insiderinformation als darum, einer allgemeinen Begriffsbestimmung in Art. 7 Abs. 1 lit. a VO Nr. 596/2014 in den Buchstaben b–d bestimmte Spezifikationen in Bezug auf bestimmte Instrumente bzw. Informationen hinzuzufügen, die eine mit der Ausführung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente beauftragte Person erlangt hat. In ersterer – instrumentenbezogener – Hinsicht handelt es sich um Insiderinformationen in Bezug auf Warenderivate (Art. 7 Abs. 1 lit. b VO Nr. 596/2014) sowie Emissionszertifikate oder darauf beruhende Auktionsobjekte in (Art. 7

1 BGBl. I 2016, 1514.

2 BGBl. I 2017, 1693.

3 Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 349.

4 Der BGH zitiert in seiner Entscheidung v. 10.1.2017 – 5 StR 532/16, AG 2017, 153 Rz. 6 „*Rothenfußser/Jäger*, NJW 2016, 2689; *Lorenz/Zierden*, HRRS 2016, 443“. Weitere Nachweise zum Schrifttum ebd.

5 BGH v. 10.1.2017 – 5 StR 532/16, AG 2017, 153 Ls., 153/154 Rz. 7 ff.

6 BGH v. 10.1.2017 – 5 StR 532/16, AG 2017, 153, 154 Rz. 8. Kritisch zu der Entscheidung etwa *Brand/Hotz*, NZG 2017, 238; *Gaede*, wistra 2017, 163; *Möllers/Herz*, JZ 2017, 445; *Pananis*, NSTZ 2017, 236; *Rossi*, NJW 2017, 969; *Rothenfußser*, AG 2017, 149; *Saliger*, Straflosigkeit unterlassener Ad-hoc-Veröffentlichungen nach dem 1. FiMaNoG?, WM 2017, 2329 (I), 2365 (II).

Abs. 1 lit. c VO Nr. 596/2014). In letzterer – informationsbezogener – Hinsicht geht es um bestimmte Informationen, die ein Kunde einer Person mitgeteilt hat, die mit der Ausführung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente beauftragt ist (Art. 7 Abs. 1 lit. d VO Nr. 596/2014) und die für sog. Frontrunning, d.h. für eigene Geschäfte in Kenntnis des Kundenauftrags, missbraucht werden können (s. Art. 7 VO Nr. 596/2014 Rz. 102).

Die dem Insiderrecht in einem weiten Sinne zuzurechnenden bisherigen Regelungen über Insiderverzeichnisse (Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 RL 2003/6/EG, Rz. 11; § 15b WpHG a.F.) einerseits und die Mitteilung von Geschäften sowie Veröffentlichung und Übermittlung diesbezüglicher Informationen an das Unternehmensregister (der Vorschriften zu „Directors’ Dealings“ in Art. 6 Abs. 4 RL 2003/6/EG, Rz. 11, und § 15a WpHG a.F.) andererseits finden sich nunmehr, erheblich ausgeweitet und in das Kapitel 3 „Offenlegungsvorschriften“ verlagert, in Art. 18 VO Nr. 596/2014 über **Insiderlisten** bzw. Art. 19 VO Nr. 596/2014 über **Eigengeschäfte von Führungskräften**. 22

Die bisher – schon wegen des Bezugs auf Insiderinformationen – in engem Zusammenhang mit dem Insiderhandelsverbot und der Prävention desselben gesehene Regelung über die **Ad-hoc-Publizität** (Art. 6 RL 2003/6/EG, Rz. 11, und § 15 WpHG a.F.) ist, ohne dass sich an dieser Sichtweise etwas geändert hätte, in der Marktmissbrauchsverordnung in einem eigenen Kapitel (Kapitel 3, Art. 17–21 VO Nr. 596/2014) über Offenlegungsvorschriften geregelt. 23

Das bis zum Erlass der Marktmissbrauchsverordnung in Art. 5 i.V.m. Art. 1 Nr. 2 RL 2003/6/EG (Rz. 11) und in § 20a WpHG a.F. in einem eigenen Abschnitt geregelte Verbot der **Marktmanipulation** ist zusammen mit dem Insiderhandelsverbot in Kapitel 2 der Marktmissbrauchsverordnung über Insiderinformationen, Insidergeschäften, unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen und Marktmanipulation erfasst. Dabei enthalten Art. 15 VO Nr. 596/2014 das Verbot der Marktmanipulation und Art. 12 bzw. 13 VO Nr. 596/2014 die Regelung dessen, was eine Marktmanipulation ausmacht (Art. 12 VO Nr. 596/2014) bzw. was als zulässige Marktpraxis vom Verbot der Marktmanipulation ausgenommen ist. Das ist durchaus angebracht, wenn man bedenkt, dass das europäische Konzept des Verbots von Insidergeschäften und der unrechtmäßigen Offenlegung von Insidergeschäften und Marktmanipulation verbotenes Insiderhandeln als einen Unterfall der Letzteren betrachtet, so dass zumindest verbotene Insidergeschäfte in der Regel zugleich gegen das Verbot der Marktmanipulation verstoßen. 24

Neu sind im Übrigen die in **Art. 16 VO Nr. 596/2014** enthaltenen Vorschriften, die bestimmte Marktteilnehmer verpflichten, wirksame Regelungen, Systeme und Verfahren zur **Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch** in Gestalt von Insidergeschäften, Marktmanipulation und versuchten Insidergeschäften und versuchter Marktmanipulation zu schaffen und aufrechtzuerhalten sowie Aufträge und Geschäfte, die gegen die Insiderhandels- und Marktmanipulationsverbote verstoßen könnten, der zuständigen Behörde des jeweiligen Handelsplatzes zu melden. 25

b) Sanktionen bei Verstößen gegen insiderrechtliche Vorschriften. Verstöße gegen das Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen nach Art. 14 VO Nr. 596/2014 sowie gegen die Vorschriften zur Veröffentlichung von Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 1, 2, 4, 5 und 8 VO Nr. 596/2014 und zur Führung von Insiderlisten nach Art. 18 Abs. 1–6 VO Nr. 596/2014 unterliegen nach Maßgabe der RL 2014/57/EU vom 16.4.2014 (Rz. 15) ausgestalteten **strafrechtlichen Sanktionen** und den sich aus Art. 30 VO Nr. 596/2014 ergebenden **verwaltungsrechtlichen Maßnahmen und Sanktionen**¹. 26

Dabei sieht die strafrechtliche und ordnungswidrigkeitsrechtliche Ahndung von **Verstößen gegen die Insiderhandelsverbote des Art. 14 lit. a–c VO Nr. 596/2014** in § 119 Abs. 3 und 4 WpHG bzw. § 120 Abs. 14 und Abs. 15 Nr. 6–11 WpHG – anders als die durch die Marktmissbrauchsverordnung abgelöste Regelung – keine Differenzierung zwischen Primär- und Sekundärinsider mehr vor (Art. 8 VO Nr. 596/2014 Rz. 9). Damit geht das deutsche Recht teilweise über die Vorgaben der RL 2014/57/EU hinaus, sind doch – was nach Erwägungsgrund 20 der RL 2014/57/EU zulässig ist – gem. § 119 Abs. 3 und 4 WpHG alle Verstöße gegen Art. 14 lit. a–c VO Nr. 596/2014, einschließlich des Versuchs (§§ 22–24 StGB)², strafbar³. **Strafbar** ist ausschließlich die **vorsätzliche Tat**⁴. 27

1 Zu den Sanktionen von Verstößen gegen die Insiderhandelsverbote des Art. 14 VO Nr. 596/2014 s. Art. 14 VO Nr. 596/2014 Rz. 5 ff.

2 Die Versuchsstrafbarkeit geht auf Art. 6 Abs. 2 VO Nr. 596/2014 zurück. Kritisch *Theile* in Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis, 7. Kapitel, § 38 WpHG Rz. 149.

3 Art. 3 Abs. 3 Unterabs. 2 RL 2014/57/EU verlangt die Strafbarkeit eines sog. Sekundärinsiders („jede Person, die Insiderinformationen unter anderen Umständen als nach Unterabsatz 1 erlangt hat“) nur für den Fall, dass sie positive „Kenntnis davon hat, dass es sich dabei um Insider-Informationen handelt“, während § 119 Abs. 3 Nr. 1 WpHG durch die Bezugnahme auf Art. 14 lit. a VO Nr. 596/2014 und mittelbar auch auf Art. 8 Abs. 4 Unterabs. 2 VO Nr. 596/2014 nicht nur Sekundärinsider erfasst, die positive Kenntnis einer Insiderinformation haben, sondern auch solche, die „wissen müsste[n]“, dass sie über eine Insiderinformation verfügen. Dazu RegE 1. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/7482 v. 8.2.2016, 1, 64: „Im Bereich des Insiderhandels wird in Absatz 3 im Einklang mit den Vorgaben der Richtlinie 2014/57/EU nunmehr vorsätzliches Handeln in sämtlichen Tatbegehungsvarianten unterschiedslos für Primär- und Sekundärinsider unter Strafe gestellt“.

4 § 119 Abs. 3 WpHG, der mit der Formulierung „Ebenso wird bestraft ...“ auf § 119 Abs. 1 WpHG Bezug nimmt, nach dem nur die „vorsätzliche Handlung“ erfasst.

Für **Täterschaft und Teilnahme** gelten die allgemeinen Regeln (§§ 26–31 StGB)¹. Eine Verletzung der Insiderhandelsverbote nach Art. 14 lit. a–c VO Nr. 596/2014 durch eine leichtfertige Handlung wird nach § 120 Abs. 14 WpHG als **Ordnungswidrigkeit** geahndet. Verstöße gegen die in § 120 Abs. 15 Nr. 6–11 WpHG bezeichneten **Vorschriften zur Veröffentlichung von Insiderinformationen** nach Art. 17 VO Nr. 596/2014 stellen ausschließlich Ordnungswidrigkeiten dar.

- 28 Zu den **zivilrechtlichen Rechtsfolgen** von Verstößen gegen Art. 14 lit. a–c i.V.m. Art. 8 bzw. Art. 10 VO Nr. 596/2014 s. Art. 14 VO Nr. 596/2014 Rz. 7 ff. und denjenigen gegen Art. 17 VO Nr. 596/2014 s. Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rz. 307 ff.
- 29 **c) Regelungszweck des Insiderrechts und Schutzgut.** Es ist die unausgesprochene methodische Grundhaltung des EuGH, Vorschriften des Gemeinschaftsrechts nach der *effet utile-Methode*, d.h. so auszulegen, dass deren Ziel am effektivsten erreicht wird². Das gilt für die Auslegung von Gemeinschaftsrecht in Gestalt von Richtlinienrecht, das in nationales Recht umzusetzen ist, sowie für die Auslegung des mitgliedstaatlichen angeglichenen Rechts ebenso wie für das sich immer mehr ausweitende und in den Mitgliedstaaten unmittelbar geltende Verordnungsrecht. Damit kommt dem **Zweck einer Regelung** für die Auslegung der einzelnen Vorschriften des Gemeinschaftsrechts und des angeglichenen mitgliedstaatlichen Rechts eine herausragende Bedeutung zu. Das hat sich ausnahmslos auch in den bislang ergangenen Entscheidungen des EuGH zum Insiderrecht (Rz. 12) bestätigt. So hat der EuGH in der auf Grundlage der RL 2003/6/EG und der RL 2003/124/EG zur Durchführung dieser Richtlinie (Rz. 11) ergangenen *Spector Photo Group*-Entscheidung des EuGH³ ausgeführt, das **Ziel des Insiderrechts** nach der RL 2003/6/EG sei es, „die **Integrität der Finanzmärkte zu schützen** und das **Vertrauen der Investoren zu stärken**, das insbesondere auf der Gewissheit beruht, dass sie einander gleichgestellt und gegen die unrechtmäßige Verwendung einer Insider-Information geschützt sind.“ Entsprechend und ebenfalls auf das Ziel der **Gewährleistung informationeller Chancengleichheit** auf den Finanzmärkten abstellend, heißt es in Erwägungsgrund 23 VO Nr. 596/2014, das „wesentliche Merkmal von Insidergeschäften [sei] ein ungerechtfertigter Vorteil, der mittels Insiderinformationen zum Nachteil Dritter erzielt [werde], die diese Informationen nicht kennen, und infolgedessen in der Untergrabung der Integrität der Finanzmärkte und des Vertrauens der Investoren“. Und schließlich wird in Erwägungsgrund 24 Satz 2 VO Nr. 596/2014 als Zweck der Insiderregelungen der Marktmissbrauchsverordnung angeführt, „die Integrität des Finanzmarkts zu schützen und das Vertrauen der Investoren zu stärken, das wiederum auf der Gewissheit beruht, dass die Investoren gleichbehandelt und vor der missbräuchlichen Verwendung von Insiderinformationen geschützt werden“. Das im Schrifttum in den Vordergrund des Zwecks des Insiderhandelsverbots gerückte Ziel, die Erzielung eines **ungerechtfertigten Sondervorteils** durch Insidergeschäfte zu unterbinden⁴, ist nur ein Aspekt der Gewährleistung der informationellen Chancengleichheit, zu der auch die Verhinderung von **Nachteilen** aus den Insider-Informationsvorsprüngen anderer gehört⁵. Sondervorteile der einen und Nachteile der anderen zu verhindern sind wiederum Maßnahmen zur Gewährleistung der Integrität der Finanzmärkte des Vertrauens der Investoren in dieselben. Nur in diesem Zusammenhang⁶ lässt sich der bei der Anwendung insiderrechtlicher Normen zu berücksichtigende Zweck desselben verordnungskonform bestimmen. Aus Vorstehendem folgt zugleich, dass die Insiderverbote des Art. 14 VO Nr. 596/2014 nur dem Schutz des überindividuellen Rechtsguts der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und **nicht dem Schutz des individuellen Anlegers** dienen (s. Art. 14 VO Nr. 596/2014 Rz. 12).
- 30 Im Lichte dieser Zielsetzung und zu ihrer Umsetzung hat der **EuGH** im *Spector Photo Group*-Urteil (Rz. 12 und Rz. 29) entschieden, dass im Falle einer Person, die über eine Insiderinformation verfügt und Wertpapiere erwirbt, auf die sich diese Information bezieht, eine widerlegliche Vermutung dafürspricht, dass bei dem Erwerb die Insiderinformation i.S.v. Art. 2 Abs. 1 der RL 2003/6/EG (Rz. 11) genutzt wurde⁷, und hat dies – beispielhaft – mit recht rigorosen „**effet utile**“-**Erwägungen** gerechtfertigt: „Wie die Generalanwältin in Nr. 55 ihrer Schluss-

1 S. *Theile* in Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis, 7. Kapitel, § 38 WpHG Rz. 150 f.

2 Zu dieser Auslegungsmethode des EuGH etwa *Potacs*, EuR 2009, 465.

3 EuGH v. 23.12.2009 – C-45/08, ECLI:EU:C:2009:806, AG 2010, 74 Ls. 1, 76 Rz. 37 (Hervorhebung hinzugefügt). Ebenso EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – Markus Geltl/Daimler AG, AG 2012, 555, 557 Rz. 47; EuGH v. 11.3.2015 – C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162 – Lafonta, AG 2015, 388, 389 Rz. 21. Ähnlich auch schon EuGH v. 10.5.2007 – C-391/04, ECLI:EU:C:2007:272 – Georgakis, AG 2007, 542, 544 Rz. 38. Zum Regelungsleitbild des europäischen und des dessen Vorgaben – in Gestalt von §§ 12–14 WpHG a.F. – umsetzenden deutschen Insiderrechts s. *Assmann* in 6. Aufl., Vor § 12 WpHG Rz. 45 ff. Zum Insiderrecht unter der Marktmissbrauchsverordnung auch *Grundmann* in Staub, Bd. 11/1, 5. Aufl. 2017, 6. Teil Rz. 337 ff.

4 *Bachmann*, Insiderhandelsverbot, S. 27, 35, 48/49, 50 ff.

5 EuGH v. 10.5.2007 – C-391/04, ECLI:EU:C:2007:272 – Georgakis, AG 2007, 542, 544 Rz. 38: Insiderhandelsverbot „verhindert, dass einer von ihnen, der über eine Insider-Information verfügt und deshalb einen Vorteil [gegenüber] den anderen Anlegern hat, daraus zum Nachteil des anderen, der dies nicht weiß, einen Nutzen zieht“).

6 Diesen Zusammenhang stellt auch die *Georgakis*-Entscheidung des EuGH her, indem sie in Rz. 37 die in Rz. 38 herausgestellte Verhinderung von Vorteilen der einen und von Nachteilen der anderen als Maßnahme zur Gewährleistung des „reibungslose[n] Funktionieren[s] des Sekundärmarktes für Wertpapiere“ und zur Erhaltung des „Vertrauen[s] der Anleger“ begreift; EuGH v. 10.5.2007 – C-391/04, ECLI:EU:C:2007:272 – Georgakis, AG 2007, 542, 544.

7 EuGH v. 23.12.2009 – C-45/08, ECLI:EU:C:2009:806, AG 2010, 74 Ls. 1, 76 f. Rz. 37 ff.

anträge hervorgehoben hat, kann das Verbot des Insider-Handels nur dann, wenn es eine effektive Ahndung von Verstößen ermöglicht, sich als schlagkräftig erweisen und so nachhaltig die Normtreue aller Marktteilnehmer gewährleisten. Die effektive Durchführung des Verbots der Geschäfte beruht daher auf einer einfachen Struktur, in der die Möglichkeiten der Verteidigung mit subjektiven Elementen begrenzt sind, um Verstöße gegen dieses Verbot nicht nur wirksam zu ahnden, sondern ihnen auch wirksam vorzubeugen.¹ Und im *Geltl*-Urteil (Rz. 12) etwa hat der BGH unter Berufung auf den Zweck des Insiderrechts entschieden, jeder Zwischenschritt eines zeitlich gestreckten Vorgangs könne eine präzise Information sein und für die Frage, wann der Eintritt eines zukünftigen Ereignisses „hinreichend wahrscheinlich sei“ komme es lediglich darauf an, ob aufgrund verfügbarer Anhaltspunkte tatsächlich erwartet werden könne, dass sie in Zukunft existieren oder eintreten werden². Das Gericht hat dabei im ersten Punkt allerdings unzutreffend unterstellt, die ihm zur Entscheidung vorgelegte und von ihm abgelehnte Auslegung würde zur einer Schutzlücke führen und ungerechtfertigte Insidergeschäfte erlauben³.

2. Durchführungs- und Delegierte Rechtsakte, ESMA-Leitlinien und Verlautbarungen der BaFin mit Bezug zum Insiderrecht nach der Marktmissbrauchsverordnung. Zur Marktmissbrauchsverordnung sind zwischenzeitlich Durchführungs- und Delegierte Rechtsakte (*Level 2*-Maßnahmen) sowie ESMA-Leitlinien (*Level 3*-Maßnahmen) mit Bezug zum Insiderrecht ergangen, die bei der Anwendung der einschlägigen Bestimmungen der Marktmissbrauchsverordnung zu berücksichtigen sind. Nach Artikeln und Themenfeldern geordnet, handelt es sich um die folgenden Akte:

a) Insiderinformation (Art. 7 VO Nr. 596/2014). Nach Art. 7 Abs. 5 VO Nr. 596/2014 gibt die ESMA Leitlinien für die Erstellung einer nicht erschöpfenden indikativen **Liste von Informationen** gem. Art. 7 Abs. 1 lit. b VO Nr. 596/2014 heraus, deren **Offenlegung** nach vernünftigem Ermessen erwartet werden kann oder die nach Rechts- und Verwaltungsvorschriften des Unionsrechts oder des nationalen Rechts, Handelsregeln, Verträgen, Praktiken oder Regeln auf den in Art. 7 Abs. 1 lit. b VO Nr. 596/2014 genannten betreffenden Warenderivate- oder Spotmärkten offengelegt werden müssen. Dabei hat die ESMA den Besonderheiten dieser Märkte gebührend Rechnung zu tragen. Solche Leitlinien hat die ESMA am 17.1.2017 vorgelegt⁴. Mit Schreiben vom 7.3.2017⁵ gab die BaFin bekannt, sie habe ESMA – entsprechend ihrer Pflicht nach Ziff. 4.2 (Rz. 6) der Leitlinien – mitgeteilt, diesen Leitlinien nachzukommen; sie ziehe „daher nunmehr im Rahmen ihrer Verwaltungspraxis diese Leitlinien zur Konkretisierung der Voraussetzungen des Art. 7 Abs. 1 Buchstabe b der MAR [VO Nr. 596/2014] heran“.

b) Marktsondierung (Art. 11 VO Nr. 596/2014). Gestützt auf 11 Abs. 9 Unterabs. 3 VO Nr. 596/2014 hat die Kommission die Delegierte Verordnung (EU) 2016/960 vom 17.5.2016 zur Ergänzung der Marktmissbrauchsverordnung durch **technische Regulierungsstandards** für angemessene **Regelungen, Systeme und Verfahren** für offenlegende Marktteilnehmer bei der Durchführung von Marktsondierungen⁶ erlassen. Gleichzeitig erging auf der Grundlage von Art. 11 Abs. 10 Unterabs. 3 VO Nr. 596/2014 die Durchführungsverordnung (EU) 2016/959 der Kommission vom 17.5.2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards für Marktsondierungen in Bezug auf die von offenlegenden Marktteilnehmern zu nutzenden Systeme und Mitteilungsmuster und das Format der Aufzeichnungen nach der Marktmissbrauchsverordnung⁷.

An die zuständigen Behörden und Personen, die Marktsondierungen erhalten, richten sich die **ESMA-Leitlinien** „Personen, die Marktsondierungen erhalten“ vom 11.11.2016⁸. Die Leitlinien gelten in Bezug auf die Faktoren, Schritte und Aufzeichnungen, die von den Personen, die Marktsondierungen erhalten, gem. Art. 11

1 EuGH v. 23.12.2009 – C-45/08, ECLI:EU:C:2009:806, AG 2010, 74, 76 Rz. 37.

2 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – Markus Geltl/Daimler AG, AG 2012, 555 Ls. 1 und 2.

3 Zutreffend *Bachmann*, DB 2012, 2206, 2208.

4 ESMA, MAR – Leitlinien Informationen über Warenderivatmärkte oder verbundene Spotmärkte im Hinblick auf die Definition von Insiderinformationen über Warenderivate vom 17.1.2017, ESMA/2016/1480, deutsche Sprachfassung: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1480_de.pdf. Zum Anwendungsbereich dieser Leitlinien führt die ESMA S. 3 aus, diese Leitlinien hätten Geltung „für zuständige Behörden und Anleger, Finanzintermediäre, Betreiber von Handelsplätzen und Personen, die gewerbsmäßig Geschäfte mit Warenderivaten vermitteln oder ausführen (gemeinsam bezeichnet als ‚Marktteilnehmer‘)“.

5 GZ: WA 27-Wp 2001-2017/0010, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Anlage/170307_MAR_Leitlinien_Warenderivatemaerkte_Spotmaerkte.html.

6 Delegierte Verordnung (EU) 2016/960 vom 17. Mai 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für angemessene Regelungen, Systeme und Verfahren für offenlegende Marktteilnehmer bei der Durchführung von Marktsondierungen, ABl. EU Nr. L 160 v. 17.6.2016, S. 29, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R0960&from=DE>.

7 Durchführungsverordnung (EU) 2016/959 der Kommission vom 17. Mai 2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards für Marktsondierungen in Bezug auf die von offenlegenden Marktteilnehmern zu nutzenden Systeme und Mitteilungsmuster und das Format der Aufzeichnungen gemäß Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates, ABl. EU Nr. L 160 v. 17.6.2016, S. 23, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R0959&from=DE>.

8 ESMA, MAR-Leitlinien Personen, die Marktsondierungen erhalten, vom 11.11.2016, ESMA/2016/1477 (Neuherausgabe der Fassung vom 20.10.2016), deutsche Sprachfassung: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1477_de.docx.

Abs. 11 VO Nr. 596/2014 zu berücksichtigen und umzusetzen sind. In ihrem Schreiben vom 8.12.2016 (geändert am 31.5.2017)¹, skizziert die **BaFin** den Gegenstand der „MAR Leitlinien“ wie folgt (Absätze weggelassen): „Die Leitlinien beziehen sich auf Marktsondierungen, also auf die Kommunikation zwischen einem Verkäufer eines Finanzinstruments und potentiellen Anlegern, die vor Ankündigung des eigentlichen Geschäfts erfolgt. Mit einer Marktsondierung soll das Interesse potentieller Anleger an einem möglichen Geschäft, dessen preislicher Ausgestaltung und dessen Umfang abgeschätzt werden. Da es dabei ggf. zur Weitergabe von Insiderinformationen kommen kann, wird in diesen Leitlinien geregelt, anhand welcher Umstände Personen, die Marktsondierungen erhalten, beurteilen müssen, ob die erhaltenen Informationen als Insiderinformationen anzusehen sind. Zudem enthalten die Leitlinien Regelungen dazu, wie sich die Empfänger dieser Informationen in diesem Fall zu verhalten haben, um die Insiderhandelsverbote, insbesondere das insiderrechtliche Weitergabeverbot zu beachten. Abgerundet werden die Leitlinien durch Vorgaben zur Dokumentation.“ Darüber hinaus gibt die BaFin in dem Schreiben bekannt, sie habe ESMA mitgeteilt, im Rahmen ihrer Verwaltungspraxis diese Leitlinien heranzuziehen um zu beurteilen, ob die Insiderhandelsverbote, insbesondere das insiderrechtliche Weitergabeverbot, beachtet worden seien.

- 35 **c) Veröffentlichung von Insiderinformationen (Art. 17 VO Nr. 596/2014).** Art. 17 Abs. 10 Unterabs. 3 VO Nr. 596/2014 überträgt der Kommission die Befugnis, die in dessen Unterabs. 1 genannten technischen **Durchführungsstandards** nach Art. 15 VO Nr. 1095/2010 zu erlassen. Dabei geht es, zum Zwecke der Sicherstellung einheitliche Bedingungen für die Anwendung von Art. 17 VO Nr. 596/2014 über die Veröffentlichung von Insiderinformationen, um technische Durchführungsstandards zur Festlegung der technischen Mittel für die angemessene Bekanntgabe von Insiderinformationen gem. Art. 17 Abs. 1, 2, 8 und 9 VO Nr. 596/2014 und der technischen Mittel für den Aufschub der Bekanntgabe von Insiderinformationen gem. den Abs. 4 und 5. Die Kommission hat von dieser Befugnis Gebrauch gemacht und die Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 vom 29.6.2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards hinsichtlich der technischen Mittel für die angemessene Bekanntgabe von Insiderinformationen und für den Aufschub der Bekanntgabe von Insiderinformationen gemäß Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates² erlassen.
- 36 Nach Art. 17 Abs. 11 VO Nr. 596/2014 gibt ESMA **Leitlinien** für die Erstellung einer nicht abschließenden indikativen Liste der in Art. 17 Abs. 4 lit. a VO Nr. 596/2014 als Voraussetzungen des Aufschubs der Veröffentlichung von Insiderinformationen genannten berechtigten Interessen des Emittenten und von Fällen heraus, in denen die **Aufschiebung der Offenlegung** gem. Art. 17 Abs. 4 lit. b VO Nr. 596/2014 geeignet ist, die Öffentlichkeit irreführen. In Ausführung dieses Auftrags hat ESMA entsprechende Leitlinien³ mit einer nicht abschließenden indikativen Liste der berechtigten Interessen des Emittenten vorgelegt, die von einer unverzüglichen Offenlegung von Insiderinformationen aller Wahrscheinlichkeit nach beeinträchtigt wären, und von Fällen, in denen der Aufschub der Offenlegung von Insiderinformation ungeeignet ist, die Öffentlichkeit irreführen. In ihrem Schreiben vom 6.12.2016⁴ zur Anwendung der „Leitlinien über die berechtigten Interessen des Emittenten für den Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen und über Fälle, in denen der Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen geeignet ist, die Öffentlichkeit irreführen“ von ESMA informiert die **BaFin** über die Verabschiedung dieser Leitlinien und gibt bekannt, sie habe ESMA mitgeteilt, im Rahmen ihrer Verwaltungspraxis diesen Leitlinien nachzukommen und nunmehr im Rahmen ihrer Verwaltungspraxis diese Leitlinien zur Konkretisierung der Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 VO Nr. 596/2014 heranzuziehen.
- 37 Am 29.6.2016, geändert am 20.6.2017, hat die **BaFin** das Dokument „Art. 17 MAR [VO Nr. 596/2014] – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs)“ vorgelegt⁵. In ihm informiert sie anhand von „**häufig gestellten Fragen und Antworten**“ über die Rechtsgrundlagen, den Adressatenkreis, inhaltliche Fragen zur Veröffentlichung von Insiderinformationen und die Art und Weise, in der Insiderinformationen zu veröffentlichen sind. Diesem Dokument folgte am 21.12.2017 die Verlautbarung „Ad-hoc-Publizität: Fragen und Antworten zu Veröffentlichungen von **Insiderinformationen zu Emissionszertifikaten**“⁶.
- 38 **d) Insiderlisten (Art. 18 VO Nr. 596/2014).** In Art. 18 Abs. 9 Unterabs. 3 VO Nr. 596/2014 wird der Kommission die Befugnis übertragen, gem. Art. 15 VO Nr. 1095/2010⁷ und nach Maßgabe von Art. 18 Abs. 9 Unterabs. 1

1 Schreiben der BaFin zur Anwendung der „MAR-Leitlinien Personen, die Marktsondierungen erhalten“ von ESMA, GZ: WA 27-Wp 2001-2016/0056.

2 ABL EU Nr. L 173 v. 30.6.2016, S. 47.

3 ESMA, MAR – Leitlinien Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen, 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, deutsche Sprachfassung https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1478_de.pdf.

4 GZ: WA 27-Wp 2001-2016/0058, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Anlage/161205_Aufschub_Insiderinformationen_ESMA.html.

5 BaFin, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs), Stand 20.6.2017.

6 BaFin, Veröffentlichungen von Insiderinformationen zu Emissionszertifikaten, Stand 21.12.2017.

7 Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABL EU Nr. L 331 v. 15.12.2010, S. 84.

und 2 VO Nr. 596/2014 technische Durchführungsstandards zur Schaffung einheitlicher Bedingungen für die Anwendung von Art. 18 VO Nr. 596/2014 zu erlassen. Die Kommission hat von dieser Ermächtigung Gebrauch gemacht und die Durchführungsverordnung (EU) 2016/347 vom 10.3.2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards im Hinblick auf das genaue Format der Insiderlisten und für die Aktualisierung von Insiderlisten gemäß der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates erlassen¹.

III. Marktmissbrauchsverordnung und deutsches Recht. Die **Marktmissbrauchsverordnung** sowie die Dele- 39
gierte Verordnung (EU) 2016/960 vom 17.5.2016 und die Durchführungsverordnung (EU) 2016/959 vom 17.5.
2016 (beide Rz. 33) sind in Deutschland unmittelbar geltendes Recht. Das hat es erforderlich gemacht, **das na-**
tionale Recht entsprechend anzupassen: Teils dadurch, dass Vorschriften, die einen jetzt von den EU-Verord-
nungen geregelten Bereich regelten oder sich auf diese bezogen, aufgehoben werden mussten; teils dadurch,
dass die von den EU-Verordnungen vorgesehenen Voraussetzungen geschaffen wurden, um diese in Kraft zu
setzen. Zum Insiderrecht fanden sich solche Vorschriften zunächst in § 15 WpHG der Zählweise vor der Ände-
rung durch Art. 3 des 2. FiMaNoG (Rz. 17) und finden sich heute in § 26 WpHG. Im Hinblick auf die Bestim-
mungen der die Marktmissbrauchsverordnung komplementierenden **Marktmissbrauchsrichtlinie 2014/57/EU**
vom 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Rz. 15) war ohnehin die Umsetzung in
deutsches Recht durch Vorschriften erforderlich, die richtlinienkonform anzuwenden sind.

Fragen über die **Fortgeltung des bisherigen Insiderrechts**, das von der Marktmissbrauchsverordnung und den 40
zu dieser ergangenen Verordnungen (Rz. 39) abgelöst wurde, haben sich nur in zweierlei Hinsicht gestellt:

- Zum einen im Hinblick auf Fortgeltung der **rechtlichen Grundsätze** wie sie sich im Hinblick auf das bishe- 41
rige Recht und seine **Auslegung** entwickelt haben. Antworten hierauf sind im Zusammenhang mit der An-
wendung der jeweiligen Bestimmungen der EU-Verordnungen zu geben und nehmen in den nachfolgenden
Erläuterungen einen breiten Raum ein. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das EU-Verordnungsrecht die Re-
gelungszwecke früheren RL 2003/6/EG vom 28.1.2003 (Rz. 11) übernimmt und auch deren Regelungen, die
im abgelösten Recht der §§ 12 ff. WpHG a.F. umgesetzt waren, über weite Strecken als unmittelbar geltendes
Recht beibehält. Das spricht – wenngleich nicht zwingend, so doch *prima facie* – für die gegebenenfalls im
Lichte der Anwendung des Ordnungsrechts in den anderen Mitgliedstaaten zu modifizierende Fortgel-
tung der Auslegung des abgelösten Rechts.
- Zum anderen in Bezug auf die Fortgeltung der vom Bundesministerium der Finanzen erlassenen **Wert-** 42
papierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV) vom 13.12.2004². Für diese wurde
und wird allgemein angenommen, dass sie, die im Hinblick auf die EU-Verordnungen (Rz. 39) unangepasst
blieb, weiterhin, aber nur in dem Umfange anwendbar ist, als sie den Regelungen dieser Verordnungen
nicht widerspricht³. Inwieweit dies jeweils der Fall ist, hat sich – wie die Erläuterungen zu den insiderrecht-
lichen Bestimmungen, namentlich zur Offenlegung von Insiderinformationen nach Art. 17 VO Nr. 596/
2014 belegen – nicht immer als so einfach erwiesen wie gedacht. Dass von einer Fortgeltung der WpAIV
auszugehen war, hat sich spätestens im Zusammenhang mit den Planungen des 2. FiMaNoG gezeigt. Hier
ging der Referentenentwurf von einer Fortgeltung der WpAIV und der Notwendigkeit einer Neufassung
derselben aus, um deren Vorschriften an die Änderungen des WpHG aufgrund des Erlasses der EU-Verord-
nungen und das 1. FiMaNoG anzupassen⁴. Zwar wurden die diesbezüglichen Vorschläge des Referentenent-
wurfs im Gesetzgebungsverfahren nicht weiterverfolgt, doch wurden sie später im Wege eines eigenständigen
Verfahrens zum Erlass einer Dritten Verordnung zur Änderung der Wertpapierhandelsanzeige- und In-
siderverzeichnisverordnung durch das Bundesministerium für Finanzen wiederaufgegriffen und haben zu
einer **Neufassung der WpAIV** in Gestalt der heutigen „Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige- Mit-
teilungs- und Veröffentlichungspflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz – **WpAV**“⁵ geführt.

1 ABl. EU Nr. L 65 v. 11.3.2016, S. 49. Zum Ganzen auch: Ad-hoc-Publizität – Änderungen durch die neue Marktmiss-
brauchsverordnung, BaFin-Journal, Ausgabe Juli 2016, S. 28, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinJournal/2016/bj_1607.pdf;jsessionid=5789649482D385330B528E9B9657192E.2_cid290?__blob=publicationFile&v=6.

2 Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Füh-
rung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnis-
verordnung – WpAIV), BGBl. I 2004, 3376.

3 *BaFin*, MAR (FAQ), S. 2 zu 3.: „Die WpAIV bleibt bis zur Umsetzung des 2. Finanzmarktnovellierungsgesetzes in ihrer
bisherigen Fassung zunächst bestehen, tritt aber hinter der MAR sowie den ausführenden Verordnungen (EU) 2016/522
und (EU) 2016/1055 zurück, soweit sich in diesen entsprechende oder abweichende Regelungen finden.“ Dabei ging die
BaFin noch davon aus, dass die WpAIV, dem Referentenentwurf zum 2. FiMaNoG folgend (dazu im Folgenden) mit dem
2. FiMaNoG den angeführten Verordnungen angepasst würde; *Klöhn*, AG 2016, 423, 431; *Poelzig*, NZG 2016, 761, 764;
Schäfer in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 15.33.

4 Referentenentwurf 2. FiMaNoG vom 30.9.2016, S. 363 zu Art. 15, heute noch abrufbar unter http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/de/Rechtsgebiete/Kapitalma/Artikelgesetze/428/2._FimanoG.htm unter III.2. Gesetzgebungsgeschichte.

5 Dritte Verordnung zur Änderung der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung vom 2.11.2017,
BGBl. I 2017, 3727, Hervorhebung hinzugefügt. Die Neubezeichnung beruht auf der Änderung der Überschrift der
WpAIV durch Art. 1 Nr. 1 dieser Verordnung.

Art. 7 Insiderinformation

(1) Für die Zwecke dieser Verordnung umfasst der Begriff „Insiderinformationen“ folgende Arten von Informationen:

- a) nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen;
- b) in Bezug auf Warenderivate nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt ein oder mehrere Derivate dieser Art oder direkt damit verbundene Waren-Spot-Kontrakte betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Derivate oder damit verbundener Waren-Spot-Kontrakte erheblich zu beeinflussen, und bei denen es sich um solche Informationen handelt, die nach Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Union oder der Mitgliedstaaten, Handelsregeln, Verträgen, Praktiken oder Regeln auf dem betreffenden Warenderivate- oder Spotmarkt offengelegt werden müssen bzw. deren Offenlegung nach vernünftigem Ermessen erwartet werden kann;
- c) in Bezug auf Emissionszertifikate oder darauf beruhende Auktionsobjekte nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt ein oder mehrere Finanzinstrumente dieser Art betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen;
- d) für Personen, die mit der Ausführung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente beauftragt sind, bezeichnet der Begriff auch Informationen, die von einem Kunden mitgeteilt wurden und sich auf die noch nicht ausgeführten Aufträge des Kunden in Bezug auf Finanzinstrumente beziehen, die präzise sind, direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente, damit verbundener Waren-Spot-Kontrakte oder zugehöriger derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen.

(2) Für die Zwecke des Absatzes 1 sind Informationen dann als präzise anzusehen, wenn damit eine Reihe von Umständen gemeint ist, die bereits gegeben sind oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein werden, oder ein Ereignis, das bereits eingetreten ist oder von den *[richtigerweise: von dem man]* vernünftigerweise erwarten kann, dass es in Zukunft eintreten wird, und diese Informationen darüber hinaus spezifisch genug sind, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse der Finanzinstrumente oder des damit verbundenen derivativen Finanzinstruments, der damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakte oder der auf den Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekte zuzulassen. So können im Fall eines zeitlich gestreckten Vorgangs, der einen bestimmten Umstand oder ein bestimmtes Ereignis herbeiführen soll oder hervorbringt, dieser betreffende zukünftige Umstand bzw. das betreffende zukünftige Ereignis und auch die Zwischenschritte in diesem Vorgang, die mit der Herbeiführung oder Hervorbringung dieses zukünftigen Umstandes oder Ereignisses verbunden sind, in dieser Hinsicht als präzise Information betrachtet werden.

(3) Ein Zwischenschritt in einem gestreckten Vorgang wird als eine Insiderinformation betrachtet, falls er für sich genommen die Kriterien für Insiderinformationen gemäß diesem Artikel erfüllt.

(4) Für die Zwecke des Absatzes 1 sind unter „Informationen, die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs von Finanzinstrumenten, derivativen Finanzinstrumenten, damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakten oder auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekten spürbar zu beeinflussen“ Informationen zu verstehen, die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde.

Im Fall von Teilnehmern am Markt für Emissionszertifikate mit aggregierten Emissionen oder einer thermischen Nennleistung in Höhe oder unterhalb des gemäß Artikel 17 Absatz 2 Unterabsatz 2 festgelegten Schwellenwerts wird von den Informationen über die physischen Aktivitäten dieser Teilnehmer angenommen, dass sie keine erheblichen Auswirkungen auf die Preise der Emissionszertifikate und der auf diesen beruhenden Auktionsobjekte oder auf damit verbundene Finanzinstrumente haben.

(5) Die ESMA gibt Leitlinien für die Erstellung einer nicht erschöpfenden indikativen Liste von Informationen gemäß Absatz 1 Buchstabe b heraus, deren Offenlegung nach vernünftigem Ermessen erwartet werden kann oder die nach Rechts- und Verwaltungsvorschriften des Unionsrechts oder des nationalen Rechts, Handelsregeln, Verträgen, Praktiken oder Regeln auf den in Absatz 1 Buchstabe b genannten betreffenden Warenderivate- oder Spotmärkten offengelegt werden müssen. Die ESMA trägt den Besonderheiten dieser Märkte gebührend Rechnung.

In der Fassung vom 16.4.2014 (ABL EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 1).

Schrifttum: S. Vor Art. 7 ff. VO Nr. 596/2014 und das Allgemeine Schrifttumsverzeichnis.

I. Regelungsgehalt und Normentwicklung	1	4. Nicht öffentlich bekannte Information	63
II. Insiderinformationen – Begriff und Begriffselemente	5	a) Grundsätzliches	63
1. Bezugspunkte: Emittenten und Finanzinstrumente	5	b) Einzelheiten	67
2. Grunddefinition	6	5. Emittenten oder Finanzinstrumente betreffende Information	72
3. Präzise Information (Art. 7 Abs. 1 lit. a und Abs. 2 VO Nr. 596/2014)	8	a) Emittentenbezug	73
a) Allgemeines – Übersicht	8	b) Bezug zu Finanzinstrumenten	76
b) Umstände und Ereignisse	15	6. Kurserhebliche Information (Art. 7 Abs. 1 und Abs. 4 VO Nr. 596/2014)	78
aa) Eingetretene Umstände und Ereignisse (Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014)	15	a) Allgemeines – Maßstab des verständigen Anlegers	78
(1) Unterscheidung zwischen Umständen und Ereignissen	15	b) Einzelheiten	88
(2) Äußere und innere Tatsachen und Drittbezug	16	aa) Ex-ante-Beurteilung der Kurserheblichkeit	88
(3) Werturteile, Ansichten und Meinungen	19	bb) Zukunftsbezogene Information und mehrstufige Entscheidungsvorgänge	90
(4) Pläne, Vorhaben oder Absichten und Schritte zu deren Verwirklichung	20	cc) Kurserheblichkeit in Bezug auf bestimmte Gattungen von Finanzinstrumenten	91
(5) Unternehmensplanungen (Plandaten u.a.)	25	dd) Kanon kurserheblicher Umstände	94
(6) Prognosen	28	III. Insiderinformationen in Bezug auf spezielle Finanzinstrumente und Kundenaufträge (Art. 7 Abs. 1 lit. b–d VO Nr. 596/2014)	96
(7) Tipps, Empfehlungen und Ratschläge	31	1. Insiderinformationen in Bezug auf Warenderivate (Art. 7 Abs. 1 lit. b, Abs. 2, 3 und 4 Unterabs. 1 sowie Abs. 5 VO Nr. 596/2014)	96
(8) Unternehmensbewertungen und -analysen sowie Ratings	32	2. Insiderinformationen in Bezug auf Emissionszertifikate (Art. 7 Abs. 1 lit. c und Abs. 2, 3 und 4 VO Nr. 596/2014)	100
(9) Gerüchte	35	3. Insiderinformationen im Zusammenhang mit der Ausführung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente (Art. 7 Abs. 1 lit. d VO Nr. 596/2014)	102
(10) Verdacht auf Rechtsverstöße (Compliance-Verstöße) – Interne und externe Untersuchungen	37	IV. Leitlinien für Informationen in Bezug auf Warenderivate nach Art. 7 Abs. 1 lit. b VO Nr. 596/2014 (Art. 7 Abs. 5 VO Nr. 596/2014)	105
(11) Anhängen an fremde Wertpapiergeschäfte	41		
bb) Zukünftige Umstände und Ereignisse (Art. 7 Abs. 2 VO Nr. 596/2014)	42		
cc) Sonderfall: Mehrstufige Entscheidungsvorgänge und Zwischenschritte (Art. 7 Abs. 2 Satz 2, Abs. 3 VO Nr. 596/2014)	49		
c) Kursspezifität	60		

- I. Regelungsgehalt und Normentwicklung.** Nach Art. 14 VO Nr. 596/2014 ist es **verboten**,¹
- Insidergeschäfte zu tätigen und dies zu versuchen,
 - Dritten zu empfehlen, Insidergeschäfte zu tätigen, oder Dritte dazu zu verleiten, Insidergeschäfte zu tätigen, oder
 - Insiderinformationen unrechtmäßig offenzulegen¹.

Gegenstand dieser Verbote sind Insiderinformationen. Das gilt auch für die in Art. 14 lit. a und b VO Nr. 596/2014 angeführten Verbote, denn sowohl Insidergeschäfte als auch Empfehlungen setzen Insiderinformationen voraus: So liegt nach Art. 8 Abs. 1 Satz 1 VO Nr. 596/2014 ein gem. Art. 14 lit. a VO Nr. 596/2014 verbotenes Insidergeschäft 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. Auch eine nach Art. 14 lit. b VO Nr. 596/2014 verbotene Empfehlung zum Tätigen von Insidergeschäften oder die Verleitung Dritter hierzu liegt nach Art. 8 Abs. 2 VO Nr. 596/2014 nur dann vor, wenn der Empfehlende über Insiderinformationen verfügt und die Empfehlung auf der Grundlage von Insiderinformationen abgibt. Schließlich hat das in Art. 14 lit. c VO Nr. 596/2014 aufgeführte Verbot die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen zum Gegenstand. In diesem Rahmen bestimmt Art. 7 VO Nr. 596/2014, unter welchen Voraussetzungen eine Information als Insiderinformation anzusehen ist.

Der in Art. 7 VO Nr. 596/2014 umschriebene Begriff „Insiderinformationen“, **unterscheidet** sich nicht wesentlich von demjenigen, der der aufgehobenen **Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG** vom 28.1.2003² und der

¹ Auch wenn Art. 14 VO Nr. 596/2014 nur in lit. a ein Verbot des Versuchs erwähnt, ist doch nach § 119 Abs. 4 WpHG bei allen der von ihm erwähnten Verbote der Versuch strafbar; *Szesny*, DB 2016, 1420, 1421; s. auch Vor Art. 7 ff. VO Nr. 596/2014 Rz. 27.

² Richtlinie 2003/6/EG vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16.

zu dieser ergangenen Durchführungsrechtsakte¹ zugrunde lag und in § 13 WpHG a.F. umgesetzt wurde². Tatsächlich bauen Art. 7 Abs. 1 lit. a, b bzw. d VO Nr. 596/2014 auf Bestimmungen in Art. 1 Nr. 1 Abs. 1, 2 bzw. 3 RL 2003/6/EG auf³. Ist der Begriff der Insiderinformationen nach wie vor maßgeblich durch den Begriff der „**Finanzinstrumente**“ bestimmt⁴, so wird dieser und damit auch der Anwendungsbereich des Insiderrechts um denjenigen der „Emissionszertifikate“ (Art. 7 Abs. 1 lit. c VO Nr. 596/2014 i.V.m. Art. 3 Abs. 1 Nr. 19 VO Nr. 596/2014) erweitert. Darüber hinaus ist der Konkretisierungsgrad, den der Begriff der Insiderinformation und seine Begriffselemente in Art. 7 VO Nr. 596/2014 erfahren haben, erheblich gestiegen. Dabei wurden auch Probleme der Anwendung des Begriffs der Insiderinformationen und dessen Auslegung durch den EuGH teilweise – namentlich durch Art. 7 Abs. 3 VO Nr. 596/2014 über Zwischenschritte (dazu Rz. 25, 51 ff.) – in die Vorschriften über Insiderinformationen überführt.

- 3 Unverändert geblieben auch, dass dem Verbot von Insidergeschäften und der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen in Art. 14 VO Nr. 596/2014 auf der einen Seite und der Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen (sog. Ad-hoc-Publizität) nach Art. 17 VO Nr. 596/2014 auf der anderen Seite ein **einheitlicher Insiderbegriff** zugrunde liegt (sog. **einstufiges Modell**). Dagegen suchte der „Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch)“ vom 20.10.2011 (im Folgenden: Vorschlag Marktmissbrauchsverordnung)⁵ noch ein zweistufiges Modell einzuführen, das die Insiderhandelsverbote auch weiterhin an den Begriff der Insiderinformation anbinden sollte, wie er der RL 2003/6/EG vom 28.1.2003 (Rz. 2) zugrunde lag, für die Veröffentlichungspflicht von Insiderinformationen aber auch nicht präzise Informationen ausreichend lassen wollte, sofern sie nur „einem verständigen Investor verfügbar wären, der regelmäßig an diesem Markt und mit dem betreffenden Finanzinstrument oder einem damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakt handelt, von diesem als relevant bei der Entscheidung über die Bedingungen betrachtet würden“⁶. Dieses, mit einer Aufspaltung des Begriffs der Insiderinformation arbeitende regulatorische Konzept begründete der Vorschlag wie folgt: „Insider-Informationen können missbraucht werden, bevor ein Emittent zu deren Offenlegung verpflichtet ist. Der Stand von Vertragsverhandlungen, vorläufig in Vertragsverhandlungen vereinbarte Bedingungen, die Möglichkeit der Platzierung von Finanzinstrumenten, die Umstände, unter denen Finanzinstrumente vermarktet werden, oder vorläufige Bedingungen für die Platzierung von Finanzinstrumenten können für Investoren relevante Informationen sein. Daher sollten derartige Informationen als Insider-Informationen eingestuft werden. Entsprechende Informationen können jedoch mitunter nicht ausreichend präzise sein, um für den Emittenten eine Pflicht zu deren Offenlegung zu begründen. In solchen Fällen sollte das Verbot von Insider-Geschäften gelten, die Pflicht zur Offenlegung der betreffenden Informationen jedoch nicht.“⁷
- 4 Der **Vorschlag eines gespaltenen Begriffs der Insiderinformation** war von der britischen Marktmissbrauchsregulierung und dem die Veröffentlichung von Insiderinformationen auslösenden Begriff der Insiderinformation im Sinne einer „relevant information not generally available“ (sog. **RINGA-Konzept**) inspiriert⁸. Letzterer sah sich jedoch wegen seiner begrifflichen Unschärfen, der damit einhergehenden Rechtsunsicherheit und den höheren „Compliance-Kosten“, den die Anknüpfung unterschiedlicher Marktmissbrauchsregelungen an unterschiedliche Begriffe der Insiderinformation mit sich gebracht hätte, erheblichen Einwänden ausgesetzt⁹ und wurde schließlich im Gesetzgebungsverfahren im Rahmen des Trilogs zwischen Europäischem Parlament, Europäischem Rat und der Europäischen Kommission zum Verordnungsvorschlag fallen gelassen¹⁰.

1 S. dazu Vor Art. 7 ff. VO Nr. 596/2014 Rz. 11. Im vorliegenden Zusammenhang von Bedeutung: Richtlinie 2003/124/EG vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl. EU Nr. L 339 v. 24.12.2003, S. 70; Richtlinie 2004/72/EG vom 29. April 2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG (Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen [...]), ABl. EU Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70.

2 Zu Modifikationen des Begriffs der Insiderinformation, wie er der Insiderrichtlinie 89/592/EWG vom 13.11.1989 (ABl. EG Nr. L 334 v. 18.11.1989, S. 30) zugrunde lag, s. Assmann in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 2.

3 S. dazu die Entsprechungstabelle in Anhang II der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG vom 28.1.2003.

4 Auch die Definitionen der in Art. 7 Abs. 2 VO Nr. 596/2014 als Bezugspunkt des Begriffs „Insiderinformationen“ verwandten Begriffe „Emittent“ und „Warenderivate“ in Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 bzw. Nr. 24 greifen auf den Begriff der „Finanzinstrumente“ zurück; s. Art. 3 VO Nr. 596/2014 Rz. 30 und 35 ff.

5 KOM(2011) 651 endgültig, 2011/0295 (COD).

6 Art. 6 Abs. 1 lit. e Vorschlag Marktmissbrauchsverordnung.

7 Vorschlag Marktmissbrauchsverordnung, S. 10.

8 Dazu Bachmann, DB 2012, 2206, 2211; Krause/Brellochs, AG 2013, 309, 335 f.; Seibt, ZHR 177 (2013), 388, 412 f.; Seibt/Wollenschläger, AG 2014, 593, 596.

9 Krause/Brellochs, AG 2013, 309, 336; Merkner/Sustmann, AG 2012, 315, 320 f.; Mock, ZBB 2012, 286, 290 f.; Seibt, ZHR 177 (2013), 388, 417; Veil, ZBB 2014, 85, 89; Veil/Koch, WM 2011, 2297, 2299; Viciano-Gofferje/Cascante, NZG 2012, 968, 971 f.

10 Dazu Parmentier, BKR 2013, 133, 135 f.; Poelzig, NZG 2016, 528, 531; Seibt, ZHR 177 (2013), 388, 413 ff.; Veil, ZBB 2014, 85, 89.

II. Insiderinformationen – Begriff und Begriffselemente. 1. Bezugspunkte: Emittenten und Finanzinstrumente. Insiderinformationen sind Informationen, die sich auf einen Emittenten oder auf Finanzinstrumente beziehen. Dabei ist auch der Begriff des **Emittenten** mit durch denjenigen der Finanzinstrumente definiert: Nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 VO Nr. 596/2014 bezeichnet „Emittent“ eine juristische Person des privaten oder öffentlichen Rechts, die Finanzinstrumente emittiert oder deren Emission vorschlägt, wobei der Emittent im Fall von Hinterlegungsscheinen, die Finanzinstrumente repräsentieren, der Emittent des repräsentierten Finanzinstruments ist. **Finanzinstrumente**, die Gegenstand einer Insiderinformation sein können, sind nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 VO Nr. 596/2014 solche i.S.v. Art. 14 Abs. 1 Nr. 15 RL 2014/65/EU¹ (aufgeführt in Art. 3 VO Nr. 596/2014 Rz. 2), die auf einem der in Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. a–c VO Nr. 596/2014 aufgeführten Märkte gehandelt werden (s. Art. 2 VO Nr. 596/2014 Rz. 2 und 9, sowie zu den einzelnen Märkten Art. 2 VO Nr. 596/2014 Rz. 8 f., 12 f. und 14), und die in Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 2 VO Nr. 596/2014 (Art. 2 VO Nr. 596/2014 Rz. 15 f. bzw. 17 f.) sowie Art. 2 Abs. 2 lit. a und b VO Nr. 596/2014 (Art. 2 VO Nr. 596/2014 Rz. 20 bzw. 21) genannten Finanzinstrumente.

2. Grunddefinition. Art. 7 Abs. 1 lit. a VO Nr. 596/2014 enthält die **Definition von Insiderinformationen**. Alle weiteren Bestimmungen des Art. 7 VO Nr. 596/2014 – mit Ausnahme derer über die Herausgabe von Leitlinien für die Erstellung einer nicht erschöpfenden indikativen Liste von Insiderinformationen in Bezug auf Warenderivate nach Art. 7 Abs. 1 lit. b VO Nr. 596/2014 durch die ESMA – sind Konkretisierungen dieser, im Folgenden als Grunddefinition bezeichneten Definition in Bezug auf bestimmte Finanzinstrumente, bestimmte Tätigkeiten bestimmter Personen in Bezug auf Finanzinstrumente oder spezielle Vorgänge.

Die komplexe **Grunddefinition** der Insiderinformation in Art. 7 Abs. 1 lit. a VO Nr. 596/2014, die sich auf Insiderinformationen über alle Emittenten und alle Arten von Finanzinstrumenten bezieht, lässt sich in vier **Begriffselemente** aufspalten. Danach ist eine Insiderinformation

- eine präzise Information über Ereignisse oder eine Reihe von Umständen,
- die nicht öffentlich bekannt sind,
- die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und
- die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen.

3. Präzise Information (Art. 7 Abs. 1 lit. a und Abs. 2 VO Nr. 596/2014). a) Allgemeines – Übersicht. Eine Information kann nur dann eine Insiderinformation sein, wenn sie **präzise** ist. Art. 1 Nr. 1 RL 2003/124/EG vom 22.12.2003 zur Durchführung der RL 2003/6/EG (Marktmissbrauchsrichtlinie 2003)² mit geringen sprachlichen Modifikationen folgend und den Wortlaut an die Neuregelungen in Art. 7 Abs. 1 lit. b und c VO Nr. 596/2014 anpassend, bestimmt **Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014**, dass für die Zwecke von Art. 7 Abs. 1 VO Nr. 596/2014 Informationen dann als präzise anzusehen sind, „wenn damit eine Reihe von Umständen gemeint ist, die bereits gegeben sind oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein werden, oder ein Ereignis, das bereits eingetreten ist oder von dem man vernünftigerweise erwarten kann, dass es in Zukunft eintreten wird, und diese Informationen darüber hinaus spezifisch genug sind, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse der Finanzinstrumente oder des damit verbundenen derivativen Finanzinstruments, der damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakte oder der auf den Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekte zuzulassen“.

Aufgrund des vergleichbaren Wortlauts von Art. 1 Nr. 1 RL 2003/124/EG (Rz. 8) und Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 kann deshalb weitgehend auf die Auslegung des Begriffs der „präzisen Information“ zurückgegriffen werden, wie sie sich zu Art. 1 Nr. 1 RL 2003/124/EG und § 13 WpHG a.F. herausgebildet hat. Das gilt vor allem deshalb, weil es unbestritten war, dass der in § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG a.F. verwandte Begriff der „konkreten Information“ lediglich die Transformation des in Art. 1 Nr. 1 RL 2003/124/EG verwandten Begriffs der „präzisen Information“ in das deutsche Recht darstellte³ und deshalb unter Rückgriff auf die Formulierung in der Richtlinienbestimmung auszulegen war⁴. Eine deutliche sprachliche Abweichung des Wortlauts des Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 von demjenigen Art. 1 Nr. 1 RL 2003/124/EG liegt allerdings darin, dass der erstere nur solche zukünftigen Umstände bzw. Ereignisse als präzise definiert, von denen „vernünftigerweise erwartet werden kann“, dass sie in Zukunft gegeben sein werden bzw. eintreten werden, während Art. 1 Nr. 1 RL 2003/124/EG noch eine „hinreichende Wahrscheinlichkeit“ verlangte, dass Umstände bzw. Ereignisse in Zukunft existieren bzw. eintreten werden. Aber in der Sache übernimmt die Neuformulierung lediglich die Auslegung des EuGH, die dieser dem Begriff „hinreichende Wahrscheinlichkeit“, im Anschluss an die sprachliche

1 ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 349.

2 ABl. EU Nr. L 339 v. 24.12.2003, S. 70.

3 Assmann in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 6.

4 Assmann in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 7.

Fassung der RL 2003/124/EG durch die ganz überwiegende Mehrheit der Mitgliedstaaten, zuteilwerden ließ (näher Rz. 49)¹.

- 10 Unverändert aus Art. 1 Nr. 1 RL 2003/124/EG übernommen² wurde in Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 auch die **zweistufige Definition** des Begriffs der präzisen Information, die sich in der Umsetzung der Richtlinie durch § 13 WpHG a.F. nur unzureichend wiederfand, aber im Anschluss an die Definition in der vorgenannten Richtlinienbestimmung doch allgemein als Bestandteil des Begriffs der „konkreten Information“ i.S.v. § 13 Abs. 1 WpHG a.F. angesehen wurde:
- 11 – Dabei geht es auf der **ersten Stufe** darum, ob eine Information gem. Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 als eine solche über einen existierenden Umstand oder ein eingetretenes Ereignis oder als eine solche über zukünftig existierende Umstände oder eintretende Ereignisse zu qualifizieren ist, wobei zukunftsbezogene Informationen nur dann als Insiderinformationen in Betracht kommen, wenn vernünftigerweise erwartet werden kann, dass der fragliche Umstand zukünftig gegeben bzw. das zukünftige Ereignis eingetreten sein wird. Dazu im Einzelnen Rz. 15 ff.
- 12 – Erfüllt eine Information diese Voraussetzungen, ist auf einer **zweiten Stufe** die **Kurspezifität** dieser Information i.S.v. Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 zu prüfen. Dabei geht es nicht um die Kurserheblichkeit der Information (d.h. ihre Eignung, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs des betroffenen Finanzinstruments oder denjenigen der mit diesem verbundenen derivativen Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen), sondern darum, ob sie **spezifisch** genug ist, um eine Aussage über ihre Kursrelevanz für das betroffene Finanzinstrument bzw. der mit diesem verbundenen derivativen Finanzinstrumente zu erlauben³. Dazu im Einzelnen Rz. 60 ff.
- 13 Die **Bedeutung der zweiten Prüfungsstufe** erschließt sich, wenn man berücksichtigt, dass die Definition von Insiderinformation in Art. 7 Abs. 1 lit. a VO Nr. 596/2014 – derjenigen in Art. 1 Abs. 1 Nr. 1 Satz 1 RL 2003/6/EG (Rz. 2) in dieser Hinsicht folgend – explizit auch Informationen mit indirektem Bezug zu einem oder mehreren Emittenten und einem oder mehreren Finanzinstrumenten als Insiderinformationen aufführt. Angesichts der Fülle der Informationen über Umstände oder Ereignisse, die den Emittenten oder Insiderpapiere mittelbar berühren können, kommt dem Merkmal der **Spezifität** der Insiderinformation eine Auslesefunktion zu. Zwar weist es eine gewisse Nähe zu dem der Kurserheblichkeit der fraglichen Information auf (Eignung, „den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen“), doch ist hierbei kein Urteil über die Kurserheblichkeit verlangt, sondern lediglich eine Antwort auf die Frage, ob die Information überhaupt hinreichenden Bezug zu einem oder mehreren Emittenten oder zu einem Finanzinstrument oder mehreren Finanzinstrumenten aufweist, um ein Urteil über die Kurserheblichkeit zu gestatten.
- 14 Wie der EuGH in der *Lafonta*-Entscheidung⁴ hervorhebt, schließt der Begriff der Insiderinformation, wie er in Art. 1 Abs. 1 RL 2003/6/EG (Rz. 2) verwandt wurde, nur vage oder allgemeine Informationen aus, die keine Schlussfolgerung hinsichtlich ihrer möglichen Auswirkung auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente zulassen. Weder gehe aber aus dem Wortlaut der Bestimmung hervor noch entspreche es der Entstehungsgeschichte, der Systematik und dem Zweck der Richtlinie, „dass ‚präzise‘ Informationen nur solche sein können, mit denen sich bestimmen lässt, in welche **Richtung sich der Kurs** der betreffenden Finanzinstrumente oder der sich darauf beziehenden derivativen Finanzinstrumente ändern würde“⁵. Über die Frage der Kurserheblichkeit der Information hatte das Gericht nicht zu befinden. Gleichwohl hat die BaFin dem Urteil Aussagen entnommen, die sie zur Anpassung nicht nur ihrer „Verwaltungspraxis zum Tatbestandsmerkmal der ‚Geeignetheit zur erheblichen Kursbeeinflussung‘“, sondern auch zur Erweiterung des für die Beurteilung der Kurserheblichkeit maßgeblichen Anlegerbildes vom verständigen zu dem auch spekulativ handelnden Anleger veranlassten. Hierzu und zur Kurserheblichkeit bei Unklarheit über negative oder positive Kursentwicklung s. Rz. 87.

1 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – Geldl, AG 2012, 555, 556 f. Rz. 44 ff.

2 Ebenso *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 28.

3 Zur Regelung in Art. 13 WpHG a.F. s. *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 8 m.w.N. Auf diese zweite Stufe weist – ebenfalls noch unter dem Regelungsregime von Art. 1 Nr. 1 der Richtlinie 2003/124/EG – ausdrücklich auch der EuGH in seiner Entscheidung v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – Geldl, AG 2012, 555, 556 Rz. 39 (Hervorhebung im Original) hin: „Wie aus Randnr. 29 des vorliegenden Urteils hervorgeht, ist die Einstufung einer Information als präzise außerdem von der Erfüllung der zweiten in der genannten Bestimmung aufgestellten Voraussetzung abhängig, die darin besteht, dass die Information *spezifisch* genug sein muss, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung der fraglichen Reihe von Umständen oder des fraglichen Ereignisses auf die Kurse von Finanzinstrumenten zulässt.“

4 EuGH v. 11.3.2015 – C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162 – *Lafonta*, AG 2015, 388 Ls., 389 f. Rz. 30 ff.

5 EuGH v. 11.3.2015 – C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162 – *Lafonta*, AG 2015, 388 Ls., 389 Rz. 30. Im Hinblick auf die unterschiedene Frage zustimmend, im Hinblick auf die offen gebliebenen Fragen aber kritisch zu der Entscheidung *Klöhn*, NZG 2015, 809; *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 29; *Renz/Rippel* in BuB, Rz. 7/694. Dass die Entscheidung auch für die Auslegung von Art. 7 VO Nr. 596/2014 relevant ist, wird einhellig bejaht: *Klöhn*, ZIP 2014, 945, 952; *Langenbacher*, AG 2016, 417, 421 f.; *Schäfer* in Marsch-Barnier/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 14.16.

b) **Umstände und Ereignisse. aa) Eingetretene Umstände und Ereignisse (Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014).** (1) **Unterscheidung zwischen Umständen und Ereignissen.** Als präzise Informationen kommen nach Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 eine Reihe von eingetretenen Umständen oder ein bereits eingetretenes Ereignis in Betracht. Die **Unterscheidung zwischen Umständen und Ereignissen** fand sich schon in Art. 1 Abs. 1 RL 2003/124/EG vom 22.12.2003 (Rz. 8), wurde aber in § 13 WpHG a.F. nicht übernommen. Vielmehr war in dieser Vorschrift nur von konkreten Informationen über „Umstände“ die Rede. Das wiederum war darauf zurückzuführen, dass sich im Gesetzgebungsverfahren die im Finanzausschuss aufgekommene Ansicht durchsetzte, der Begriff der „Umstände“ umfasse auch „Ereignisse“¹. Auch in Bezug auf Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 erscheint die Ansicht berechtigt. Als beobachtbare Geschehen sind Ereignisse auch Umstände im Sinne von dem Beweis zugänglichen Tatsachen. Das schließt zwar Meinungen oder Glaubensvorstellungen als inhaltlich nicht beweisbare Tatsachen aus, nicht aber den Umstand, dass jemand eine bestimmte Meinung hat oder an etwas Bestimmtes glaubt oder bestimmte Ansichten oder Glaubensvorstellungen existieren (Rz. 19). Zur Unterscheidung von inneren und äußeren Tatsachen s. Rz. 16. Deshalb erscheint die Differenzierung nur in der Hinsicht bedeutsam, dass mit der Formulierung „eine **Reihe von Umständen**“ auch eine Vielzahl für sich genommen nur mehr oder weniger bedeutsame Tatsachen zusammen eine präzise und kursspezifische Information darstellen können. Das wird gemeinhin aber auch schon für den Begriff der Insiderinformation angenommen².

(2) **Äußere und innere Tatsachen und Drittbezug.** Als eingetretene Ereignisse oder Umstände, die Gegenstand einer Insiderinformation sein können, kommen nur **Tatsachen** in Betracht, d.h. der **äußeren Wahrnehmung zugängliche** Geschehnisse oder Zustände der Außenwelt (sog. **äußere Tatsachen**)³ und des menschlichen Innenlebens (sog. **innere Tatsachen**)⁴. Der äußeren Wahrnehmung zugänglich kann nur das sein, was auch dem Beweis zugänglich ist⁵. Geht es um die Mitteilung von Geschehnissen oder Zuständen, so kommt es allein auf die Verifizierbarkeit – im Sinne der *Möglichkeit* eines Beweises – derselben, nicht aber darauf an, ob der Informant oder der Informationsempfänger in der Lage ist, sie im Einzelfall tatsächlich zu verifizieren⁶. Um eine konkrete Information handelt es sich auch dann, wenn sie mit Geltungsanspruch mitgeteilte und verifizierbare Aussagen über Umstände oder Ereignisse zum Gegenstand hat, die sich im Nachhinein als **unwahr** erweisen⁷. Entscheidend ist allein, ob die Information im Zeitpunkt ihrer Erlangung, wäre sie öffentlich bekannt geworden, als zutreffende Information angesehen und geeignet gewesen wäre, den Kurs der betroffenen Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen⁸. An dem Merkmal einer konkreten Information wird es dagegen mangeln, wenn die Aussage – wie Gerüchte (dazu Rz. 35 f.) – zugleich Zweifel an der Wahrheit ihres Inhalts mitliefert.

Den Grundsatz, dass auch „innere Tatsachen“ präzise Informationen sein können, hat der 1. Strafsenat des BGH in seiner Entscheidung vom 6.11.2003⁹ einzuschränken versucht, indem er urteilte, als präzise Informationen kämen nur Informationen mit einem „**Drittbezug**“ in Betracht. Gemeint ist damit, dass eine von einer Person selbst geschaffene Tatsache – im konkreten Fall ging es um den Erwerb von Wertpapieren in der Absicht, sie anschließend anderen zum Erwerb zu empfehlen („**Scalping**“, s. dazu Art. 8 VO Nr. 596/2014 Rz. 62 ff.) – für sie selbst keine Information sein könne, oder m.a.W., dass für eine Person eine Information nur sein könne, was sich auf etwas anderes als ihre eigene „innere“ Sphäre beziehe. Obwohl diese Annahme weder logisch zwin-

- 1 S. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zum RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3493 v. 1.7.2004, 51. Assmann in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 6.
- 2 *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 43, unter Berufung auf die Verwendung des Plurals „Insiderinformationen“ in Art. 7 Abs. 1 VO Nr. 596/2014. Zum Insiderrecht unter dem WpHG a.F. *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 99; *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 45 (Insiderinformation kann aus mehreren Informationen bestehen).
- 3 Hess. VGH v. 16.3.1998 – 8 TZ 98/98, AG 1998, 436 mit Anm. Assmann. S. auch *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 33; *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 44; *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 55; *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 32.
- 4 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 33, und Emittentenleitfaden 2009, S. 33; Assmann in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 12 Fn. 7; *Hilgendorf/Kusche* in Park, 5.3.II.1.b)dd) Rz. 35; *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 44; *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 55; *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 32.
- 5 *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, S. 56; *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 32; *Schwark/Kruse* in Schwark/Zimmer, § 13 WpHG Rz. 8. Für Art. 7 VO Nr. 596/2014 auch *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 54; *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 32 f.
- 6 Darum geht es wohl dem Hess. VGH v. 16.3.1998 – 8 TZ 98/98, AG 1998, 436, wenn er – in der Formulierung allerdings nicht vertretbar – behauptet, die Verifizierbarkeit/Beweisbarkeit spiele für den Begriff der Tatsache keine Rolle. Ebenso *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 32.
- 7 Ebenso *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 35; *Schwark/Kruse* in Schwark/Zimmer, § 13 WpHG Rz. 25; *Sethe* in Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 47. Auch *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 63. Zweifelnd *Hilgendorf/Kusche* in Park, 5.3.II.1.b)ff) Rz. 43. A.A. *Dreyling/Schäfer*, Rz. 64; *Wüsthoff*, S. 46 f.
- 8 Ebenso *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 64 (keine Insiderinformation, wenn der Anleger „weiß, dass die Tatsache falsch ist“).
- 9 BGH v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, AG 2004, 144.

gend ist noch dem Regelungsziel des Insiderrechts entspricht¹, ist ihr ein großer Teil des Schrifttums gefolgt². Auch wenn nicht tiefer begründet, hat der EuGH jedoch in der *Georgakis*-Entscheidung³ deutlich gemacht, dass nach einer richtlinienkonformen Auslegung des Begriffs der Insiderinformation von einer Person selbst geschaffene „innere Tatsachen“ auch für diese Insiderinformationen sein können⁴. Das gilt umso mehr, wenn die fragliche Person lediglich an einer gemeinschaftlichen Entscheidung beteiligt war⁵. Obschon unter und zu der aufgehobenen RL 2003/6/EG vom 28.1.2003 (Rz. 2) und der RL 2003/124/EG vom 22.12.2003 zur Durchführung der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003 (Rz. 8) ergangen, ist diese Entscheidung auf die heutige Regelung in Art. 7 Abs. 1 Satz 1 VO Nr. 596/2014 übertragbar und maßgeblich für die Auslegung des Begriffs der präzisen Information⁶.

- 18 Können Personen damit in Bezug auf ihr Vorhaben, ein Übernahmeangebot abzugeben, Insider sein, so sind sie dadurch allerdings nicht gehindert, ihren Plan wie vorgesehen – durch den sukzessiven Aufkauf von Aktien der Zielgesellschaft – auszuführen: Das folgte nach dem seinerzeitigen Insiderrecht daraus, dass die Ausführung eines Vorhabens nach nahezu einhelliger Auffassung keine **Verwendung** einer Insiderinformation i.S.v. § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a.F. darstellte, weil es an der Ursächlichkeit der Insiderinformation für das Handeln des Betroffenen fehlte⁷. Daran hat sich auch unter Art. 8 Abs. 1 Satz 1 VO Nr. 596/2014 – welcher der vorstehend angeführten Bestimmung des WpHG a.F. entspricht und in dem statt von „Verwendung“, bei gleichem Bedeutungsgehalt, von „Nutzung“ einer Insiderinformation die Rede ist – nichts geändert. Dessen ungeachtet stellte aber auch nach der Ansicht, die eine Insiderinformation nur für den Fall annehmen wollte, dass sie einen „Drittbezug“ aufweist, die **Kenntnis von fremden Entschlüssen** eine präzise „konkrete“ (heute: „präzise“) Information dar⁸.
- 19 (3) **Werturteile, Ansichten und Meinungen.** Nicht der Verifizierung zugänglich ist der *Inhalt* von Werturteilen, Ansichten und Meinungen⁹. Das gilt für **Rechtsauffassungen**¹⁰, d.h. Aussagen über das Ergebnis der Anwendung objektiven Rechts auf objektive Sachverhalte, ebenso wie für **Unternehmensbewertungen**; zur Behandlung der Letzteren als Insiderinformation s. aber näher Rz. 40 ff. Dessen ungeachtet können auch Werturteile, Ansichten und Meinungen einen **Tatsachenkern** haben oder selbst **Tatsacheninformationen mit sich führen**, die als Insiderinformationen zu betrachten sind¹¹. Des Weiteren stellt der Umstand, dass eine bestimmte Person, ein Sachverständiger oder eine Ratingagentur eine bestimmte Meinung vertritt, Umstände oder Ereignisse in bestimmter Weise bewertet oder die Meinung oder Bewertung eines anderen teilt oder nicht teilt, eine der Überprüfung zugängliche äußere oder innere Tatsache dar¹². Darüber hinaus können Werturteile

1 Dazu näher *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 8.

2 S. die Nachweise bei *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 8 Fn. 3 und 4 (S. 400). Noch immer dieser Ansicht *Theile* in *Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis*, 7. Kapitel, § 38 WpHG Rz. 83. Zur seinerzeitigen Gegenansicht *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 8 Fn. 6 (S. 400).

3 EuGH v. 10.5.2007 – C-391/04, ECLI:EU:C:2007:272 – *Georgakis*, AG 2007, 542.

4 Zur Entscheidung und dieser zustimmend *Sethe* in *Assmann/Schütze*, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 43. Ebenso *Grundmann* in *Staub*, Bd. 11/1, 5. Aufl. 2017, 6. Teil Rz. 346.

5 EuGH v. 10.5.2007 – C-391/04, ECLI:EU:C:2007:272 – *Georgakis*, AG 2007, 542 Rz. 33, 35.

6 Ebenso *Hopt/Kumpan* in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, § 107 Rz. 44; *Klöhn* in *Klöhn*, Art. 7 MAR Rz. 26; *Krause* in *Meyer/Veil/Rönnau*, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 24.

7 S. *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 8, § 14 WpHG Rz. 25 ff.; *Hopt/Kumpan*, ZGR 2017, 765, 791 ff.

8 BGH v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, NJW 2004, 302, 303 = AG 2004, 144; *Sethe* in *Assmann/Schütze*, Kapitalanlagerecht, § 12 Rz. 31.

9 Begr. RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, 46; Hess. VGH v. 16.3.1998 – 8 TZ 98/98, AG 1998, 436; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rz. 316; *Hilgendorf/Kusche* in *Park*, 5.3.II.1.b)bb) Rz. 30; *Hopt/Kumpan* in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, § 107 Rz. 44; *Krause* in *Meyer/Veil/Rönnau*, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 35; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rz. 13.115; *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, § 13 WpHG Rz. 39; *Schwark/Kruse* in *Schwark/Zimmer*, § 13 WpHG Rz. 8; *Sethe* in *Assmann/Schütze*, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 47. Kryptisch die Ansicht *Klöhns* in *KölnKomm. WpHG*, § 13 WpHG Rz. 71, „Meinungen, Werturteile, Ansichten und Rechtsauffassungen“ seien „Informationen über Umstände“.

10 *Krause* in *Meyer/Veil/Rönnau*, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 35; *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, § 13 WpHG Rz. 44.

11 *Hilgendorf/Kusche* in *Park*, 5.3.II.1.b)bb) Rz. 30; *Klöhn* in *Klöhn*, Art. 7 MAR Rz. 74; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rz. 13.116; *Klöhn* in *KölnKomm. WpHG*, § 13 WpHG Rz. 71; *Krause* in *Meyer/Veil/Rönnau*, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 35; *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, § 13 WpHG Rz. 39, 41; *Schäfer* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 14.14; *Sethe* in *Assmann/Schütze*, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 48. A.A. *Grundmann* in *Staub*, Bd. 11/1, 5. Aufl. 2017, 6. Teil Rz. 344.

12 *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, § 13 WpHG Rz. 43; *Klöhn* in *KölnKomm. WpHG*, § 13 WpHG Rz. 73; *Klöhn* in *Klöhn*, Art. 7 MAR Rz. 75; *Krause* in *Meyer/Veil/Rönnau*, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 37; *Schäfer* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 14.14; *Schwark/Kruse* in *Schwark/Zimmer*, § 13 WpHG Rz. 15; *Sethe* in *Assmann/Schütze*, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 49; auch *Grundmann* in *Staub*, Bd. 11/1, 5. Aufl. 2017, 6. Teil Rz. 344. Wohl aus diesem Grund, aber ohne nähere Begründung und zu undifferenziert, erklärt die *BaFin* im Emittentenleitfaden 2013, S. 33, „überprüfbare Werturteile, Einschätzungen, Absichten, Prognosen und Gerüchte“ zu Tatsachen.

auch deshalb als Tatsachen anzusehen sein, weil sie der **Verkehr** – namentlich wegen der Person, die das Werturteil abgeben hat und/oder den Umständen, unter denen es oder auf deren Grundlage (die letzten Quartalszahlen) kundgegeben wurde – **wie Tatsachen behandelt**¹. Das kann dann angenommen werden, wenn der Vorstandsvorsitzende oder Finanzvorstand bei einem Analystengespräch vor der Hintergrund der letzten Quartalszahlen mit negativen Ergebnissen äußert, die Ertragslage des Unternehmens habe sich in diesem Quartal im Gegensatz zum letzten gut entwickelt.

(4) **Pläne, Vorhaben oder Absichten und Schritte zu deren Verwirklichung.** Entsprechend verhält es sich mit Plänen, Vorhaben oder Absichten. Dass jemand bestimmte Pläne, Vorhaben oder Absichten hat und verfolgt („**innere Tatsache**“, Rz. 16), stellt – unabhängig von der Wahrscheinlichkeit ihrer Realisierung und ihrer Kurserheblichkeit – einen Umstand dar, der **des Beweises zugänglich** ist². So ist bereits die Information über die Absicht eines gerade erst gewählten Vorstandsvorsitzenden, unter gewissen Umständen aus dem Vorstand auszuschcheiden, als eine präzise und auch kursspezifische Information anzusehen³. Dabei spielt die Realisierungswahrscheinlichkeit von Plänen, Vorhaben oder Absichten, neben möglichen anderen Faktoren, erst im Rahmen der Kurserheblichkeit eine Rolle, wenn die Frage zu beantworten ist, ob die Information, würde sie öffentlich bekannt, geeignet ist, den Kurs von Finanzinstrumenten, derivativen Finanzinstrumenten, damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakten oder auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekten spürbar zu beeinflussen, was wiederum dann der Fall ist, wenn ein verständiger Anleger die Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde (Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014). Das wird er in der Regel nur tun, wenn er – entsprechend der in Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 enthaltenen Regel zur Beantwortung der Frage, unter welchen Voraussetzungen Informationen über zukünftige Umstände oder Ereignisse präzise Informationen sind – vernünftigerweise erwarten kann, dass sich das Geplante, Beabsichtigte oder Vorgenommene in Zukunft realisieren werde. Aber auch ungeachtet der Realisierungswahrscheinlichkeit eines Plans, eines Vorhabens oder einer Absicht können Umstände gegeben sein, die es als wahrscheinlich erscheinen lassen, dass ein verständiger Anleger das schiere Aufkommen und die bloße Existenz eines Plans, eines Vorhabens oder einer Absicht als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen wird.

Im Hinblick auf die Behandlung von Plänen, Vorhaben oder Absichten eines Individuums als präzise Informationen ist allerdings zu beachten, dass die Rechtsprechung sie als solche erst ab dem Zeitpunkt qualifiziert, in dem sie den Bereich interner Willensbildung verlassen haben. Der BGH begründet dies mit der **fehlenden Kursspezifität** von inneren Tatsachen, die „**nicht über den engen persönlichen Bereich hinausgelangt**“ seien⁴ (näher dazu Rz. 62), während das OLG Frankfurt argumentiert, um zu einer insiderrechtlich relevanten „konkreten Tatsache“ zu werden, müsse „das Ergebnis dieses Willensbildungsprozesses gegenüber einem Entscheidungsträger des Unternehmens als konkrete Tatsache **objektiv nach außen zu Tage**“ treten, beispielsweise durch „Mitteilung gegenüber einem Aufsichtsratsmitglied, das Amt niederlegen zu wollen“⁵.

Die Behandlung von Plänen, Vorhaben oder Absichten als Information über eingetretene Umstände oder Ereignisse schließt es freilich nicht aus, diese im Hinblick auf ihren Inhalt auch als **Information über zukünftige Umstände oder Ereignisse** zu betrachten⁶, die nach Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 dann als präzise Information zu qualifizieren ist, wenn vernünftigerweise erwartet kann, dass sich das Geplante, Beabsichtigte oder Vorgenommene in Zukunft realisieren werde. Auch in diesem Falle wäre eine Insiderinformation aller-

1 *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 45, Rz. 46 für Unternehmensbewertungen, weil diese auf Tatsachen beruhen und diese „klar vorgegebenen Regeln“ folgten; ebenso für Unternehmensbewertung *Hilgendorf/Kusche* in Park, 5.3.II.1.b)hh) Rz. 48. Wie hier und in Bezug auf Art. 7 VO Nr. 596/2014 auch *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 37 („Der Grund für die Einordnung eines Werturteils als Tatsache ... können auch die Umstände sein, unter denen ein Werturteil kundgegeben wurde... Insoweit kommen als insiderrechtlich relevante Umstände insbesondere Werturteile von Funktionsträgern in Betracht, denen der Markt aufgrund ihrer Stellung ein nicht öffentlich bekanntes Sachwissen sowie die Fähigkeit zur Durchsetzbarkeit ihrer Entschlüsse zuzisst (zB die Aussage des Vorstandsvorsitzenden eines Emittenten, der sich im Analystengespräch zur Umsetzung seiner Strategie äußert“) und Rz. 38 (zu „Analysen und Bewertungen“).

2 BGH v. 25.2.2008 – II ZB 9/07, AG 2008, 380, 382; OLG Frankfurt v. 12.2.2009 – 2 Ss-OWi 514/08, AG 2009, 414 Rz. 5; Assmann in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 20; *Hopt/Kumpfan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 44; *Lösler* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 2 Rz. 26, 28; *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 57; *Sethe* in Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 4. I.E. auch *BaFin* im Emittentenleitfaden 2013, S. 33.

3 OLG Frankfurt v. 12.2.2009 – 2 Ss-OWi 514/08, AG 2009, 414 Rz. 6.

4 Auch zum Folgenden BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518, 519/520 Rz. 19. Folgend *Schäfer* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 14.14.

5 OLG Frankfurt v. 12.2.2009 – 2 Ss-OWi 514/08, AG 2009, 414. In Bezug auf die Frage, ob es sich bei solchem „privat“ vorhandenen Wissen um ein dem Emittenten zurechenbares Wissen handelt, und diese verneinend *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 400f.

6 BGH v. 22.11.2010 – II ZB 7/09, AG 2011, 84, 85 Ls. 2 und Rz. 15. Unstreitig, *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 67f.; *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 69; *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 65a; *Schwark/Kruse* in Schwark/Zimmer, § 13 WpHG Rz. 8.

dings nur gegeben, wenn die fragliche Information über einen zukünftigen Umstand oder ein zukünftiges Ereignis darüber hinaus kurserheblich i.S.v. Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 wäre.

- 23 Die vorstehende Behandlung von Informationen über Pläne, Vorhaben oder Absichten als Informationen sowohl über eingetretene Umstände oder Ereignisse als auch als solche über zukünftige Umstände oder Ereignisse folgt den vom EuGH im *Geltl*-Urteil¹ dargelegten **Grundsätzen zur Beurteilung einzelner Schritte eines zeitlich gestreckten Vorgangs** im Hinblick auf die Absicht eines Vorstandsvorsitzenden, aus dem Vorstand auszuscheiden, sowie der diese anwendenden Rechtsprechung des BGH². Die Entscheidung des EuGH, jeder „Zwischenschritt eines zeitlich gestreckten Vorgangs“ könne „selbst eine Reihe von Umständen oder ein Ereignis in dem diesen Begriffen im Allgemeinen zugeschriebenen Sinn“ und damit eine präzise Information darstellen³, ist in Art. 7 Abs. 2 Satz 2 und Abs. 3 VO Nr. 596/2014 übernommen und in Art. 7 Abs. 2 Satz 2 VO Nr. 596/2014 in der Weise erläutert worden, dass „im Fall eines zeitlich gestreckten Vorgangs, der einen bestimmten Umstand oder ein bestimmtes Ereignis herbeiführen soll oder hervorbringt, dieser betreffende zukünftige Umstand bzw. das betreffende zukünftige Ereignis und auch die Zwischenschritte in diesem Vorgang, die mit der Herbeiführung oder Hervorbringung dieses zukünftigen Umstandes oder Ereignisses verbunden sind, in dieser Hinsicht als präzise Information“ zu betrachten sind. Was für Zwischenschritte gilt, muss erst recht für den ersten Schritt gelten, mit dem ein gestreckter Vorgang auf den Weg gebracht wird. Zur Qualifizierung von Informationen über einzelne Schritte zur Umsetzung von Plänen, Vorhaben oder Absichten, deren Realisierung Zwischenschritte verlangt, s. Rz. 49 ff.
- 24 Wird dem am Erwerb eines Aktienpakets oder dem potenziellen Bieter eines Übernahmeangebots eine **Due Diligence-Prüfung** gewährt, so stellt eine diesbezügliche Information sowohl eine solche über ein zukünftiges Ereignis als auch eine solche über ein eingetretenes Ereignis dar. Diesbezüglich gibt es weder die Regel, nach der allein die Gewährung einer solchen Prüfung den Schluss zulässt, die Transaktion, derentwillen die Prüfung erfolgt, sei dadurch hinreichend wahrscheinlich geworden, noch ist der Schluss gerechtfertigt, die Gewährung der Prüfung sei schon per se kursrelevant im Hinblick auf die Wertpapiere der Zielgesellschaft und gegebenenfalls auch des Erwerbsinteressenten⁴. Das gilt selbst für bloße Vertraulichkeitsvereinbarungen, einen allgemein gehaltenen *letter of intent* und ein entsprechendes *memorandum of understanding* im Zusammenhang mit einer *Due-Diligence-Gewährung*⁵.
- 25 (5) **Unternehmensplanungen (Plandaten u.a.)**. Die vorstehenden Grundsätze zur insiderrechtlichen Behandlung von Plänen, Vorhaben oder Absichten bestimmen auch die insiderrechtliche Behandlung von Unternehmensplanungen (Plandaten, Wirtschaftspläne, Planrechnungen). Im Unterschied zur Information über einen Plan, einen bestimmten Umstand oder ein bestimmtes Ereignis herbeizuführen, stellt die Information über Unternehmensplan bei verständiger Würdigung dieses Instruments der Unternehmensleitung allerdings **keine Information über zukünftige Umstände oder Ereignisse** dar⁶, deren Qualifikation als präzise Information nach Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 davon abhinge, ob vernünftigerweise erwarten kann, dass diese in Zukunft gegeben bzw. eingetreten sein werden, denn Letzteres ist durchweg nicht der Fall.
- 26 **Unternehmensplanungen** sind nicht mehr als Referenzdaten, Leitlinien oder Benchmarks, an denen sich die im Unternehmen Handelnden orientieren und an denen ihr Erfolg gemessen wird. Planungen müssen zwar realistische Einschätzungen der Entwicklung der Märkte und des Wettbewerbs, der Produktionsfaktoren sowie der Leistungsfähigkeit des Unternehmens enthalten, um von den Unternehmensbeteiligten überhaupt als Grundlage ihres Handelns akzeptiert zu werden, sind aber auch stets strategischer Natur: Sie haben immer auch Steuerungs- und Anreizfunktion für ihre Adressaten und fallen deshalb – je nach den unternehmerischen Überlegungen, die in die Planung eingehen – bewusst einmal zurückhaltend oder ein andermal optimistisch aus. Darüber hinaus steht jeder Unternehmensplan unter dem *Ceteris paribus*-Vorbehalt, d.h. dem Vorbehalt, dass sich die Rahmenbedingungen nicht ändern. Auf jeden Fall erlauben Unternehmenspläne aus sich heraus keine verlässlichen Aussagen über ihre Eintrittswahrscheinlichkeit. Das sieht für „allgemein formulierte Erwartungen oder langfristige Planungen des Emittenten (z.B. Planungen mit einem Zeithorizont von drei oder mehr Jahren oder interne Planungen im Sinne von Zielvorgaben)“ auch die BaFin so, weil diese keine hinreichend konkreten Rückschlüsse auf die tatsächliche Unternehmensentwicklung zuließen⁷, doch gelten die Vorbehalte der Aufsichtsbehörde nach dem Dargelegten schon für die Planungen für das kommende Geschäftsjahr, die regelmäßig in einem Zeitpunkt erstellt werden, in dem sich nicht einmal sicher sagen lässt, in welchem Umfang

1 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555.

2 BGH v. 22.11.2010 – II ZB 7/09, AG 2011, 84. Dazu näher Rz. 49 ff.

3 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555 Ls. 1, 556 Rz. 31.

4 Unter § 14 WpHG a.F. i.E. ebenso *Assmann* in 6. Aufl., § 14 WpHG Rz. 113; *Eggenberger*, Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen und Folgen einer due-diligence-Prüfung, 2001, S. 338; *Götze*, BB 1998, 2326, 2328 f.; *Gunßer*, S. 113, 143.

5 *Hopt/Kumpan*, ZGR 2017, 765, 797 m.w.N. Zu den Voraussetzungen, unter denen diese eine Insiderinformation darstellen können, s. Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rz. 214.

6 I.E. ebenso *Reichert/Ott* in FS *Hopt*, S. 2396 ff., 2405, ebd. S. 2397: „mangelnde Realisierungswahrscheinlichkeit“.

7 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 48 im Zusammenhang mit Prognosen.

sich die Planungen für das aktuelle Geschäftsjahr realisieren werden¹. Ganz fraglos sind Planungen deshalb auch keine Prognosen über den Eintritt bestimmter Ereignisse oder Erfolge (dazu Rz. 30), denn sie gehen erkennbar nicht mit der Aussage einher, die Planung oder einzelne Plandaten würden sicher oder mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit eintreten.

Das ändert aber nichts an dem Umstand, dass die Aufstellung von Unternehmensplanungen und Unternehmensplandaten ein **eingetretener Umstand oder ein eingetretenes Ereignis** ist. Ob die Information über die Aufstellung oder einzelne oder Gruppen von Plandaten eine Insiderinformation darstellen, hängt deshalb vor allem von der Kurserheblichkeit der Information und d.h. nach Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 davon ab, ob ein verständiger Anleger sie „wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde“. Dies im Hinblick auf den vorstehend dargelegten Umstand zu verneinen, dass i.d.R. nicht einmal die Unternehmensplanungen aufstellenden Unternehmen vom Erreichen von Plandaten ausgehen, schließt aber nicht aus, dass ein Anleger den Plandaten unter besonderen Rahmenbedingungen – weil sie zu den vorausgegangen signifikant rückläufig ausfallen – Informationen zu entnehmen vermag, die ein verständiger Anleger für seine Anlageentscheidung nutzen würde². Die **Verwaltungspraxis der BaFin** beurteilt dies indes auch im Hinblick auf Art. 7 VO Nr. 596/2014 und vor allem die Veröffentlichungspflicht von Planungen und Planungen einschließenden Prognosen nach Art. 17 VO Nr. 596/2014 anders und vertritt die Ansicht, dass „zunächst für den rein internen Gebrauch erstellte Prognosen insoweit veröffentlichungspflichtig werden können, wenn die sich darin manifestierende Planung hinreichend konkret erwartet wird und diese eine potentielle Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung aufweist“³.

(6) Prognosen. Prognosen sind **Aussagen über künftige Umstände und Ereignisse**. Dass eine Prognose erstellt oder abgegeben wurde, ist ein dem Beweis zugänglicher Vorgang und eine Information darüber eine präzise Information. Die Information über die Erstellung oder die Abgabe einer – von wem auch immer erstellten – Prognose ist aber regelmäßig nicht kurserheblich i.S.v. Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 und stellt damit in der Regel auch keine Insiderinformation dar. Gleiches gilt dann zwangsläufig auch für Informationen über die Absicht zur Abgabe einer Prognose.

Deshalb kann eine Prognose weitestgehend nur dann eine präzise Information sein, wenn sie unter dem Gesichtspunkt einer **zukunftsbezogenen Information** betrachtet wird und gem. Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 der Eintritt des prognostizierten Umstands oder Ereignisses vernünftigerweise erwartet werden kann⁴. Das soll nach den Ausführungen der BaFin im Emittentenleitfaden 2013 dann der Fall sein, wenn – das ist der insiderrechtlich interessierende Hauptfall – ein Emittent eine Prognose abgibt und diese „aufgrund konkreter Anhaltspunkte für den weiteren Geschäftsverlauf erstellt“⁵. Daran fehlt es aber bei allgemein formulierte Erwartungen, langfristige Planungen des Emittenten, internen Planungen i.S.v. Zielvorgaben⁶ und regelmäßig auch bei Unternehmensplanungen mit Unternehmensplandaten (Rz. 25 ff.). Ist der Eintritt des prognostizierten Umstands oder Ereignisses aufgrund der Umstände der Prognose vernünftigerweise zu erwarten, liegt eine präzise Information vor, die allerdings auch kurserheblich sein muss. Eine „erhebliches Kursbeeinflussungspotential“ bescheinigt die BaFin einer Prognose regelmäßig für den Fall, dass diese „von den zurückliegenden Geschäftsergebnissen oder der Markterwartung erheblich abweicht“, den Umständen angepasst oder geändert wird⁷. Bei der Beantwortung der Frage, ob der Eintritt der Prognose vernünftigerweise zu erwarten ist, kann es auch eine Rolle spielen, wer die Prognose abgegeben hat⁸.

Davon zu unterscheiden ist das Wissen um die bevorstehende und vernünftigerweise zu erwartende **Anpassung oder Änderung (Korrektur) einer Prognose**. Dieser Umstand allein ist schon eine präzise Information, die regelmäßig – worauf auch immer sie gründet und wenn sie nicht belanglos ist – ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial aufweist⁹. Gleiches gilt für Informationen darüber, dass eine Prognose „von den zurückliegenden Geschäftsergebnissen oder der Markterwartung erheblich abweicht“, was zugleich mit einem besonderen

1 Anders Schäfer in Schäfer/Hamann, § 13 WpHG Rz. 13: „Dies ist insbesondere für Unternehmensplanungen für unmittelbar folgende Jahre von Bedeutung, denen nunmehr kaum noch die Qualität der präzisen Information über Umstände abgesprochen werden kann (anderes kann nur für 5- oder gar 10-Jahresplanungen gelten, da diesen häufiger nur Zielcharakter beizumessen sein wird). Dementsprechend hat Vorsicht zu walten bei der Weitergabe von Unternehmensplanungen vor Durchführung einer Due Diligence“.

2 Die Eigenschaft von Unternehmensplanungen im vorstehenden Sinne als präzise Informationen noch generell ablehnend Assmann in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 21.

3 BaFin, MAR (FAQ), III.5. S. 6.

4 RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, 33; BaFin im Emittentenleitfaden 2013, S. 56; Klöhn in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 70; Mennicke/Jakovou in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 39a; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, § 13 WpHG Rz. 56; Sethe in Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 52.

5 BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 56.

6 Zu Vorstehendem BaFin im Emittentenleitfaden 2013, S. 56, langfristige Planungen als solche „mit einem Zeithorizont von drei oder mehr Jahren“ verstehend.

7 BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 56.

8 Klöhn in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 72.

9 BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 52, 56.

Kursbeeinflussungspotenzial einer solchen Prognose einhergeht¹. Dies beurteilt die BaFin auch im Hinblick auf interne Prognosen eher hoch (dazu Rz. 27 a.E.). Zur Kreation von Insiderinformationen und die Verpflichtung zur Veröffentlichung derselben durch die Postulierung einer – entgegen eigenem Bekunden fortlaufenden – **Pflicht zur Beobachtung des Marktes und des eigenen Geschäfts im Hinblick auf Prognosen** s. Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rz. 114.

- 31 (7) **Tipps, Empfehlungen und Ratschläge.** Tipps, Empfehlungen und Ratschläge haben regelmäßig keinen Inhalt, der einem Beweis zugänglich ist, und stellen deshalb grundsätzlich keine Insiderinformationen dar². Doch wiederum ist der Umstand, dass jemand Dritten einen Tipp oder einen bestimmten Ratschlag gegeben hat oder zu geben beabsichtigt, eine verifizierbare konkrete äußere bzw. innere Tatsache³. Der Umstand, dass der *Inhalt* des Tipps, der Empfehlung oder des Rats als vage zu betrachten ist, ändert daran nichts und wird erst im Hinblick auf die Kursrelevanz der Information relevant. Die Frage, ob Tipps, Empfehlungen und Ratschläge Insiderinformationen darstellen, hat in der Vergangenheit allerdings weniger im Hinblick auf bereits abgegebene Tipps oder Empfehlungen Bedeutung erlangt als in Bezug auf die einer Person bekannt gewordene Absicht von exponierten Marktteilnehmern (wie Kreditinstituten, Börseninformationsdiensten, „Börsengurus“ etc.), demnächst einen bestimmten Tipp oder eine Empfehlung gegenüber der Marktöffentlichkeit abzugeben. Schon vor der Marktmissbrauchsverordnung bestand aufgrund des in § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG a.F. umgesetzten Art. 1 Abs. 1 RL 2003/124/EG vom 22.12.2003 (Rz. 8) kein Zweifel daran, dass es sich bei der Absicht zur Abgabe einer Empfehlung, eines Tipps oder eines Rats um eine konkrete Information handelt, wenn mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass die Abgabe zukünftig erfolgen wird bzw., im Hinblick auf die heutige Formulierung in Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014, wenn vernünftigerweise erwartet werden kann, die Empfehlung werde in Zukunft abgegeben werden. Wie Werturteile, Meinungen, Ansichten, Tipps (Rz. 19) können auch Empfehlungen und Ratschläge einen **Tatsachenkern** aufweisen oder mit der **Mitteilung von Tatsachen einhergehen**, die ihrerseits als konkrete Informationen in Frage kommen⁴.
- 32 (8) **Unternehmensbewertungen und -analysen sowie Ratings.** Unternehmensbewertungen sind, wie bereits an früherer Stelle ausgeführt, grundsätzlich wie Werturteile zu behandeln⁵. Das gilt für sog. **Ratings** nicht anders als für die Unternehmensbewertung oder Unternehmensanalyse **durch Sachverständige**. Unternehmensbewertungen und Ratings stützen sich zwar regelmäßig auf „umfangreiches Tatsachenmaterial“, das nach „klar vorgegebenen Regeln“, die das „subjektive Element“ zurückdrängen⁶, ausgewertet wird und werden deshalb im Schrifttum schon deshalb als präzise Informationen oder doch vom Verkehr wie Tatsachen behandelte Informationen angesehen⁷, doch ändert dies nichts an dem Umstand, dass vielfach nur das wertende Elemente enthaltende Ergebnis einer Unternehmensbewertung oder eines Ratings auf seine Qualität als Insiderinformation zu beurteilen ist. Allerdings stellen auch als Werturteile qualifizierte Unternehmensbewertungen und Ratings unter den oben angeführten Bedingungen und aufgrund der oben angeführten Umstände regelmäßig präzise Informationen dar.
- 33 Dass Unternehmensbewertungen und Ratings regelmäßig **präzise Informationen** sind, war auch die Prämisse des § 13 Abs. 2 WpHG a.F., der bestimmte, eine Bewertung, „die ausschließlich auf Grund öffentlich bekannter Umstände erstellt“ werde, sei „keine Insiderinformation, selbst wenn sie den Kurs der Insiderpapiere erheblich beeinflussen“ könne. Die Vorschrift folgte darin Erwägungsgrund 31 der RL 2003/6/EG vom 28.1.2003 (Rz. 2), nach dem „Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlicher Angaben erstellt wurden, ... nicht als Insider-Informationen angesehen werden“ sollten. Entsprechendes findet sich auch in Erwägungsgrund 28 Satz 1 VO Nr. 596/2014. Diesem zufolge sollen „**Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben erstellt wurden**, ... nicht als Insiderinformationen angesehen werden und die bloße Tatsache, dass Geschäfte auf der Grundlage von Analysen und Bewertungen getätigt werden, [soll] daher nicht als Nutzung von Insiderinformationen gelten.“ Wären Unternehmensbewertungen und Ratings nicht regelmäßig präzise Informationen, wäre es überflüssig, diese generell aus dem Kreis von Insiderinformationen herauszunehmen. Erwägungsgrund 28 Satz 1 VO Nr. 596/2014 ist deshalb nur in der Weise gerecht zu werden, dass er als eine die Auslegung des Begriffs der Insiderinformation betreffende **Ausnahmeregelung**⁸ verstanden wird.

1 BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 56.

2 Assmann, AG 1994, 241; Lösler in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 2 Rz. 26; Mennicke/Jakovou in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 55. Kryptisch auch hier die Ansicht Klöhn in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 74, „Tipps und Empfehlungen“ seien „Informationen über Umstände“; Klöhn in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 76; Krause in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 56.

3 Hopt/Kumpan in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 44; Krause in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 56; Mennicke/Jakovou in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 56, 62; Sethe in Assmann/Schütze, Kapitalanlage-recht, § 12 Rz. 38.

4 Lenenbach, Kapitalmarktrecht, Rz. 13.116; Mennicke/Jakovou in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 55.

5 Hopt/Kumpan in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 44. A.A. Hilgendorf/Kusche in Park, 5.3.II.1.b)hh) Rz. 47.

6 Mennicke/Jakovou in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 46.

7 So Sethe in Assmann/Schütze, Kapitalanlage-recht, § 8 Rz. 50. Ähnlich Mennicke/Jakovou in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 46. S. auch Assmann in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 16.

8 Klöhn in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 329 („Bereichsausnahme“); Krause in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 40ff.

Erwägungsgrund 28 Satz 2 VO Nr. 596/2014 freilich fügt dem eine bislang unbekannte Komplikation in Gestalt einer **Rückausnahme** hinzu¹: Wird beispielsweise die Veröffentlichung oder Verbreitung der **Analysen und Bewertungen** „vom Markt routinemäßig erwartet und trägt diese Veröffentlichung und Verbreitung zur Preisbildung von Finanzinstrumenten bei oder enthält sie Ansichten eines anerkannten Marktkommentators oder einer Institution, die die Preise verbundener Finanzinstrumente beeinflussen können[,] so können diese Informationen Insiderinformationen darstellen“. Um festzustellen, ob sie in Kenntnis solcher Informationen „auf der Grundlage von Insiderinformationen handeln würden, müssen die Marktteilnehmer deshalb“ nach Erwägungsgrund 28 Satz 3 VO Nr. 596/2014 „berücksichtigen, in welchem Umfang die Informationen nichtöffentlich sind und welche Auswirkungen auf Finanzinstrumente möglich wären, wenn sie vor der Veröffentlichung oder Verbreitung handeln würden“.

(9) Gerüchte. Die Frage, ob es sich bei Gerüchten – genauer: bei den Umständen oder Ereignissen, die Inhalt eines Gerüchts sind, nicht die Existenz von Gerüchten – um präzise Informationen handelt, ist zu verneinen². Schon wegen des Zweifels an der Wahrheit von Gerüchten³ und ihres Verbreitungsgrads, der Gerüchten eigen ist und von Aussagen über eingetretene oder zukünftig eintretende Umstände unterscheidet, enthalten Gerüchte nur vage⁴ und alles andere als präzise Informationen. Wenn behauptet wird, Gerüchte seien Informationen über Tatsachen und damit präzise Informationen⁵, so wird nicht ernst genommen, dass ein Gerücht – darin unterscheidet es sich von der Mitteilung einer sich später als unwahr darstellenden Tatsache (Rz. 16) – gerade den Zweifel mit sich trägt, das Mitgeteilte sei eine Tatsache⁶. Deshalb stellt ein Geschäft, das Gerüchte nutzt, ein blankes Spekulationsgeschäft dar, das zu sanktionieren und zu unterbinden nicht Aufgabe des Insiderrechts sein kann. Entsprechend führte schon die Begründung zum Vorschlag der EG-Insiderrichtlinie von 1987⁷ aus, bei „typischen Börsengerüchten“ handle es sich nicht um eine präzise Information im Sinne der vorgeschlagenen Richtlinie. Auch nach einem Votum des seinerzeitigen Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR), das der RL 2003/124/EG vom 22.12.2003 (Rz. 8) zur Durchführung der RL 2003/6/EG (Rz. 8) zugrunde liegt, fehlt es bei Gerüchten („rumours“) am Erfordernis einer präzisen Information⁸. Und weiter findet sich in der Begründung des Regierungsentwurfs des AnSVG, das diese Richtlinien umsetzt⁹, der Hinweis, Gerüchte seien nicht als konkrete Tatsachen anzusehen¹⁰.

Dem folgt die unter § 15 WpHG a.F. zumindest überwiegende Auffassung im **Schrifttum**¹¹. Zunehmend **ablehnende**, in einem scholastischen, praktisch nicht einlösbaren Distinktionsstil vorgetragene Stimmen – namentlich zur Auslegung von Art. 7 VO Nr. 596/2014 – begründen ihre Haltung mit den unterschiedlichsten Argumenten: teils wird ein Gerücht als präzise Information betrachtet, weil es (die Zweifelhaftheit der Existenz der Tatsache ignorierend) Informationen über Tatsachen enthalte¹², teils wird es als „unsichere Tatsacheninforma-

1 Ebenso *Schäfer* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 14.27; *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 329; *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 41 („Die Voraussetzungen der Rückausnahme sind nicht klar definiert“).

2 *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 17 f. m.w.N. Aus dem neueren Schrifttum *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 53; *Renz/Rippel* in BuB, Rz. 7/695.

3 Zu diesem Gerüchte kennzeichnenden zentralen Merkmal ebenso *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 50.

4 Nach *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rz. 317, gibt es auch „vage“ Gerüchte, unter Berufung auf *Grundmann* in Staub, Bd. 11/1, 5. Aufl. 2017, 6. Teil Rz. 344, demzufolge „subjektive Gerüchte“ existieren.

5 *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 50. Auch *Hilgendorf/Kusche* in Park, 5.3.II.1.b)cc) Rz. 33 (präzise Information, wenn „das Gerücht einen zumindest einigermaßen präzisen Faktenbezug“ aufweist, allerdings (Rz. 34) mit dem Hinweis, in vielen Fällen würden „der Wahrheits- und Geltungsanspruch und damit zusammenhängend die Glaubwürdigkeit eines bloßen Gerüchts aber so gering sein, dass es im Verkehr nicht als konkrete Information akzeptiert“ werde.

6 Das bleibt auch *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 57, nicht verborgen, weshalb er zu dem logischen Kniff greift, Gerüchte als „unsichere Tatsacheninformationen mit einem gewissen Verbreitungsgrad“ (Hervorhebung hinzugefügt) zu definieren, um dies noch dadurch zu steigern, dass die Beantwortung der Frage, ob „Gerüchte Art. 7 Abs. 1 lit. a) unterfallen, ... in erster Linie davon [abhängen soll], ob sie präzise sind und Kursrelevanz haben“. Als Begründung für die Behandlung von Gerüchten als Tatsachen wird (ebd. Rz. 60) angeführt: „Schließlich ginge die Ansicht, Gerüchte seien grundsätzlich keine Insiderinformationen, an der Realität des Wertpapierhandels vorbei, da Informationshändler den weit überwiegenden Teil ihrer Transaktionen auf unsichere Informationen oder Informationen mit unsicherer Tatsachengrundlage stützen“. Diese Argumentation ist logisch verfehlt und auch in der Sache nicht haltbar, denn genau dieses Handeln auf der Grundlage unsicherer Informationen – kurz: spekulatives Handeln – soll (von jeher und in jeder Jurisdiktion) vom Insiderhandelsverbot nicht erfasst werden.

7 KOM [87] 111 v. 21.5.1987, S. 5.

8 CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, S. 8 (Rz. 20 Spiegelstrich 1).

9 *Assmann* in 6. Aufl., Einl. Rz. 29.

10 RegE AnSVG v. 28.10.2004, BT-Drucks. 15/3174, 34 zu § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG.

11 S. die Nachweise bei *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 17 Fn. 5 (S. 404) und Fn. 3 (S. 405).

12 *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 50; *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 55 („Ob ein Gerücht als Insiderinformation ... anzusehen ist, hängt entscheidend davon ab, ob es eine Tatsachenbasis besitzt, die als präzise Information eingestuft werden kann“). Dazu schon Rz. 37.

tion“ behandelt, deren Qualifikation als präzise Information von ihrer „Verlässlichkeit“ (als sei diese einem Gerücht zu entnehmen) abhängen soll¹, teils wird es sogar als ausreichend angesehen, wenn das Gerücht einen Inhalt aufweise, der eine Insiderinformation enthalten *könne* (als sei dies nicht bei allen Gerüchten denkbar)². Die wenige Rechtsprechung, die zur Qualifikation von Gerüchten als Insiderinformationen bekannt wurde, ist weder einheitlich³ noch erhellend. Auf der Grundlage der alles andere als überzeugenden Entscheidung des Hessischen VGH vom 16.3.1998⁴ behandelt die *BaFin* – unter Zustimmung von Teilen des Schrifttums⁵ – Gerüchte als konkrete Informationen, sofern sie – so ihr kryptischer Vorbehalt – einen **Tatsachenkern** enthalten⁶. Der Hinweis derer, die Behandlung eines Gerüchts als Insiderinformation habe sich nicht auf der Ebene der Beurteilung eines Gerüchts als präzise Information zu entscheiden, sondern auf derjenigen der **Kursrheblichkeit** des Gerüchts, geht in doppelter Hinsicht fehl: Zum einen ist nur schwer zu bestimmen, welche Umstände gegeben sein müssen, um zu dem Urteil zu gelangen, das Gerücht sei dergestalt gewesen, dass es „ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen“ genutzt hätte (Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014). Die Zweifelhaftigkeit der Wahrheit von Gerüchten veranlasst allenfalls spekulierende Anleger zu Geschäften in Finanzinstrumenten. Und zum anderen sind die von Gerüchten transportierten und – das ist ein Charakteristikum von Gerüchten – sich diffus verbreitenden Information regelmäßig als öffentlich bekannt⁷ und als bereits die Börsenkurse eingepreist anzusehen, was ein verständiger Anleger nicht unberücksichtigt lassen wird. Gegen die Behandlung von Gerüchten als Insiderinformation spricht schließlich vor allem der Umstand, dass es nicht das Telos des Insiderrechts sein kann, Anlageentscheidungen zu sanktionieren, die auf der Grundlage von umlaufenden Gerüchten Anlageentscheidungen getroffen werden und damit auf unsicherer Tatsachengrundlage basieren, keinen zu missbilligenden Sondervorteil aus Wissensvorsprüngen versprechen und in hohem Maße spekulativ und risikoreich sind.

- 37 (10) **Verdacht auf Rechtsverstöße (Compliance-Verstöße) – Interne und externe Untersuchungen.** Kommt in einem Unternehmen der **Verdacht auf Compliance-Verstöße** auf, stellt sich, namentlich im Hinblick auf die Veröffentlichung einer solchen Information nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014, die Frage, ob es sich bei dem Verdacht bereits um eine Insiderinformation handelt. Dabei ist davon auszugehen, dass es sich bei einem Verdacht um eine unsichere Annahme darüber handelt, ob ein bestimmter Umstand – Verstöße gegen Gesetz und Recht – bereits eingetreten ist.
- 38 Gleich ob als Rechtsmeinung, Tatsache oder – was naheliegt – als **Verbindung von Tatsachen und Rechtsmeinungen** betrachtet, ist die Existenz eines Verdachts eine dem Beweise zugängliche **Tatsache**, die – vergleichbar der insiderrechtlichen Behandlung von Meinungen – je nachdem, wer den Verdacht hegt und welche tatsächlichen Erkenntnisse nach Art und Umfang ihm (in seinem Tatsachenkern) zugrunde liegen, vom Verkehr als präzise Tatsache als Insiderinformation betrachtet wird (Rz. 21). Im Hinblick auf die Kursrheblichkeit eines Verdachts und die Frage, ob ein verständiger Anleger die Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde, kommt es auf die Erwartungen des Anlegers über die Auswirkungen des Verdachts, würde er öffentlich bekannt, auf die Geschäftsentwicklung des Emittenten an.

1 *Grundmann* in Staub, Bd. 11/1, 5. Aufl. 2017, 6. Teil Rz. 344 („hinreichender Grad an objektiver Zuverlässigkeit der Aussage“ erforderlich; „rein subjektive – nicht durch konkrete Vorgänge unterlegte – Gerüchte“ sollen dagegen als präzise Information ausscheiden); diesem folgend *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rz. 318; *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 56 f.; *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 55: „Ob ein Gerücht den tatbestandlichen Voraussetzungen des Art. 7 Abs. 2 MAR entspricht, richtet sich nach der Verlässlichkeit der Information (sowie im Fall eines zukünftigen Ereignisses nach der Eintrittswahrscheinlichkeit dieses Ereignisses) ... Damit scheiden rein subjektive Gerüchte, dh Gerüchte, die nicht durch konkrete Vorgänge unterlegt sind, aus“. Auch die *BaFin* vertritt im Emittentenleitfaden 2013, S. 33, die Auffassung, Kriterien wie die Verlässlichkeit des Gerüchts und seine Quelle seien Aspekte zur Beurteilung der Kursrheblichkeit eines Gerüchts. Übersehen wird allerdings, dass hinreichend verlässliche Informationen keine Gerüchte mehr sind. Zu dem bleibt die Frage ungestellt und unbeantwortet, wer die Verlässlichkeit der Information nach welchen Kriterien feststellen soll und wie mit dem Umstand umzugehen ist, dass danach für den einen aufgrund seines Verlässlichkeitsurteils eine präzise Information sein kann, was für einen anderen nach dessen Urteil eine nicht präzise Information darstellt. Zustimmend *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 55.

2 *Bartmann*, S. 75.

3 Das OLG Frankfurt v. 12.2.2009 – 2 Ss-OWi 514/08, AG 2009, 414 Rz. 5 lehnt in einem bußgeldrechtlichen Verfahren lehnt die Behandlung von Gerüchten als Insiderinformationen ab („Davon sind nicht veröffentlichungspflichtige subjektive Wertungen und Gerüchte abzugrenzen, zumal der Markt durch sie gerade nicht beeinflusst werden soll“); ebenso OLG Stuttgart v. 15.2.2007 – 901 Kap. 1/06, NZG 2007, 352, 357. Anders VGH Hess. v. 16.3.1998 – 8 TZ 98/98, AG 1998, 436 (mit Anm. *Assmann*) mit dem Hinweis, Gerüchte könnten auch Tatsachen enthalten und das WpHG kenne den Begriff des Gerüchts nicht.

4 VGH Hess. v. 16.3.1998 – 8 TZ 98/98, AG 1998, 436 mit Anm. *Assmann*.

5 S. *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 18 Fn. 4 (S. 405).

6 VGH Hess. v. 16.3.1998 – 8 TZ 98/98, AG 1998, 436 mit Anm. *Assmann*; *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 33, schon *BaFin*, Emittentenleitfaden 2005, S. 20. Dazu ausführlich *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 18. Aus dem neueren Schrifttum *Renz/Rippel* in BuB, Rz. 7/685.

7 „Gerüchte sind unsichere Tatsacheninformationen mit einem gewissen Verbreitungsgrad“, *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 53 (Hervorhebung hinzugefügt) m.w.N. Dass „Börsengerüchte“ regelmäßig öffentlich bekannt sind, konzedieren auch *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 50.

Darüber hinaus liegt im Verdacht auf einen Compliance-Verstoß aber auch eine **zukunftsbezogene Information** über die Erhärtung des Verdachts bis hin zu seiner Bestätigung, zu erwartende behördliche Ermittlungen und die Verhängung von Sanktionen und damit letztlich die für den Emittenten zu erwartenden Nachteile¹. Zur Beantwortung der Frage, ob ein Verdacht im Hinblick auf die mit ihm verbundenen zukunftsbezogenen Informationen eine Insiderinformation darstellt, kommt es deshalb maßgeblich darauf an, ob auf der Grundlage der Tatsachenbasis des Verdachts und der übrigen Umstände vernünftigerweise erwartet kann, dass das noch nicht eingetretene Ereignis – letztlich die zu erwartenden Nachteile für den Emittenten – in Zukunft eintreten wird.

Informationen über die **Einleitung von internen oder externen Untersuchungen** (*Internal oder External Investigations*) zur Aufdeckung von Compliance-Verstößen bei einem Emittenten stellen, wie auch solche über die späteren Untersuchungen, präzise Informationen über Tatsachen dar und sind, soweit sie öffentlich unbekannt und kurserheblich sind, Insiderinformationen. Als den Emittenten unmittelbar betreffende Informationen sind sie auch nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 veröffentlichungspflichtig.

(11) Anhängen an fremde Wertpapiergeschäfte. Hängt sich eine Person an Wertpapiergeschäfte eines Dritten an, weil sie – aufgrund von dessen Status im Unternehmen, dessen Beruf, dessen Fachkunde oder des Volumens, des Zeitpunkts und/oder der Art der Transaktion – vermutet, die Geschäfte des Dritten basierten auf Insiderinformationen, so handelt sie nicht aufgrund einer präzisen Information. Vielmehr folgt sie, der Befolgung von Tipps und Gerüchten vergleichbar, Informationen mit unsicherem Wahrheitsgehalt². Das ist anders, wenn der Person zusätzliche Umstände bekannt sind, die – mit den fraglichen Wertpapiergeschäften des Dritten zusammengenommen – den zwingenden Schluss auf Insidergeschäfte nahelegen.

bb) Zukünftige Umstände und Ereignisse (Art. 7 Abs. 2 VO Nr. 596/2014). Auch Informationen über eine Reihe zukünftiger Umstände bzw. über zukünftige Ereignisse können präzise Informationen i.S.v. Art. 7 Abs. 1 VO Nr. 596/2014 sein, wenn man **vernünftigerweise erwarten kann**, dass sie **in Zukunft gegeben sein bzw. eintreten werden** (Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014). Auch hier kommen aber nur solche Informationen in Betracht, die spezifisch genug sind, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse der Finanzinstrumente oder des damit verbundenen derivativen Finanzinstruments, der damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakte oder der auf den Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekte zuzulassen (Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014).

Diese Regelung in Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 folgt weitgehend Art. 1 Nr. 1 RL 2003/124/EG vom 22.12.2003 (Rz. 8), wie er in § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG a.F. in deutsches Recht umgesetzt wurde. Sie unterscheidet sich von der deutschen Sprachfassung der RL 2003/124/EG, welche die deutsche Umsetzungsvorschrift weitgehend übernahm, nur durch die Ersetzung der Worte „bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann“ durch die Wendung „bei denen man“ bzw. „von dem man vernünftigerweise erwarten kann“. Wie in der **Geltl-Entscheidung** des EuGH³ herausgestellt wurde, waren die deutsche Sprachfassung der Richtlinie und die deutsche Umsetzungsvorschrift die einzigen, die hinsichtlich des zukünftigen Eintritts von Umständen und Ereignissen „hinreichende Wahrscheinlichkeit“ verlangten, während „alle anderen zum Zeitpunkt des Erlasses der Richtlinie 2003/124 existierenden Sprachfassungen ihres Art. 1 Abs. 1 auf ein Adverb wie „vernünftigerweise“ zurückgriffen. Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 steht damit ganz in der Tradition der RL 2003/124/EG.

Die Auslegung, die die **Geltl-Entscheidung** dem Wortlaut „mit hinreichender Wahrscheinlichkeit“ von § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG a.F. zuteilwerden ließ, orientierte sich an dem in den übrigen Sprachfassungen der RL 2003/124/EG und deren Umsetzung in anderen Mitgliedstaaten zu finden Wortlaut „vernünftigerweise“⁴. Dabei kam das Gericht zu dem Ergebnis, durch „die Verwendung eines derartigen Begriffs“ habe „der Unionsgesetzgeber zur Klärung der Frage, ob künftige Umstände und Ereignisse in den Anwendungsbereich dieser Bestimmung fallen, ein auf Regeln der allgemeinen Erfahrung beruhendes Kriterium eingeführt“⁵. Um zu klären, ob vernünftigerweise anzunehmen sei, dass in der Zukunft eine Reihe von Umständen existierten oder ein Ereignis eintreten werde, sei „im jeweiligen Einzelfall eine umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte vorzunehmen“. Daher könne die Verwendung der Worte „mit hinreichender Wahrscheinlichkeit“ in Art. 1 Abs. 1 RL 2003/124 *nicht* so verstanden werden, dass der Nachweis einer hohen Wahrscheinlichkeit der in Rede stehenden Umstände oder Ereignisse erforderlich wäre. Vielmehr stelle diese Richtlinienvorschrift durch den Gebrauch der Worte „mit hinreichender Wahrscheinlichkeit“ auf künftige Umstände und Ereignisse ab, bei denen eine umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte ergebe, dass *tatsächlich erwartet* werden könne, sie würden in Zukunft existieren oder eintreten.

1 *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 412.

2 *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 19.

3 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555, 556 Rz. 42, 44.

4 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555, 556/557 Rz. 43 f.

5 Dies und die folgenden Zitate EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555, 557 Rz. 44 ff. und zusammenfassend Rz. 56.

- 45 Gleichzeitig verneinte die *Geltl*-Entscheidung die Frage, „ob die erforderliche Wahrscheinlichkeit des Eintritts einer Reihe von Umständen oder eines Ereignisses je nach dem Ausmaß der Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf den Kurs von Finanzinstrumenten variieren“ könne und wies damit das im Schrifttum zur Bestimmung der notwendigen Eintrittswahrscheinlichkeit propagierte¹ sog. **Probability-Magnitude-Kriterium** zurück². Wenn der EuGH unter Rückgriff auf Erwägungsgrund 1 der RL 2003/124/EG³ ausführte, verständige Investoren stützten ihre Anlageentscheidungen auf alle verfügbaren Ex-ante-Informationen und müssten „somit nicht nur die ‚möglichen Auswirkungen‘ eines Ereignisses auf den Emittenten in Betracht ziehen, sondern auch den Grad der Wahrscheinlichkeit des Eintritts dieses Ereignisses“, so führt das Gericht damit lediglich Umstände an, die ein verständiger Anleger bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde, verknüpft aber den Grad der Wahrscheinlichkeit des zukünftigen Ereignisses – anders als es das Probability-Magnitude-Kriterium verlangt – in keiner Weise mit den möglichen Auswirkungen, die bei dessen Eintritt zu erwarten wären. Zwar konzidiert der EuGH, es könne nicht ausgeschlossen werden, dass eine Information über ein Ereignis, dessen Eintritt wenig wahrscheinlich sei, den Kurs der Titel des betreffenden Emittenten spürbar beeinflusse, da die Folgen dieses Ereignisses für ihn besonders weitreichend wären, weist aber unmissverständlich darauf hin, daraus könne „vernünftigerweise nicht abgeleitet werden, dass dieses Ereignis eintreten“ werde⁴, und weist damit jeden Versuch zurück, rechtlich erforderliche Wahrscheinlichkeitsurteile mit anderen verbinden zu wollen.
- 46 Entsprechendes gilt auch für den nachgeschobenen Satz des EuGH, „anhand solcher Erwägungen“ – d.h. solchen über die möglichen Auswirkungen eines Ereignisses auf den Emittenten sowie den Grad der Wahrscheinlichkeit des Eintritts dieses Ereignisses – lasse sich jedoch ermitteln, ob eine Information geeignet sei, „den Kurs der Finanzinstrumente des Emittenten spürbar zu beeinflussen“, d.h. kurserheblich sei. Zutreffend weist das Gericht damit lediglich auf den Umstand hin, dass ein verständiger Anleger auch die **möglichen Auswirkungen eines möglichen zukünftigen Ereignisses** zur Grundlage seiner Anlageentscheidungen machen wird, verknüpft und gewichtet die hierbei im Übrigen zu berücksichtigenden Parameter, namentlich die Eintrittswahrscheinlichkeit des fraglichen Ereignisses, damit aber weder zu einer beweglichen noch zu einer für die Kurserheblichkeit erforderlichen und genügenden Probability-Magnitude-Größe.
- 47 Wenn gerügt wird, das Gericht habe die Vorlagefrage, **wie wahrscheinlich** die zukünftige Reihe von Umständen oder das zukünftige Ereignis sein müsse, unbeantwortet gelassen⁵, so ist das Fehlen einer solchen Antwort dem Umstand geschuldet, dass das Gericht die Auslegung des Wortlauts „hinreichende Wahrscheinlichkeit“ in § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG a.F. – aus den bei Rz. 44 dargelegten Gründen – an einem Konzept ausrichtet, welches kein reines Wahrscheinlichkeitsurteil verlangt. Das sieht auch der BGH so, wenn er ausführt, der EuGH stelle bei der Beurteilung der Frage, wann vernünftigerweise erwartet werden könne, dass ein Umstand oder Ereignis in Zukunft gegeben sein werde bzw. eintrete, nicht ausschließlich auf eine Wahrscheinlichkeitsbeurteilung ab, sondern auf Regeln der allgemeinen Erfahrung⁶. Nach diesen müsse zwar „eher mit dem Eintreten des künftigen Ereignisses als mit seinem Ausbleiben zu rechnen sein, aber die Wahrscheinlichkeit“ müsse „nicht zusätzlich hoch sein“⁷. Das lässt sich dahingehend übersetzen, dass eine „**überwiegende Wahrscheinlichkeit**“ geboten ist, aber auch ausreicht⁸.

1 *Fleischer*, NZG 2007, 401, 405: „Eintrittswahrscheinlichkeit und Auswirkung des zukünftigen Ereignisses [sind] miteinander in Beziehung zu setzen. Diskutabel ist nur, ob man für die Wertrelevanz zukünftiger Ereignisse eine Mindestwahrscheinlichkeit verlangt, um ‚spekulatives Handeln‘ auf der Grundlage zukunftsbezogener Informationen auszuklamern“; *Klöhn*, NZG 2011, 166, 168 f.; *Klöhn*, ZIP 2012, 1885, 1886 f. Folgend, auch was das Erfordernis einer Mindestwahrscheinlichkeit (i.S. einer „überwiegende(n) Wahrscheinlichkeit“) angeht, *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 68. Kritisch *Gunßer*, ZBB 2011, 80 ff.; *Kocher/Widder*, CFL 2011, 90 ff.; *Widder*, GWR 2011, 2. Kritisch zum Probability-Magnitude-Test als Kurserheblichkeitskriterium ferner *Gunßer*, NZG 2008, 856; *Leuring*, DStR 2008, 1290; *Leuring*, Praxisprobleme, S. 178 f.

2 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555, 557 Rz. 50 ff. mit ausführlicher Begründung in Rz. 51–54. Zurückgewiesen wurde damit auch der Entscheidungsvorschlag von Generalanwalt *Mengozi* (ZIP 2012, 615, 622 f. – Rz. 96 ff., Rz. 86: „Daraus folgt, dass, sofern die Information in hohem Maße geeignet ist, die Aktienkurse zu beeinflussen, es ausreicht, dass der Eintritt des künftigen Umstands oder Ereignisses weder unmöglich noch unwahrscheinlich, wenn auch offen ist“). Das Probability-Magnitude-Kriterium wurde bereits durch den Vorlagebeschluss des BGH v. 22.11.2010 – II ZB 7/09, AG 2011, 84 Rz. 20, ins Spiel gebracht, ohne es freilich als solches zu benennen; s. *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 25b. Das auch als Probability-Magnitude-Test bezeichnete Kriterium geht zurück auf die Entscheidung des *US Court of Appeals for the Second Circuit* im Falle *SEC vs. Texas Gulf Sulphur Co.* (United States Court of Appeals (Second Circuit) v. 13.8.1968 – No. 296-30882, 401 F.2d, 833, 849), und wurde vom *US Supreme Court* im Falle *Basic vs. Levinson* (Supreme Court v. 7.3.1988 – No. 86-279, 485 U.S. 224, 239) zur Beurteilung der Kursrelevanz („materiality“) von Informationen im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht herangezogen.

3 Entsprechende Ausführungen finden sich auch in Erwägungsgrund 14 VO Nr. 596/2014.

4 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555, 557 Rz. 54.

5 *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 96.

6 BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518, 521 Rz. 29.

7 BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518, 521 Rz. 29.

8 So auch *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 62 („größer als 50%“); *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 72a a.E.; *Poelzig*, NZG 2016, 528, 532; *Theile* in Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambakakis,

Dies Konzept – einschließlich seiner Zurückweisung des Probability-Magnitude-Kriteriums¹ – ist mit dem identisch, das der Formulierung des Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 zugrunde liegt, demzufolge auch Informationen über eine Reihe zukünftiger Umstände bzw. über zukünftige Ereignisse präzise Informationen i.S.v. Art. 7 Abs. 1 VO Nr. 596/2014 sein können, wenn „man vernünftigerweise erwarten kann“, dass sie in Zukunft gegeben sein bzw. eintreten werden. Für die Auslegung dieser Formulierung gibt das Gericht allerdings nur vage Anhaltspunkte: Um zu klären, ob vernünftigerweise anzunehmen sei, dass in der Zukunft eine Reihe von Umständen existieren oder ein Ereignis eintreten wird, sei „im jeweiligen Einzelfall“ eine „umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte“² dahingehend vorzunehmen, ob „tatsächlich erwartet werden“ könne, „dass sie in Zukunft existieren oder eintreten werden“³. Daher könne die Verwendung der Worte „mit hinreichender Wahrscheinlichkeit“ in Art. 1 Abs. 1 RL 2003/124 jedenfalls „nicht so verstanden werden, dass der Nachweis einer hohen Wahrscheinlichkeit der in Rede stehenden Umstände oder Ereignisse erforderlich wäre“⁴. Darüber hinaus hat das Gericht aber auch klar gemacht, dass es für die Beantwortung der Frage, ob man vernünftigerweise erwarten kann, dass bestimmte Umstände oder Ereignisse in Zukunft vorliegen bzw. eintreten werden, nicht auf deren Gewicht oder Bedeutung ankommen kann.

cc) Sonderfall: Mehrstufige Entscheidungsvorgänge und Zwischenschritte (Art. 7 Abs. 2 Satz 2, Abs. 3 VO Nr. 596/2014). Im Hinblick auf die Anwendung von § 13 Abs. 1 Satz 1 und § 3 WpHG a.F. sowie die Auslegung des Begriffs der präzisen Information besonders umstritten waren Vorhaben, deren Verwirklichung nur über **Zwischenschritte** – wie die Billigung durch den Gesamtvorstand, die Zustimmung des Aufsichtsrats oder die Genehmigung der Kartellbehörde⁵ – zu erreichen war, kurz: die insiderrechtliche Behandlung **mehrstufiger Entscheidungsvorgänge** (auch als „gestaffelte“ oder „zeitlich gestreckte“ Vorgänge bezeichnet). Erstmals gerichtlich zu entscheiden war hierüber in Bezug auf die Absicht des Vorsitzenden des Vorstands der seinerzeitigen DaimlerChrysler AG *Schrempp*, unter bestimmten Bedingungen – wie einer einvernehmlichen Regelung seiner Nachfolge durch den Aufsichtsrat des Unternehmens – aus dem Vorstand der Gesellschaft auszuschcheiden. Er wurde sowohl hinsichtlich seiner bußgeldrechtlichen⁶ als auch seiner zivilrechtlichen Verfahrensvariante⁷ zunächst als *DaimlerChrysler*- oder *Schrempp*-Fall bekannt und wird seitdem – im Anschluss an den Namen des Klägers in dem Verfahren vor den deutschen Gerichten – als *Geltl*-Entscheidung bezeichneten Urteil des EuGH über einen Vorlagebeschluss des BGH vom 22.11.2010⁸ in dieser Sache auch als *Geltl*-Fall geführt.

Das **Spektrum der Auffassungen**, die zur insiderrechtlichen Beurteilung mehrstufiger Entscheidungsvorgänge vor dem Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung vertretenen wurden, wurde maßgeblich durch zwei Meinungslager abgesteckt: Auf der einen Seite wurde das Vorhaben selbst und jeder weitere zu seiner Umsetzung erforderliche Zwischenschritt als Information über zukünftige Umstände betrachtet und gem. § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG a.F. erst dann als konkrete/präzise Information angesehen, wenn mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden konnte, dass diese Umstände, d.h. die Realisierung des Vorhabens, in Zukunft eintreten werden⁹. Auf der anderen Seite wurden bereits die nach außen getretene Kundgabe eines Vorhabens, wie der Rücktrittsabsicht, sowie jede Zwischenstufe zu einem angestrebten Erfolg (Zwischenziele) – ungeachtet des Zukunftsbezugs einer Information über ein Vorhaben und damit ohne Rücksicht auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endziels – als solche und „bei isolierter Betrachtung“¹⁰ als konkrete/präzise

7. Kapitel, § 38 WpHG Rz. 84 („50 % plus x“) Schon *CESR*, Market Abuse Directive, S. 6: „The Directive test is ‚likely‘ so on the one hand the mere possibility that a piece of information will have a significant price effect is not enough to trigger a disclosure requirement but, on the other hand, it is not necessary that there should be a degree of probability close to certainty“, d.h. es ist mehr als die bloße Möglichkeit, aber weniger als nahezu Gewissheit erforderlich.

1 Dazu heißt es in Erwägungsgrund 16 Satz 3 VO Nr. 596/2014: „Dieses Konzept sollte jedoch nicht so verstanden werden, dass demgemäß der Umfang der Auswirkungen dieser Reihe von Umständen oder des Ereignisses auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente berücksichtigt werden muss“.

2 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555, 557 Rz. 45.

3 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555, 557 Rz. 54.

4 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555, 557 Rz. 46.

5 Als weitere denkbare Zwischenschritte i.S.v. Art. 7 Abs. 2 Satz 2, Abs. 3 VO Nr. 596/2014 führt Erwägungsgrund 17 an: Informationen über „den Stand von Vertragsverhandlungen, vorläufig in Vertragsverhandlungen vereinbarte Bedingungen, die Möglichkeit der Platzierung von Finanzinstrumenten, die Umstände, unter denen Finanzinstrumente vermarktet werden, vorläufige Bedingungen für die Platzierung von Finanzinstrumenten oder die Prüfung der Aufnahme eines Finanzinstruments in einen wichtigen Index oder die Streichung eines Finanzinstruments aus einem solchen Index“.

6 OLG Frankfurt v. 12.2.2009 – 2 Ss-OWi 514/08, AG 2009, 414 Rz. 6.

7 BGH v. 25.2.2008 – II ZB 9/07, AG 2008, 380; BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518; OLG Stuttgart v. 15.2.2007 – 901 Kap. 1/06, AG 2007, 259; OLG Stuttgart v. 22.4.2009 – 20 Kap. 1/08, AG 2009, 454; LG Stuttgart v. 3.7.2006 – 21 O 408/05, ZIP 2006, 1731. Nach dem Vorlagebeschluss des BGH v. 22.11.2010 – II ZB 7/09, AG 2011, 84, und der Entscheidung des EuGH v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397, AG 2012, 555 noch: BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518.

8 BGH v. 22.11.2010 – II ZB 7/09, AG 2011, 84.

9 Namentlich *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 28, 29 m.w.N.

10 *Menicke/Jakovou* in *Fuchs*, § 13 WpHG Rz. 74.

Information behandelt, um auf diese Weise nur noch auf die Kurserheblichkeit des jeweiligen Schritts abzustellen¹.

- 51 Auf der Grundlage des Vorlagebeschlusses des BGH vom 22.11.2010 (Rz. 49) hat der EuGH im *Geltl*-Urteil entschieden, „dass bei einem zeitlich gestreckten Vorgang, bei dem ein bestimmter Umstand verwirklicht oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt werden soll, nicht nur dieser Umstand oder dieses Ereignis präzise Informationen im Sinne der genannten Bestimmungen sein können, sondern auch die mit der Verwirklichung des Umstands oder Ereignisses verknüpften Zwischenschritte dieses Vorgangs“ (Ls. 1). Diese Entscheidung ist die Grundlage der in Art. 7 Abs. 2 Satz 2 und Abs. 3 VO Nr. 596/2014 aufgenommenen Regelungen. Im Lichte des *Geltl*-Urteils und des auf diesem beruhenden und dieses teilweise konkretisierenden Urteils des BGH ist den Bestimmungen des Art. 7 Abs. 2 Satz 2 und Abs. 3 VO Nr. 596/2014 im Hinblick auf die insiderrechtliche Behandlung von Zwischenschritten in mehrstufigen Entscheidungsvorgängen das Folgende zu entnehmen:
- 52 – Absichten, Vorhaben, Pläne sowie – falls zu ihrer Realisierung weitere Schritte erforderlich sind – jeder weitere Zwischenschritt zur Herbeiführung der mit diesen jeweils angestrebten zukünftigen Umstände oder Ereignisse kommen **je für sich als präzise Informationen** in Betracht. Ein jeder Zwischenschritt ist eine Insiderinformation, wenn „er für sich genommen die Kriterien für Insiderinformationen gemäß diesem Artikel erfüllt“ (Art. 7 Abs. 3 VO Nr. 596/2014). Gleiches gilt erst recht auch für den ersten Schritt auf dem Weg zur Herbeiführung zukünftiger Umstände oder Ereignisse (Rz. 23).
- 53 – Jeder erste und jeder Zwischenschritt können die „Kriterien für Insiderinformationen“ sowohl als Information über gegebene oder eingetretene Umstände bzw. Ereignisse als auch über zukünftige Umstände oder Ereignisse erfüllen². Erste Schritte und Zwischenschritte werden damit zu präzisen Informationen nicht erst dadurch, dass – wegen ihres Zukunftsbezugs – nach Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 vernünftigerweise erwartet werden kann, dass die herbeizuführenden Umstände oder Ereignisse in Zukunft gegeben sein bzw. eintreten werden. Sie können vielmehr jeweils auch als beweisbare innere oder äußere Tatsache eine präzise Information darstellen. Dass ein Umstand oder Ereignis nur ein erster Schritt oder Zwischenschritt zu einem zünftigen Umstand oder Ereignis ist, „sperrt eine Einordnung als Insiderinformation nicht“³. Dass im Fall eines „zeitlich gestreckten Vorgangs“ sowohl der zukünftige Umstand bzw. das zukünftige Ereignis als auch die Zwischenschritte, die mit der Herbeiführung oder Hervorbringung dieses zukünftigen Umstandes oder Ereignisses verbunden sind, eine präzise Information darstellen können, ist Gegenstand der Regelung in Art. 7 Abs. 2 Satz 2 VO Nr. 596/2014.
- 54 – Als **Informationen über einen eingetretenen Umstand oder ein eingetretenes Ereignis** sind Informationen über einen ersten Schritt oder einen Zwischenschritt im Rahmen eines mehrstufigen Vorgangs präzise Informationen i.S.d. Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014. Sie sind Insiderinformationen, wenn sie darüber hinaus – als weitere „Kriterien für Insiderinformationen“ – nicht öffentlich bekannt und kurserheblich i.S.v. Art. 7 Abs. 1 Satz 1 VO Nr. 596/2014 sind. Letzteres sind sie nach Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 dann, wenn sie ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde. Das wiederum wird regelmäßig nur der Fall sein, wenn Umstände gegeben sind, unter denen ein verständiger Anleger die Information über einen ersten oder weiteren Schritt zur Herbeiführung zukünftigen Umstands oder Ereignisses ganz unabhängig von deren jeweiligem zukünftigen Eintritt und der Wahrscheinlichkeit desselben als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nützen würde.
- 55 Dementsprechend führt der BGH in seiner dem *Geltl*-Urteil des EuGH nachfolgenden Entscheidung aus: „Bei der Beurteilung der Kursrelevanz kann nicht allein darauf abgestellt werden, wie wahrscheinlich die beabsichtigte einvernehmliche Beendigung der Bestellung war. Die Information über die Absicht des [Vorstandsvorsitzenden], im Einverständnis mit dem Aufsichtsrat vorzeitig aus dem Amt als Vorstandsvorsitzender auszuscheiden, muss sich für die Bewertung durch einen Anleger nicht im Hinweis auf ein künftiges Ereignis beschränken, sondern kann auch aus anderen Gründen von einem Anleger als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen benutzt werden. Schon die Absicht, die personelle Veränderung in der Leitung umzusetzen, kann bedeuten, dass die Musterbeklagte [DaimlerChrysler AG] die vom [Vorstandsvorsitzen-

1 *Mennickel/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 74; *Pawlik* in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 13 WpHG Rz. 15f. Auch OLG Frankfurt v. 12.2.2009 – 2 Ss-OWi 514/08, AG 2009, 414 Ls. 1, 415 = NJW 2009, 1520, 1521, das im Bußgeldverfahren davon ausging, die Verknüpfung mehrerer eigenständiger Umstände zu einer einheitlichen Gesamtentscheidung widerspreche dem Wortlaut von § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG und den Vorgaben der RL 2003/6/EG und 2003/124/EG, weshalb es nicht darauf ankomme, wann die endgültige Aufsichtsratsentscheidung falle. Eine (*ad hoc* publizitätspflichtige) Insiderinformation sei vielmehr bereits dann gegeben, wenn der Bereich interner Willensbildung sich zu einer konkreten Tatsache verdichtet habe und das Ergebnis dieses Willensbildungsprozesses gegenüber einem Entscheidungsträger des Unternehmens als konkrete Tatsache objektiv nach außen zu Tage getreten sei. Ablehnend *Schwark/Kruse* in Schwark/Zimmer, § 13 WpHG Rz. 8a, 19a, 20.

2 Ebenso *Zetzsche* in Gebauer/Teichmann, § 7 C. Rz. 114f. („Zwei-Kriterien-Prüfung“, d.h. zum einen Prüfung des „Zwischenschritt[s] für sich“ und zum anderen Prüfung des „gesamten Vorgang[s]“).

3 BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518, 519 Rz. 15.

den] verfolgte Geschäftspolitik nicht oder nicht mit Nachdruck weiterverfolgt.“¹ Jedenfalls kann danach die **Kursrelevanz** einer Information über einen ersten Schritt oder einen Zwischenschritt als ein eingetretener Umstand oder ein eingetretenes Ereignis nicht bereits mit dem Argument abgelehnt werden, das erstrebte Endziel sei nicht hinreichend wahrscheinlich in dem Sinne, dass vernünftigerweise des Eintritt des Endziels nicht erwartet werden könne. Dem Merkmal für die Beurteilung einer Information über einen zukünftigen Umstand oder ein zukünftiges Ereignis kommt bei der Beurteilung der Kursrelevanz eingetretener Umstände oder Ereignisse mithin **keine Sperrwirkung** zu². In gleicher Weise hält auch das **OLG Frankfurt** den gegenüber dem Aufsichtsrat geäußerten Rücktrittswillen des Vorstandsvorsitzenden schon für sich genommen – und ohne dass es auf die Wahrscheinlichkeit der Realisierung des Willens ankomme – als geeignet, „im Falle seines Bekanntwerdens, den Aktienkurs eines Unternehmens erheblich zu beeinflussen“, so dass es „auf die Frage, ‚wie‘ der Aufsichtsrat mit der beabsichtigten Amtsniederlegung unternehmerisch (z.B. Zustimmung, Nachfolgeregelung etc.) ... und rechtlich (z.B. Abfindung, Schadensersatz)“ umgehe, nicht ankomme³.

- Als **Information über einen zukünftigen Umstand oder ein zukünftiges Ereignis** ist eine Information über einen ersten Schritt oder einen Zwischenschritt nur dann eine präzise Information, wenn sie die „Kriterien für Insiderinformationen“ erfüllt. Das ist dann der Fall, wenn *zum einen* vernünftigerweise erwartet werden kann, dass der Umstand oder das Ereignis in Zukunft gegeben sein bzw. eintreten wird und, sofern dies anzunehmen ist, die Information *zum anderen* geeignet wäre, den Kurs von Finanzinstrumenten spürbar zu beeinflussen, d.h. eine Information gegeben ist, die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde (Art. 7 Abs. 1 Satz 1 lit. a i.V.m. Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014). 56

Zur Frage, unter welchen Voraussetzungen **vernünftigerweise erwarten kann, dass Umstände oder Ereignisse zukünftig gegeben sein bzw. eingetreten sein werden** (Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014), ist auf die durch das *Geltl*-Urteil des EuGH aufgestellten Grundsätze und die diesbezüglichen Erläuterungen in Rz. 44 ff. zu verweisen. Dabei ist beachten, dass sich die diesbezüglichen Ausführungen des EuGH zur Auslegung der „Wendung ‚eine Reihe von Umständen ..., ... bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren werden, oder ein Ereignis, das ... mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten wird““ ausschließlich auf die Frage beziehen, wann ein Umstand oder ein Ereignis zukünftig gegeben sein bzw. eingetreten sein wird und nichts mit der davon zu unterscheidenden Frage der Kursrelevanz einer präzisen Information über zukünftige Umstände oder Ereignisse zu tun haben. Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass sich der EuGH in diesem Zusammenhang auch mit der – von ihm verneinten – Frage befasst, ob die vorstehend zitierte „Wendung“ so zu verstehen sei, „dass das Ausmaß der Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente zu berücksichtigen“ sei⁴. 57

Kann vernünftigerweise erwartet werden, dass die Umstände oder Ereignisse, auf die sich die fragliche Information über einen Zwischenschritt bezieht, zukünftig gegeben sein bzw. eingetreten sein werden, so liegt eine präzise Information vor, die nach Maßgabe von Art. 7 Abs. 1 Satz 1 lit. a i.V.m. Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 auf ihre **Kurserheblichkeit/Kursrelevanz** zu prüfen ist. Maßgeblich ist dabei, ob ein **verständiger Anleger** die Information über den ersten Schritt und den Zwischenschritt im Hinblick auf den mit diesen angestrebten zukünftigen Umstand oder das zukünftige Ereignis, dessen Vorliegen bzw. Eintritt vernünftigerweise zu erwarten ist, wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde. In diesem Zusammenhang wird der verständige Anleger fraglos die Erwägungen anstellen, wie sie nach Rz. 47 schon in Bezug auf die Beantwortung der Frage heranzuziehen sind, ob vernünftigerweise erwartet werden kann, ein Umstand bzw. ein Ereignis werde in Zukunft gegeben sein bzw. eintreten⁵. Gleichwohl wird er in diesem Rahmen auch Überlegungen zum Gewicht des zukünftigen Umstands oder Ereignissen anstellen. Neben dem „Grad der Wahrscheinlichkeit des Eintritts dieses Ereignisses“ – so formuliert der EuGH, unter Rückgriff auf Erwägungsgrund 1 der RL 2003/124/EG (Rz. 8) im Hinblick auf die Eignung einer Information, über einen Zwischenschritt „den Kurs der Finanzinstrumente eines Emittenten spürbar zu beeinflussen“ – werden verständige Anleger auch die „möglichen Auswirkungen“ eines Ereignisses auf den 58

1 BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518, 520 Rz. 24.

2 Ebenso *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 108; *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 70.

3 OLG Frankfurt v. 12.2.2009 – 2 Ss-OWi 514/08, AG 2009, 414 Rz. 6.

4 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555, 556 Rz. 41.

5 Entsprechend heißt es in BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518, 520 Rz. 25: „Im Zusammenhang mit der Kursrelevanz der Information über künftige Umstände hat er [der EuGH] entschieden, dass dann, wenn es sich um eine Information über ein hinreichend wahrscheinliches künftiges Ereignis handelt, davon auszugehen sei, dass ein Anleger auch den Grad der Wahrscheinlichkeit des Eintritts des künftigen Ereignisses in Betracht zieht ... Da ... bei der Kursrelevanz generell davon auszugehen ist, dass ein Anleger den Grad der Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines künftigen Ereignisses in Betracht zieht, muss dies auch gelten, wenn eine präzise Information über einen eingetretenen Umstand vorliegt, der auf ein künftiges Ereignis hinweist, und der Anleger insoweit den möglichen künftigen Verlauf abschätzen muss“.

Emittenten in Betracht ziehen⁴¹. Entsprechend heißt es in der dem *Geltl*-Urteil folgenden Entscheidung des BGH, „bei der Beurteilung der Kursrelevanz“ könne „nicht allein darauf abgestellt werden, wie wahrscheinlich die beabsichtigte einvernehmliche Beendigung der Bestellung“ gewesen sei². Und schließlich macht auch Erwägungsgrund 14 Satz 3 VO Nr. 596/2014 deutlich, welche Gesichtspunkte nach den Vorstellungen des Verordnungsgebers ein verständiger Anleger Beachtung schenken wird, nämlich „die voraussichtlichen Auswirkungen der Informationen ..., insbesondere unter Berücksichtigung der Gesamttätigkeit des Emittenten, der Verlässlichkeit der Informationsquelle und sonstiger Marktvariablen, die das Finanzinstrument, die damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakte oder die auf den Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekte unter den gegebenen Umständen beeinflussen dürften“.

- 59 – Klarstellend ist darauf hinzuweisen, dass auch eine **Information über einen bevorstehenden (zukünftigen) Zwischenschritt**, die als Information über ein zukünftiges Ereignis zu behandeln ist, eine Insiderinformation sein kann³.
- 60 c) **Kursspezifität**. Nach Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 sind Informationen dann als **präzise** i.S.v. Art. 7 Abs. 1 VO Nr. 596/2014 anzusehen, wenn diese eingetretene oder bestimmte zukünftige Umstände oder Ereignisse betreffen „und diese Informationen darüber hinaus **spezifisch genug** sind, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse der Finanzinstrumente oder des damit verbundenen derivativen Finanzinstruments, der damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakte oder der auf den Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekte zuzulassen“. Zu der daraus folgenden Zweistufigkeit bei der Prüfung der Frage, ob eine Information präzise ist, s. Rz. 12 ff. Während die *Geltl*-Entscheidung des EuGH das Merkmal der Kursspezifität als Teil der Anforderungen an eine präzise Information herausstellt⁴ und auch der BGH sich in seinem nachfolgenden Beschluss⁵ mit dem Merkmal befasst, ist ihm im Schrifttum teils eine selbstständige Bedeutung abgesprochen⁶, teils eine Vermischung mit dem Merkmal der Kurserheblichkeit⁷ vorgeworfen worden. Gleichwohl kommt dem Merkmal eine gewisse Filterfunktion⁸ zu, indem es Informationen ohne hinreichenden Bezug zu einem bestimmten Emittenten und den von ihm emittierten Finanzinstrumenten aus dem Kreis möglicher Insiderinformationen aussondert.
- 61 Zu den Informationen, die zwar eingetretene oder zukünftige Umstände oder Ereignisse zum Gegenstand haben, aber **nicht spezifisch genug** sind, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Umstände oder Ereignisse auf die Kurse der in Art. 7 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 aufgeführten Finanzinstrumente haben, gehören beispielsweise allgemeine **Marktinformationen** (auch „**Marktdaten**“), d.h. Informationen über Marktverhältnisse und Wettbewerbsparameter, die für alle Marktteilnehmer und Finanzinstrumente verbindlich sind⁹, auch wenn sie einzelne Branchen, Marktteilnehmer oder Finanzinstrumente mehr betreffen als andere¹⁰. Erst wenn solche Marktinformationen bestimmbare Auswirkungen auf einzelne Emittenten oder Finanzinstrumente haben, also **indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen** (Art. 7 Abs. 1 lit. a VO Nr. 596/2014, dazu Rz. 74f.), sind sie spezifisch genug, um ein Urteil über ihre Auswirkungen auf die Kurse der in Betracht kommenden Finanzinstrumente zu erlauben¹¹. Käme es etwa dazu, dass die *Federal Trade Commission* der USA Antidumpingzölle für „golf carts from Europe“ verhängen würde, so hätte man dies grundsätzlich als eine Marktinformation im vorstehenden Sinne anzusehen, die nicht hinreichend emittenten- oder finanzinstrumentenspezifisch wäre, um eine Insiderinformation abzugeben. Diese Beurteilung müsste indes anders ausfallen, wenn auf dem europäischen Markt nur wenige Hersteller von „golf carts“ mit hoher Ab-

1 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555, 557 Rz. 55.

2 BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518, 520 Rz. 24.

3 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555, 556 Rz. 38: „Es ist darauf hinzuweisen, dass diese Auslegung nicht nur für Schritte gilt, die bereits existieren oder bereits eingetreten sind, sondern nach Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124 auch Schritte betrifft, bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren oder eintreten werden.“

4 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555 Rz. 29, 556 Rz. 35 und 39.

5 BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518, 519 f. Rz. 19 und 21.

6 *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 80, 83. Dagegen spricht *Bartmann*, S. 70f., dem Kriterium eine eigenständige Bedeutung ab.

7 *Bachmann*, DB 2012, 2206, 2209 m.w.N.

8 *Seibt*, Bankrechtstag 2017, S. 81, 88 („Vorab-Filter“).

9 *Lösler* in *Habersack/Mülbart/Schlitt*, Kapitalmarktinformation, § 2 Rz. 24; *Sethe* in *Assmann/Schütze*, Kapitalanlage-recht, § 8 Rz. 39, 62. Ähnlich auch *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 34 („Informationen über die Rahmenbedingungen von Märkten oder über die Märkte selbst, die im Einzelfall auch die Verhältnisse von Emittenten und Insiderpapieren berühren können“).

10 Das Spektrum solcher Marktinformationen reicht von noch vergleichsweise unternehmens- und kapitalmarktnahen Ereignissen (Zinsbeschlüssen von Notenbanken, Veränderungen von Rohstoffpreisen oder der Bekanntgabe branchen- oder konjunkturbezogener statistischer Daten) bis hin zu eher unternehmens- und marktfernen politischen Vorkommnissen oder Naturereignissen. Vgl. *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 34.

11 RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, 34 li. Sp. oben; *Rothenhöfer* in *Kümpel/Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 3.481; *Sethe* in *Assmann/Schütze*, Kapitalanlage-recht, § 8 Rz. 39, 62. Zu Art. 7 VO Nr. 596/2014 auch *Krause* in *Meyer/Veil/Rönnau*, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 98.

hängigkeit vom Export solcher „carts“ in die USA zu finden wären. Wären Marktdata nicht mangels Kursspezifität als Insiderinformation auszuschneiden, so könnte dies aber spätestens aufgrund eines unzureichenden Bezugs zu bestimmten Finanzinstrumenten oder aufgrund ihres fehlenden Emittentenbezugs geschehen.

Als **nicht kursspezifisch** hat der BGH in seiner nach dem *Geltl*-Urteil ergangenen Entscheidung in Sachen DaimlerChrysler den „existierenden Umstand“ betrachtet, „dass sich der [Vorstandsvorsitzende] mit dem Gedanken trug, vor Ablauf seiner bis 2008 reichenden Bestellung als Vorstandsvorsitzender auszuscheiden, und seine Ehefrau in entsprechende Überlegungen einweihte“¹. Damit seien die Überlegungen des Betroffenen „nicht über den engen persönlichen Bereich hinausgegangt“ und hätten „den Charakter als Überlegungen, denen kein präziser Informationsgehalt zukommt, nicht verloren“, so dass sie in diesem Zeitpunkt keinen Schluss auf mögliche Auswirkung auf die Kurse der Emittentin zugelassen hätten. Zu einem ähnlichen Ergebnis gelangt auch das OLG Frankfurt im bußgeldrechtlichen Verfahren gegen die DaimlerChrysler AG gem. § 30 Abs. 1 Nr. 4, Abs. 4 OWiG, begründet dies allerdings damit, dass die vorstehend angesprochenen Überlegungen zum Rücktritt noch dem „Bereich interner Willensbildung“ zugehört und erst in dem Moment zu einer „konkreten Tatsache“ verdichtet hätten, in dem „das Ergebnis dieses Willensbildungsprozesses gegenüber einem Entscheidungsträger des Unternehmens als konkrete Tatsache objektiv nach außen zu Tage“ getreten sei, beispielsweise durch „Mitteilung gegenüber einem Aufsichtsratsmitglied, das Amt niederlegen zu wollen“².

4. Nicht öffentlich bekannte Information. a) Grundsätzliches. Wie schon unter der von der Marktmissbrauchsverordnung abgelösten RL 2003/6/EG (Rz. 2) und der RL 2003/124/EG zur Durchführung dieser Richtlinie (Rz. 8) sowie § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG a.F., der die einschlägigen Vorgaben dieser Richtlinien umsetzte, kann eine präzise Information nur dann eine Insiderinformation sein, wenn sie **nicht öffentlich bekannt** ist (Art. 7 Abs. 1 VO Nr. 596/2014). Ist eine präzise Information öffentlich bekannt, entfällt der Informationsvorsprung, der sich mit ihrer Weitergabe oder Verwendung verbindet und dessen Ausnutzung durch das Insiderrecht verhindert werden soll. Dementsprechend enthält Art. 17 VO Nr. 596/2014 die Verpflichtung eines Emittenten, der Öffentlichkeit die diesen unmittelbar betreffenden Insiderinformationen so bald wie möglich bekannt zu geben.

Ob eine Insiderinformation öffentlich bekannt ist, ist eine **objektiv zu beurteilende Frage** und hat weder etwas mit den diesbezüglichen Vorstellungen des Insiders oder mit dem der Insiderinformation zugeschriebenen Charakter als Geheimnis oder vertrauliche Information zu tun³ noch spielt es eine Rolle, wer die Information bekannt machte⁴ oder wie sie Information öffentlich bekannt wurde. Es besteht Einigkeit, dass eine Insiderinformation erst dann öffentlich bekannt ist, wenn eine **unbestimmte Anzahl von Personen von ihr Kenntnis erlangt** hat⁵. Doch darüber, wann dies der Fall ist, wurden schon bei der Auslegung von Art. 1 Abs. 1 der EG-Insiderrichtlinie von 1989⁶ unterschiedliche Ansichten vertreten⁷. Schon im Zusammenhang mit der Umsetzung dieser Richtlinie durch Art. 1 des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes (2. FFG) vom 26.7.1994⁸ hieß es in der Regierungsbegründung⁹ zu derselben allerdings, eine Information habe bereits dann als öffentlich bekannt zu gelten, „wenn die sog. **Bereichsöffentlichkeit** hergestellt“ sei, d.h. „die Marktteilnehmer“ von der Information Kenntnis nehmen könnten¹⁰. Das wiederum sei möglich „bei Verbreitung der Information **über allgemein zugängliche Informationssysteme**“. Das Konzept der Bereichsöffentlichkeit blieb auch nach der Änderung des Insiderrechts zur Umsetzung der RL 2003/6/EG (Rz. 2) und der RL 2003/124/EG zur Durchführung dieser Richtlinie (Rz. 8) und weiter bis zum Erlass der Marktmissbrauchsverordnung das vorherrschende. Auch die BaFin hat das Kriterium der Bereichsöffentlichkeit übernommen: Noch im letzten zum WpHG a.F. erschie-

1 Auch zum Folgenden BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518, 519/520 Rz. 19.

2 OLG Frankfurt v. 12.2.2009 – 2 Ss-OWi 514/08, AG 2009, 414 Rz. 6.

3 S., auch für Art. 7 VO Nr. 596/2014 geltend, *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 33 m.w.N.; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rz. 324.

4 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rz. 324; *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 53; *Lösler* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 2 Rz. 50.

5 Zu diesem Ausgangspunkt RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, 46; *BaFin*, Emittentenleitfaden 2009, S. 32; *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 34. Ist die als Insiderinformation in Betracht kommende Information als solche veröffentlicht worden, ist es gänzlich unerheblich, ob sie – wie *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 52, unter Berufung auf *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 141, meinen – „zutreffend eingeschätzt werden kann“.

6 ABl. EG Nr. L 334 v. 18.11.1989, S. 30.

7 Näher dazu *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 33.

8 BGBl. I 1994, 1749. Es gibt deshalb keinerlei Anlass (und auch keinen Beleg) für zu der Behauptung, „schon bisher [habe] die BaFin – trotz ihres Bekenntnisses zur Bereichsöffentlichkeit – auf die breite Öffentlichkeit abgestellt“, so aber *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 52 a.E.

9 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, 46.

10 Die mögliche und nicht die tatsächliche Kenntnisnahme wird als entscheidend angesehen. RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, 46; *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 34 („zugänglich gemacht“; Schaffung der „Möglichkeit, von der Insiderinformation Kenntnis zu nehmen“); *Hilgendorff/Kusche* in Park, 5.4.II.1.b)aa(2) Rz. 54; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rz. 13.120; *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 88, 91; *Rothenhöfer* in Kumpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 3.489; *Schwark/Kruse* in Schwark/Zimmer, § 13 WpHG Rz. 30.

nen Emittentenleitfaden¹ hieß es zwar, wie in den früheren Fassungen, es müsse als ausreichend, aber auch erforderlich angesehen werden, „dass die Insiderinformation einem breiten Anlegerpublikum zeitgleich zugänglich“ sei, doch fügt sich zur Erläuterung sogleich der Satz an, dies könne durch ein allgemein zugängliches, elektronisches Informationsverbreitungssystem erfolgen“ und verlange „keine Veröffentlichung in den Medien“. So könne habe „jeder interessierte Marktteilnehmer ... die Möglichkeit, von der Insiderinformation Kenntnis zu nehmen (Bereichsöffentlichkeit)“, ohne „dass die informationelle Chancengleichheit ... beeinträchtigt“ werde. Das lässt sich nur so deuten, dass die BaFin die Information der Bereichsöffentlichkeit als eine solche „eine[s] breite[n] Anlegerpublikums und damit einer unbestimmten Zahl von Personen“ ansieht².

- 65 Für das Kriterium der **Bereichsöffentlichkeit** zur Beantwortung der Frage, wann eine Information öffentlich bekannt ist, hat es gute **Gründe** gegeben und gibt es sie auch weiter³. Vor allem ist es für die Bestimmung der öffentlichen Bekanntheit einer Information präziser und praktikabler als das Kriterium, nach dem eine Information erst dann öffentlich bekannt sei, wenn – ein Zeitpunkt, der nur schwer zu bestimmen ist – ein „breites Anlegerpublikum“⁴ von der Information habe Kenntnis nehmen können oder gar Kenntnis genommen hat. Dabei ist es bereits bei Eintritt der Bereichsöffentlichkeit und der mit ihr verbundenen sofortigen Einpreisung der Information ausgeschlossen, dass einzelne Marktteilnehmer mit der Kenntnis der Information einen Informationsvorsprung erlangen und einen ungerechtfertigten Vorteil realisieren können. Die Ansicht, das Konzept der Bereichsöffentlichkeit sei schon nach altem Recht europarechtswidrig gewesen, weil dieses seit der Börsenzulassungsrichtlinie 1979 auf die „breite Öffentlichkeit“ abgestellt habe, ist unzutreffend: Zum einen haben Öffentlichkeitskonzepte von Richtlinien wie der angeführten Börsenzulassungsrichtlinie 1979 nichts mit der Herstellung von Öffentlichkeit als Beseitigung der Eigenschaft einer Information als Insiderinformation zu tun und zum anderen versteht sich das Konzept zu Recht als ein solches, das die Information der Bereichsöffentlichkeit als eine Information des breiten Anlegerpublikums im Sinne der Information einer unbestimmten Zahl von Personen ansieht (s. Rz. 66 a.E.). Dafür spricht auch, dass selbst diejenigen, die „öffentlich bekannt“ als einem „breiten Anlegerpublikums bekannt“ verstehen, eine solche breite Bekanntheit der Information annehmen wollen, wenn die „Nachricht über den *Börsenticker* gelaufen oder durch einen der großen *Nachrichtendienste* wie Reuters oder DPA oder über ein anderes allgemein zugängliches, elektronisches Informationsverbreitungssystem bekanntgegeben worden ist“⁵.
- 66 Für eine **Aufgabe des Kriteriums der Bereichsöffentlichkeit** gibt es auch **keine triftigen Gründe**⁶. Dass der Marktmissbrauchsverordnung gegenüber der RL 2003/6/EG (Rz. 2) und der RL 2003/124/EG zur Durchführung dieser Richtlinie (Rz. 8) ein neues Konzept zugrunde liege, nach dem sich bestimme, wann eine Information öffentlich bekannt ist und damit keine Insiderinformation sein kann, ist nicht erkennbar. Was dafür als Indizien – mehr gibt es nicht – angeführt wird⁷, vermag einen solche Neuausrichtung nicht zu rechtfertigen. Das gilt auch für die Hinweise zur Auslegung des Art. 17 VO Nr. 596/2014 über die Veröffentlichung von Insiderinformationen⁸, die zudem verkennen, dass die Anforderungen, die an die ordnungsgemäße Veröffentlichung von Insiderinformationen gestellt werden, von denen unterschieden werden können, die für die Beurteilung der Frage herangezogen werden, ob eine Information – unabhängig davon, wer sie wie, d.h. ordnungsgemäß oder nicht ordnungsgemäß, veröffentlicht hat – als öffentlich bekannt gelten darf⁹. Auch wenn die Ansicht, das

1 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 34.

2 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 34 zu III.2.1.2 (1. Abs.).

3 Ebenso, mit ausführlicher Begründung, *Steinrück*, S. 37 ff.

4 So *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 52, *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 132; *Klöhn*, AG 2016, 423, 427 („breite Öffentlichkeit“) folgend; *Klöhn*, ZHR 180 (2016), 707, 715 f.; *Klöhn* in *Klöhn*, Art. 7 MAR Rz. 126 („Das breite Anlegerpublikum ist die Gesamtheit aller professionellen und nicht professionellen Anleger, die nach Informationen suchen, um sie am Kapitalmarkt zu verwerten. Zugang zu der Information haben sie, wenn die Information in einer Weise verbreitet wurde, die mit den Anforderungen des Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 [VO Nr. 596/2014] vergleichbar ist“), 130 ff.; *Krause* in *Meyer/Veil/Rönnau*, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 78; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2042.

5 *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 53 (Hervorh. im Orig.); ebenso, in seiner nach eigenem Urteil wohl europarechtswidrigen Erläuterung, *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 136.

6 Dafür, dass das Konzept der Bereichsöffentlichkeit auch Marktmissbrauchsverordnung gilt, *Renz/Rippel* in *BuB*, Rz. 7/698; *Theile* in *Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis*, 7. Kapitel, § 38 WpHG Rz. 87. A.A. *Grundmann* in *Staub*, Bd. 11/1, 5. Aufl. 2017, 6. Teil Rz. 348; *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 52; *Klöhn*, AG 2016, 423, 426 f.

7 Namentlich bei *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 52.

8 Verfehlt deshalb der Hinweis bei *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 52, die Kommission und die ESMA gingen offensichtlich von einem weiten Verständnis des Begriffs „Öffentlichkeit“ aus, weil sie im Zusammenhang mit der öffentlichen Verbreitung von Informationen durch den Emittenten nach Art. 17 VO Nr. 596/2014 von einer „möglichst breite[n] Öffentlichkeit“ bzw. von „dissemination to as wide as possible public“ sprächen.

9 *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 52, die geltend machen, für weites Verständnis des Begriffs „Öffentlichkeit“ spreche der Verweis in Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 auf Art. 21 RL 2004/109/EG (Transparenzrichtlinie), wo von einer Veröffentlichung „on a non-discriminatory basis“ die Rede sei, obschon das Konzept der Bereichsöffentlichkeit keinerlei Anlegerprivilegierung und damit auch keine Anlegerdiskriminierung mit sich bringt.

Konzept der Bereichsöffentlichkeit sei mit der Marktmissbrauchsverordnung nicht vereinbar, zurückzuweisen ist, ist zu konzedieren, dass die **Marktmissbrauchsverordnung ein solches Konzept nicht vorgibt** und deshalb zu überprüfen ist, inwieweit es mit der Auslegung des Begriffs „öffentlich bekannt“ in anderen Mitgliedstaaten der EU kompatibel ist¹.

b) Einzelheiten. Im Einzelnen ist davon auszugehen, dass sich eine Information an eine **unbestimmte Zahl von Personen** richtet, wenn nicht aufgrund eines bestimmten Informationsmediums oder den zeitlich-räumlichen Umständen, unter denen die Information abgegeben wird, ein bestimmter Kreis der Bereichsöffentlichkeit ausgeschlossen ist, während – umgekehrt betrachtet – gleichzeitig feststeht, wer die fragliche Information erhalten wird. Dass im Markt „gewisse Vorahnungen“ – im Hinblick auf mögliche Umsatzeinbußen und Gewinnverluste eines Emittenten – bestanden haben mögen oder interessierten Kreisen eine bestimmte „wirtschaftliche Tendenz geläufig“ gewesen sein mag, macht eine diesbezügliche Insiderinformation noch nicht zu einer öffentlich bekannten².

Werden Informationen an Redaktionen, Nachrichtenagenturen, Betreiber der elektronischen Nachrichtenvermittlungssysteme oder sonstige Nachrichtenverteilungsstellen gegeben, so sind sie nicht bereits mit der Weitergabe, sondern erst für den Fall als veröffentlicht zu betrachten, dass sie in den von diesen betreuten bzw. beschickten Printorganen und elektronischen Medien so erscheinen, dass nach dem üblichen Lauf der Dinge davon ausgegangen werden kann, sie seien einer unbestimmten Zahl von Personen zugänglich³. Bei elektronischen Informationsverbreitungssystemen ist eine Veröffentlichung bereits für den Zeitpunkt anzunehmen, in dem die fragliche Information versandt⁴ wird⁵. Die bloße Übermittlung der Information an die mit der Nachrichtenverbreitung betraute Agentur reicht dagegen nicht aus, um von der Herstellung der Bereichsöffentlichkeit ausgehen zu dürfen⁶. Auf der Grundlage des Konzepts der Bereichsöffentlichkeit (Rz. 64f.) ist es allerdings nicht erforderlich, dass es sich bei den Printorganen oder elektronischen Medien, in denen Informationen veröffentlicht werden, um solche handelt, die Privatanleger auch tatsächlich regelmäßig nutzen⁷.

Des Weiteren ist eine Information nicht bereits dann als öffentlich bekannt anzusehen, wenn ein Unternehmen **Analysten** oder **Journalisten** einlädt, um diesen über die fraglichen Umstände zu berichten⁸. Ebenso wenig können die auf einer jedermann zugänglichen **Pressekonferenz** mitgeteilten Informationen bereits mit Kundgabe als öffentlich bekannt gelten⁹. Zwar wird nicht zu verlangen sein, dass die Mitglieder der Bereichsöffentlichkeit von einem Informationsangebot Gebrauch machen, doch handelt es sich bei einer öffentlichen Pressekonferenz nicht um ein allgemein zugängliches Informationsmedium im Sinne des Gedankens der Schaffung von Bereichsöffentlichkeit. Dem steht nicht nur der außergewöhnliche Aufwand zur Teilnahme an einer solchen entgegen, sondern auch der Umstand, dass in dem Moment, in dem die Information kundgegeben wird, nur eine bestimmte Personenzahl die Möglichkeit der Kenntnisnahme besitzt. Was für Pressekonferenzen gilt, gilt auch für anderweitige Kundgaben an einen begrenzten und bestimmten Personenkreis, wie **Festvorträge**¹⁰ oder Vorträge auf Konferenzen und Fortbildungsveranstaltungen. Auch die **Gerichtsöffentlichkeit** genügt den

1 Ähnlich *Schäfer* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 14.19 mit dem Ruf nach einer Klärung der Frage, wann eine Information öffentlich bekannt sei, durch die BaFin.

2 Vgl. BGH v. 27.1.2010 – 5 StR 224/09 – Freenet, AG 2010, 249 Rz. 14.

3 Ebenso *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 94, 100; *Rothenhöfer* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 3.491; *Schwark/Kruse* in Schwark/Zimmer, § 13 WpHG Rz. 37.

4 Früher war (vgl. auch noch 5. Aufl. des Kommentars Rz. 38) diesbezüglich, im Hinblick auf Börsenticker – möglicherweise missverständlich – von „Einspeisen“ (im Sinne einer versandfertigen Eingabe) die Rede. *Claussen*, ZBB 1992, 267, 275; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 13 WpHG Rz. 36, *Sethe* in Assmann/Schütze, Kapitalanlage-recht, 2. Aufl. 2007, § 12 Rz. 41.

5 *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 92, 94 („über den Börsenticker gelaufen“). Offener: *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rz. 13.120 („Möglichkeit der Kenntnisnahme“, jedenfalls nicht schon „Eingabe“); *Schwark/Kruse* in Schwark/Zimmer, § 13 WpHG Rz. 37 („veröffentlicht“).

6 Ebenso *Lösler* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 2 Rz. 51; *Sethe* in Assmann/Schütze, Kapital-anlagerecht, § 8 Rz. 57.

7 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, 46; *Assmann*, AG 1994, 237, 242; *Claussen*, ZBB 1992, 267, 276; *Kümpel*, WM 1994, 2137, 2138.

8 *Assmann*, AG 1994, 237, 242; *Assmann*, ZGR 1994, 494, 512; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rz. 326; *Claussen*, DB 1994, 27, 29; *Hopt*, ZGR 1991, 17, 30; *Kümpel*, WM 1994, 2137, 2138; *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 138; *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 139; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rz. 13.121; *Lösler* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 2 Rz. 52; *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 97; *Rothenhöfer* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 3.492; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 13 WpHG Rz. 36; *Schwark/Kruse* in Schwark/Zimmer, § 13 WpHG Rz. 36.

9 Ebenso *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 34; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rz. 326; *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 53; *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 138; *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 140; *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 97; *Rothenhöfer* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 3.492; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 13 WpHG Rz. 36; *Sethe* in Assmann/Schütze, Kapital-anlagerecht, § 8 Rz. 57; *Schwark/Kruse* in Schwark/Zimmer, § 13 WpHG Rz. 36.

10 *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 53.

Anforderungen an die Bereichsöffentlichkeit nicht¹. Öffentlich bekannt sind Informationen schließlich auch dann nicht, wenn sie vom Emittenten in seine **Website** eingestellt werden²; der gewachsene Zugang zum Internet bedeutet nicht, dass Vertreter der Bereichsöffentlichkeit sekundlich auf der Homepage eines Emittenten präsent sind, so dass sich die gleichen Probleme ergeben wie bei der Bestimmung der Herstellung der Öffentlichkeit bei der Verbreitung einer Information über Massenmedien. Nichts anderes gilt für die Verbreitung von Informationen über **soziale Medien** welcher Art auch immer³.

- 70 Anerkannt ist heute auch, dass eine auf einer **Hauptversammlung** – vom Vorstandsvorsitzenden in seinem Bericht oder in Erfüllung eines Auskunftersuchens eines Aktionärs gem. § 131 Abs. 1 AktG – erteilte Information nicht dazu führt, dass diese öffentlich bekannt ist⁴. Nichts anderes gilt für den Fall der Übertragung der Hauptversammlung im Internet⁵. Auch wenn hier mit den Aktionären eines Unternehmens eine Gruppe der von solchen Informationen Hauptbetroffenen informiert wird, kann auf der Hauptversammlung nur ein bestimmter Kreis von Aktionären, von Marktteilnehmern und erst recht der Öffentlichkeit unterrichtet werden. Die fragliche Information geht mithin auch nicht an eine unbestimmte Anzahl von Personen; vielmehr ist sie – auch wenn die Hauptversammlung eine große Zahl von Teilnehmern aufweist, die Presse vertreten ist und die Versammlung gar zeitgleich im Internet übertragen wird – nur einem bestimmten Kreis von Personen zugänglich. Davon zu trennen ist die Frage, ob der Vorstand befugt ist, Aktionären im Rahmen einer Hauptversammlung Insiderinformationen mitzuteilen (dazu Art. 10 VO Nr. 596/2014 Rz. 34f.).
- 71 Ein ganz anderer Themenbereich ist auch betroffen, wenn es um die Beurteilung der Frage geht, ob mit der Veröffentlichung bestimmter primärer Informationen, wie einem Jahresabschluss oder einem Zwischenbericht, auch bestimmte, ihnen nicht unmittelbar zu entnehmende sekundäre Informationen als öffentlich bekannt angesehen werden dürfen. So kann zu beurteilen sein, ob **stille Reserven** bspw. aufgrund der veröffentlichten Rechnungslegung als öffentlich bekannt oder unbekannt zu gelten haben. In diesem und den anderen Fällen wird es entscheidend darauf ankommen, ob zumindest den Angehörigen der Bereichsöffentlichkeit ein Schluss von den fraglichen Primärinformationen auf die fraglichen Sekundärinformationen möglich ist⁶, so dass sich die Letzteren im Kurs der Wertpapiere widerspiegeln und verbreiten. Das ist im Hinblick auf die Bildung stiller Reserven jedenfalls im Regelfall zu verneinen⁷.
- 72 **5. Emittenten oder Finanzinstrumente betreffende Information.** Nicht öffentlich bekannte präzise Informationen kommen nach Art. 7 Abs. 1 lit. a VO Nr. 596/2014 nur dann als Insiderinformationen in Betracht, wenn sie **direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen**. Ein entsprechendes Erfordernis findet sich auch im Hinblick auf die in Art. 7 Abs. 1 lit. b–d VO Nr. 596/2014 genannten speziellen Finanzinstrumente und Transaktionen. Dieses Merkmal war von Anfang der europäischen und mitgliedstaatlichen Insiderregelung an Bestandteil der Anforderungen an eine Insiderinformation⁸. Von Anfang an bestanden aber auch Zweifel, ob dem Merkmal überhaupt eine Bedeutung zukommt, die über das Erfordernis einer präzisen, namentlich kursspezifischen, und kurserheblichen Information hinausgeht⁹. Diese Zweifel bestehen auch im Hinblick auf Art. 7 Abs. 1 lit. a VO Nr. 596/2014 fort¹⁰. Die Rechtsunsi-

1 *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 139; *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 141; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004, Rz. 16.101; *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 99.

2 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 34; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rz. 326; *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 137; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 13 WpHG Rz. 36; *Sethe* in Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 57.

3 *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 138.

4 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 34; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rz. 326; *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 53; *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 139; *Kümpel*, WM 1994, 2137, 2138; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rz. 13.121; *Lösler* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 2 Rz. 52; *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 98; *Renz/Rippel* in BuB, Rz. 7/698; *Rothenhöfer* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 3.492; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 13 WpHG Rz. 36; *Schwark/Kruse* in Schwark/Zimmer, § 13 WpHG Rz. 35; *Sethe* in Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 57; *Sethe*, ZBB 2006, 243, 251.

5 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 34; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rz. 326; *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 53; *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 92, 98; *Rothenhöfer* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 3.492. A.A. *Sven H. Schneider*, NZG 2005, 702, 706; *Schwark/Kruse* in Schwark/Zimmer, § 13 WpHG Rz. 36.

6 *Kübler*, Vorsichtsprinzip vs. Kapitalmarktinformation, in FS Budde, 1995, S. 361, 374f. Auch *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 145; *Lösler* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 2 Rz. 52.

7 Vgl. *Kübler*, Vorsichtsprinzip vs. Kapitalmarktinformation, in FS Budde, 1995, S. 361, 374f.; *Lösler* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 2 Rz. 52.

8 S. *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 42f.

9 S. *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 46 m.w.N. Aus dem neueren Schrifttum *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 121ff.; *Schäfer* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 14.21; *Sethe* in Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 62.

10 *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 116ff.; *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 94 („Angesichts der engen Verknüpfung zum Tatbestandsmerkmal der Kursrelevanz kommt dem Merkmal des

cherheiten bei der Beantwortung der Frage, wann eine Information – würde sie sie öffentlich bekannt – geeignet ist, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen, gibt einem Kriterium, das einer Information die Eigenschaft einer Insiderinformation nimmt, bevor es zur Prüfung ihrer Kurserheblichkeit kommt, wieder Gewicht¹.

a) Emittentenbezug. Unerheblich ist, ob die **Quelle der** direkt oder – anders als im Hinblick auf die Veröffentlichungspflicht von Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 – indirekt emittentenbezogenen **Information** innerhalb oder außerhalb des Unternehmens des Emittenten liegt. Sie kann mithin innerhalb desselben liegen und ihn damit unmittelbar berühren, kann aber auch von außerhalb des Emittenten kommen und ihn direkt oder lediglich indirekt betreffen². 73

Dementsprechend ist der **Emittentenbezug** einer Information gegeben, wenn sie aus dem Unternehmen des Emittenten kommt und **unternehmensinterne Verhältnisse** desselben betrifft, d.h. gegenwärtigen oder zukünftige Umstände oder Ereignisse in Gestalt namentlich seiner Organisation, seines Personalwesens (Organe und Angestellte), seiner Geschäftspolitik und seines Geschäftsverlaufs, seiner Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, seiner Anteilseignerstruktur sowie seiner (vor allem konzernrechtlichen) Verbindungen zu und mit anderen Unternehmen betrifft³. So ist die Ermittlung einer erheblichen Steigerung des Unternehmensgewinns eine Information, welche ihren Ursprung im Unternehmen hat und sich auf den Emittenten bezieht. Gleiches gilt für Informationen über Beschlüsse des Vorstands oder Aufsichtsrats, was auch immer ihr Gegenstand sein mag. Nicht anders ist der Abschluss von Kooperationsverträgen zwischen mehreren Unternehmen – ungeachtet des Umstands, dass er nicht nur den Emittenten betrifft – zumindest auch ein emittenteninterner Vorgang. 74

Darüber hinaus können aber auch Informationen über **unternehmensexterne Vorgänge oder Verhältnisse**, die den Emittenten direkt oder indirekt betreffen, einen Emittentenbezug aufweisen: Ein solcher direkter Emittentenbezug ist Informationen über die Einleitung von Ermittlungen gegen den Emittenten und/oder einzelne seiner Organe oder Mitarbeiter eigen und darüber hinaus etwa Informationen über die Verhängung von Bußgeldern gegen die Vorgenannten, diese betreffende gerichtliche Entscheidungen, die Erteilung oder Versagung einer (kartellrechtlichen) Genehmigung, Probleme bei einem verbundenen Unternehmen, die Insolvenz eines maßgeblichen Geschäftspartners (eines Hauptlieferanten oder eines Hauptabnehmers), die Abgabe eines Übernahmeangebots auf Wertpapiere des Emittenten oder ein Rating des Emittenten durch eine Ratingagentur⁴. Einen Emittentenbezug können auch **Marktinformationen** haben, d.h. Informationen über Marktverhältnisse und Wettbewerbsparamete, die für alle Marktteilnehmer und Finanzinstrumente gelten, wenn sie bestimmbar Auswirkungen auf einzelne Emittenten mit sich bringen und damit zugleich auch kursspezifisch sind (Rz. 61). 75

b) Bezug zu Finanzinstrumenten. Als Finanzinstrumente betreffende Informationen kommen alle Informationen in Betracht, die direkt oder indirekt ein oder mehrere **Finanzinstrumente zum Gegenstand** haben. Auch direkt oder indirekt ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffende Informationen können ihre **Quelle in- und außerhalb des Emittenten** haben. Nicht zuletzt deshalb hat der Finanzinstrumentenbezug als Voraussetzung einer Insiderinformation eine eigenständige **Bedeutung** allerdings nur in den Fällen, in denen sich die Information ausschließlich auf Finanzinstrumente und ihre rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse (wie Informationen über die rechtliche Qualifikation oder Zulässigkeit von oder den Handel mit Finanzinstrumenten) bezieht und nicht zugleich einen Emittentenbezug aufweist, weil es direkt oder indirekt auch um die Finanzinstrumente des Emittenten und seine Finanzierungs- und Beteiligungsverhältnisse geht. So haben alle aus dem Unternehmen des Emittenten stammende Informationen über Finanzinstrumente – insbesondere Daten und Informationen den Handel im jeweiligen Finanzinstrumenten betreffend „(Ordervolumen, Art der Order, Identität des Auftraggebers usw., aber auch Aufnahme oder Ausscheiden aus einem Index)“⁵ – auch einen Emitten- 76

Bezugs zu einem Emittenten oder einem Finanzinstrument keine selbständige Funktion zur Abgrenzung zwischen Insiderinformationen und sonstigen, insiderrechtlich irrelevanten Informationen zu“).

- 1 Abgesehen davon ist – weil es Art. 7 Abs. 1 VO Nr. 596/2014 verlangt und wie *Mennicke/Jakovou* (in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 87) es zu § 13 WpHG a.F. formulierten – „trotz aller Zweifel an der Bedeutung des Merkmals ... an der eigenständigen Prüfung des Emittenten- bzw. Insiderpapierbezugs festzuhalten, auch wenn damit wohl keine substantielle Eingrenzung des Tatbestandsmerkmals der Insiderinformation verbunden ist“.
- 2 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 34; *Assmann*, AG 1994, 237, 242; *Hopt/Kumpan* in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, § 107 Rz. 51; *Krause* in *Meyer/Veil/Rönnau*, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 95 („Die Quelle der Information kann dabei sowohl innerhalb als auch außerhalb des Unternehmens liegen“); *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004, Rz. 16.88; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rz. 13.117; *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, § 13 WpHG Rz. 110f.; *Rothenhöfer* in *Kümpel/Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 3.495; *Schwark/Kruse* in *Schwark/Zimmer*, § 13 WpHG Rz. 38; *Sethe* in *Assmann/Schütze*, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 59.
- 3 In der Sache ebenso *Schwark/Kruse* in *Schwark/Zimmer*, § 13 WpHG Rz. 41; *Sethe* in *Assmann/Schütze*, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 60. Ähnlich *Krause* in *Meyer/Veil/Rönnau*, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 95 („Emittentenbezogene Informationen sind solche Informationen, die interne Vorgänge der Unternehmen oder die Beziehungen der Unternehmen zu ihrer Umwelt betreffen, ohne sich auf Umstände zu beziehen, die nur eine bestimmte Art oder Gattung von Finanzinstrumenten berühren, die von dem besagten Unternehmen emittiert wurden“).
- 4 So auch *Sethe* in *Assmann/Schütze*, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 60.
- 5 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 34.

tenbezug. Das gilt für Beschlüsse über den Ausschluss von Bezugsrechte, die Festlegung einer Dividende oder den Rückkauf von Wertpapieren genauso wie für Informationen über die Ausstattung einer Anleihe oder Genussrechten. Nicht anders verhält es sich für zahlreiche externe Informationen mit Bezug zu Finanzinstrumenten bestimmter Emittenten, wie bspw. die Einführung oder Herausnahme eines Finanzinstruments aus einem Wertpapierindex (dem DAX, MDAX oder TecDAX).

- 77 Damit bleiben als eigenständiger Anwendungsbereich der Qualifikation einer Information als Insiderinformation kraft Bezug derselben auf Finanzinstrumente im Wesentlichen nur auf Finanzinstrumente bezogene **Marktinformationen**, d.h. für alle Marktteilnehmer und Finanzinstrumente maßgeblichen Informationen über Marktverhältnisse und Wettbewerbsparameter (Rz. 61), die keinen Emittentenbezug aufweisen (Rz. 61 und Rz. 75). Eine solche Marktinformation liegt bei einer Information über eine Verlautbarung der BaFin über deren aufsichtsrechtliche Behandlung bestimmter Finanzinstrumente oder bei einer Information über Finanzinstrumente betreffende Gesetzesvorhaben und -änderungen¹ vor. Marktinformationen über Finanzinstrumente sind aber auch gerichtliche Entscheidung über wertpapierrechtliche Fragen, die zwar primär die Parteien des Verfahrens treffen, hinsichtlich ihrer Aussagen aber für alle Finanzinstrumente der fraglichen Art oder Gattung von Bedeutung sind.
- 78 **6. Kurserhebliche Information (Art. 7 Abs. 1 und Abs. 4 VO Nr. 596/2014). a) Allgemeines – Maßstab des verständigen Anlegers.** Nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen, können gem. Art. 7 Abs. 1 Satz lit. a VO Nr. 596/2014 nur dann Insiderinformationen sein, wenn sie – würden sie öffentlich bekannt – geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Das ist nach dem in Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 formulierten **Kurs-erheblichkeitstest** – dieser fand sich nahezu wortgleich schon in Art. 1 Abs. 2 RL 2003/124/EG (Rz. 8) – bei Informationen der Fall, „die ein **verständiger Anleger** wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde“. Dieses Erfordernis der Kurserheblichkeit gilt auch für die in Art. 7 Abs. 1 lit. b–d VO Nr. 596/2014 genannten speziellen Finanzinstrumente und Transaktionen mit denselben. Der Umstand, dass die deutsche Sprachfassung von Art. 7 Abs. 1 VO Nr. 596/2014 von der Eignung zur Kursbeeinflussung spricht, während andere – namentlich die englische – verlangen, dass die Information wahrscheinlich („likely“) erhebliche Auswirkungen auf den Preis der Finanzinstrumente hat², vermag sich auf die Auslegung des Merkmals der Kurserheblichkeit einer Insiderinformation schon deshalb nicht auszuwirken, weil die Umschreibung des Eignungskriteriums durch Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 in den verschiedenen Sprachfassungen übereinstimmt und ein Wahrscheinlichkeitskriterium nur noch in der Form eines wahrscheinlichen Verhaltens eines verständigen Anlegers enthält. De lege lata unterliegt die Beantwortung der Frage, ob die einer Person bekannt gewordene Information eine solche darstellte, die geeignet war, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen, der **gerichtlichen Überprüfung**, ohne dass sich der Nutzer der Information – namentlich der Emittent im Hinblick auf seine Pflichten zur Ad-hoc-Veröffentlichung von Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 – dabei auf ein Beurteilungsermessen vergleichbar der in § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG kodifizierten Business Judgement Rule berufen könnte³.
- 79 Unübersehbar **verlagert** Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 die durch Formulierung des Kurserheblichkeitserfordernisses in Art. 7 Abs. 1 lit. a–d VO Nr. 596/2014 aufgeworfene Frage, welche Kursveränderung als erheblich anzusehen ist und mit welcher Wahrscheinlichkeit gegebenenfalls mit dieser zu rechnen sein muss, hin zur Frage, ob ein verständiger Anleger die fragliche Information wahrscheinlich zur Grundlage seiner Anlageentscheidungen machen würde. Die noch unter dem Eindruck der EG-Insiderrichtlinie von 1989⁴ und ihrer Umsetzung in § 13 Abs. 1 WpHG a.F. unternommenen Versuche, die Kurserheblichkeit von Informationen an bestimmten numerischen Grenz- oder Schwellenwerten zu erwartender Kursänderungen zu bestimmen⁵, sind mit dem Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung endgültig zu verabschieden. Tatsächlich hatten sie schon aufgrund der – mit Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 im entscheidenden Punkt wortgleichen – Bestimmung in Art. 1 Abs. 2 RL 2003/124/EG (Rz. 8) keine Grundlage mehr⁶. Spätestens mit dieser Richtlinie und den diese umsetzenden Änderungen des § 13 WpHG a.F. war es deshalb herrschende Meinung, die Kurserheblichkeit einer nicht öffentlich bekannten Information danach zu beurteilen, welchen Kauf- oder Verkaufsanreiz diese auf einen rational handelnden Anleger ausüben würde⁷; näher dazu Rz. 82.

1 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 34.

2 Hinweis bei *Langenbacher*, AG 2016, 417, 420.

3 Auch *Seibt*, Bankrechtstag 2017, S. 81, 91.

4 ABl. EG Nr. L 334 v. 18.11.1989, S. 30.

5 S. dazu *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 63.

6 Zur Ablehnung rein quantitativer Kriterien schon *CESR*, Market Abuse Directive, S. 6: „CESR is clear that fixed thresholds of price movements or quantitative criteria alone are not a suitable means of determining the significance of a price movement“.

7 S. dazu *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 64.

Einige **allgemeine Hinweise** darauf, **wie ein verständiger Anleger Anlageentscheidungen** trifft und welche Informationen er wahrscheinlich bei einer Anlageentscheidung heranziehen wird, sind Erwägungsgrund 14 VO Nr. 596/2014 zu entnehmen. Dieser geht davon aus, dass verständige Investoren ihre Anlageentscheidungen auf Informationen stützen, die ihnen vorab zur Verfügung stehen (**Ex-ante-Informationen**). Unter diesen berücksichtige er „auch die voraussichtlichen **Auswirkungen der Informationen** ... , insbesondere unter Berücksichtigung der Gesamttätigkeit des Emittenten, der Verlässlichkeit der Informationsquelle und sonstiger Marktvariablen, die das Finanzinstrument, die damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakte oder die auf den Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekte unter den gegebenen Umständen beeinflussen dürften“. Im Falle von Information über ein „hinreichend wahrscheinliches **künftiges Ereignis**“ soll nach den Ausführungen des BGH „nach *Geltl*“ im Hinblick auf die Kursrelevanz einer solchen Information davon auszugehen sei, „dass ein Anleger auch den Grad der Wahrscheinlichkeit des Eintritts des künftigen Ereignisses in Betracht zieht“, und auch bei einer „präzise[n] Information über einen eingetretenen Umstand ... , der auf ein künftiges Ereignis hinweist, ... den möglichen künftigen Verlauf abschätz[t]“¹. Mit dem **Probability-Magnitude-Test** (Rz. 45) hat all dies nichts zu tun², vielmehr sind die in diesem verknüpften Kriterien – Eintrittswahrscheinlichkeit zukünftiger Ereignisse und deren Auswirkungen für den Eintrittsfall – hier nur Teil einer Reihe von Gesichtspunkten, die bei der Beurteilung der Kursrelevanz zu berücksichtigen sind³.

Wenn es in Erwägungsgrund 14 VO Nr. 596/2014 heißt, ein verständiger Anleger „**sollte**“ die vorstehend angeführten Umstände berücksichtigen, so zeigt dies, dass sich der Verordnungsgeber durchaus des Umstands bewusst waren, dass es sich bei dem Standard des „vernünftigen Investors“ um einen **normativen Maßstab**⁴ und nicht um eine empirisch zu ermittelnde Größe und reales Anlegerverhalten handelt. Vorstehende Anhaltspunkte für die Bestimmung des Verhaltens eines verständigen Investors entsprechen im Übrigen – nahezu wortgleich – denjenigen in Erwägungsgrund 1 der RL 2003/6/EG (Rz. 2), auf die sich auch der EuGH in der *Geltl*-Entscheidung beruft, um konkretisierend hinzuzufügen, dass – sorgsam zu trennen von der Bestimmung der Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines zukünftigen Ereignisses (Rz. 45) – der vernünftige Anleger bei seiner Anlageentscheidung nicht nur die möglichen Auswirkungen eines Ereignisses auf den Emittenten in Betracht zieht, sondern auch den Grad der Wahrscheinlichkeit des Eintritts dieses Ereignisses⁵.

Der Kurserheblichkeitstest des Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 – d.h. die Frage, ob ein verständiger Anleger eine nicht öffentlich bekannte Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde – ist weitgehend identisch mit dem als **Anreiz-Test** zu bezeichnenden Test unter § 13 WpHG a.F., der es für die Kurserheblichkeit einer Information für entscheidend ansah, welchen Kauf- oder Verkaufsanreiz diese auf einen über die Information verfügenden und rational handelnden, d.h. die besonderen Verhältnisse des Marktes und des fraglichen Insiderpapiers mit berücksichtigenden Anleger ausüben würde. Das wurde, in griffiger Formulierung, dergestalt gefasst, dass es sich für die als Insider in Betracht kommende Person „**lohnend müsse**“, ihre Kenntnis der öffentlich unbekanntem Tatsache in Geschäften mit dem Insiderpapier auszunutzen⁶. Das wurde teilweise nur für den Fall angenommen, dass der Kauf- oder Verkaufsanreiz erheblich ist⁷, wohingegen andere lediglich verlangten, der Anreiz müsse ausreichend sein, um einen rational handelnden Anleger in Ansehung von Kosten und Risiken der Transaktion zum Erwerb oder zur Veräußerung von Insiderpapieren zu veranlassen⁸. Die BaFin sieht durch das Erfordernis, dass das Geschäft dem verständigen Anleger lohnend erscheinen müsse, jedenfalls solche Fälle als ausgeschlossen, „in denen die Verwertung einer nicht öffentlich bekannten Information von vornherein keinen nennenswerten wirtschaftlichen Vorteil verspricht, und damit kein Anreiz besteht, die Information zu verwenden“⁹.

Der **Anreiz-Test** stimmt im Ausgangspunkt mit dem Kurserheblichkeitstest des Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 überein, so dass zur Konkretisierung des Letzteren auf die zu dem Ersteren entwickelten Grundsätze zurückgegriffen werden kann. Die zum Insiderrecht ergangenen Entscheidungen des EuGH (Vor Art. 7 ff.

1 BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518, 521 Rz. 29 unter Berufung auf EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555, 557 Rz. 55.

2 Anders, von Wunschdenken bestimmt, *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 217. Ablehnend auch *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 110 ff.

3 *Zetzsche* in Gebauer/Teichmann, § 7 C. Rz. 121 beschreibt die Folgen für den Fall, dass dies anders zu beurteilen wäre („sehr missliche Auswirkungen“, u.a. fehlende Trennschärfe des Kurserheblichkeitskriteriums, Vorverlagerung der Offenlegungspflicht, Verlagerung der Problematik in die Ausnahmen von Offenlegungspflichten).

4 So auch *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 55; *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 258 f.; *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 117.

5 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, AG 2012, 555, 557 Rz. 55.

6 Maßgeblich *Süßmann*, AG 1997, 64; *Wölk*, AG 1997, 79. Ebenso *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 35; *Cahn*, ZHR 162 (1998), 17; *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 54; *Lösler* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 2 Rz. 38; *Schwark* in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 13 WpHG Rz. 57 ff., 59.

7 *Wittich*, AG 1997, 3; ähnlich *Pananis*, S. 113. *Pawlik* in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 13 WpHG Rz. 74.

8 *Soesters*, S. 147.

9 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 35.

VO Nr. 596/2014 Rz. 12), namentlich die *Geltl*-Entscheidung (Vor Art. 7 ff. VO Nr. 596/2014 Rz. 12 und hier Rz. 23), machen aber deutlich, dass sich das Gericht nicht auf eine Festlegung dahingehend einlassen würde, der Anreiz, die Information für eine Anlageentscheidung zu verwenden, müsse „erheblich“ sein. Vielmehr hat der EuGH in sämtlichen der vorgenannten Entscheidungen seine *Effet-utile*-Methode der Auslegung von Gemeinschaftsrecht bestätigt und deutlich gemacht, dass jede Information als kurserheblich gelten muss, deren Verwendung das Gebot der informationellen Chancengleichheit in den Finanzmärkten verletzen und einem Anleger einen Sondervorteil gegenüber anderen zu verschaffen vermöchte. Auch wenn das Kurserheblichkeitskriterium als solches zur **Aussonderung von Bagatell-Fällen** von Insidergeschäften betrachtet wird¹, hat insbesondere das *Geltl*-Urteil zur Frage, wann der Eintritt eines zukünftigen Ereignisses als hinreichend wahrscheinlich gelten dürfe (Rz. 44 ff.), gezeigt, dass die Bagatellgrenze² jedenfalls nicht an der Grenze zu wahrscheinlich erheblichen Kursausschlägen gesucht werden darf. Vielmehr werden vor dem Hintergrund dieser Rechtsprechung **alle Informationen als kurserheblich** anzusehen sein, die einen Anleger, der durch die Kenntnis einer nicht öffentlich bekannten Information über einen Wissensvorsprung gegenüber dem Publikum verfügt, wahrscheinlich dazu veranlassen werden, sich durch die Verwendung dieser Informationen einen ungerechtfertigten Sondervorteil zu verschaffen.

- 84 Auf dieser Grundlage ist der verständige Anleger i.S.v. Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 wie unter der RL 2003/6/EG (Rz. 2) und der RL 2003/124/EG (Rz. 8) und dem diese umsetzenden § 13 Abs. 1 WpHG a.F. als ein „**durchschnittlich verständigen Anleger**“ verstehen, d.h. einen „verständigen, mit den Marktgegebenheiten vertrauten“ – also börsenkundigen³ – und mit Kenntnis aller verfügbaren Informationen ausgestatteten⁴ und selbst irrationale Reaktionen anderer Marktteilnehmer zu berücksichtigenden⁵ Anleger.
- 85 Bei dem **Standard des verständigen Anlegers** handelt es sich im Übrigen nicht um die Festlegung von Sorgfaltspflichten von Anlegern, sondern um die Konkretisierung eines Standards, der der Abgrenzung von kurserheblichen von nicht kurserheblichen Informationen dient und damit den Anwendungsbereich der Verbote von Insidergeschäften in einer Art und Weise umschreibt, der den Zielen des Insiderrechts der Marktmissbrauchsverordnung gerecht wird wie er zuvor den Zielen der RL 2003/6/EG gerecht wurde. Mit diesen wäre es, wie unter § 13 Abs. 1 WpHG a.F. vorgeschlagen wurde⁶, jedenfalls nicht vereinbar, den verständigen Anleger im Kreis derer zu suchen, die die Bereichsöffentlichkeit bilden, d.h. in einem Kreis professioneller oder institutioneller Marktteilnehmer.
- 86 Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 lässt es für das Urteil über die Kursrelevanz einer nicht öffentlich bekannten Information genügen, wenn ein verständiger Anleger die Information **wahrscheinlich** als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde. Auch sind die Überlegungen maßgeblich, die der EuGH in *Geltl*-Entscheidung (Rz. 21) zur Auslegung des in § 13 Abs. 1 WpHG a.F. verwandten Begriffs der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“ des Eintritts eines zukünftigen Ereignisses angestellt hat, um festzustellen, hierbei sei auf das Verhalten eines „vernünftigen Anlegers“ und damit auf die Regeln der allgemeinen Erfah-

1 S. Assmann in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 66 m.w.N. Aus dem neueren Schrifttum *Frowein* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 10 Rz. 22; *Hopt/Kumpan* in Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rz. 54; *Klöhn* in KölnKomm. WpHG, § 13 WpHG Rz. 164; *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 Rz. 131; *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 118; *Sethe* in Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 63.

2 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 35: „Die Voraussetzung der Erheblichkeit soll sicherstellen, dass nicht jeder Umstand, der zu einer geringfügigen Preisbewegung führen kann, als Insiderinformation zu bewerten ist.“

3 BGH v. 13.12.2011 – XI ZR 51/10 – IKB, BGHZ 192, 90 = AG 2012, 209, 213 Rz. 41; *BaFin*, Emittentenleitfaden 2009, S. 33; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rz. 13.126 (durchschnittlich börsenkundiger Anleger); *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 141; *Pawlik* in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 13 WpHG Rz. 87 f. (Rz. 88: „börsenkundiger Laie“); *Rothenhöfer* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 3.500; *Schwark/Kruse* in Schwark/Zimmer, § 13 WpHG Rz. 47.

4 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 35: Abzustellen ist auf die „Sicht eines verständigen Anlegers, der zum Zeitpunkt seines Handelns alle verfügbaren Informationen kennt“. Ebenso *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 15 Rz. 44; *Fleischer*, NZG 2007, 401, 405; *Gunßer*, S. 60 ff.; *Harbarth*, ZIP 2005, 1898, 1901 f.; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rz. 13.126; *Pawlik* in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2017, § 13 WpHG Rz. 93; *Sethe* in Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 66. Ausführlich und differenziert OLG Stuttgart v. 22.4.2009 – 20 Kap. 1/08, OLG Stuttgart v. 22.4.2009 – 20 Kap. 1/08, AG 2009, 454 = ZIP 2009, 962: „[Rz. 91] Auch der Senat hält es für richtig, auf die Sicht des verständigen Anlegers abzustellen ..., mithin auf die Anlagerelevanz der Information ... [Rz. 92]. Ein verständiger Anleger handelt rational, er trifft seine Entscheidung auf angemessener, also verlässlicher tatsächlicher Informationsgrundlage (vgl. auch Erwägungsgrund 1 der Durchführungsrichtlinie), aufmerksam und kritisch ... Er ist folglich börsenkundig und kennt die verfügbaren Informationen. Ob es sich um einen Kleinanleger oder einen professionellen Anleger handelt, ist nicht wesentlich ... Rational handelt der verständige Anleger auf dieser Grundlage, wenn er – im Unterschied zum spekulativen Anleger – seine Anlageentscheidung an der im Hinblick auf die ihm vorliegenden verlässlichen Informationen zu prognostizierenden künftigen Ertragskraft des Emittenten orientiert.“

5 BGH v. 13.12.2011 – XI ZR 51/10 – IKB, BGHZ 192, 90 = AG 2012, 209, 213 Rz. 41; *Mennicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 WpHG Rz. 142, 149.

6 *Schäfer* in Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 13 WpHG Rz. 50 ff. Ablehnend schon *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 58.

nung abzustellen¹. Nach diesen ist davon auszugehen, dass nur solche Informationen kursrelevant sind, von denen – nach den Ausführungen zur Wahrscheinlichkeit zukünftiger Ereignisse auf die Wahrscheinlichkeit der Verwendung von Informationen durch einen verständigen Anleger – „tatsächlich erwartet werden kann, dass dieser die Informationen zur Grundlage einer Anlageentscheidung machen“ würde². Nach den Ausführungen des BGH wiederum heißt dies in Bezug auf die Wahrscheinlichkeit des Eintritts zukünftiger Ereignisse, danach müsse eher mit dem Eintreten des künftigen Ereignisses als mit seinem Ausbleiben zu rechnen sein, ohne dass die Wahrscheinlichkeit zusätzlich hoch zu sein habe. Übertragen auf die Wahrscheinlichkeit der Verwendung von Informationen durch einen verständigen Anleger ist deshalb davon auszugehen, dass diese dann gegeben ist, wenn **überwiegend wahrscheinlich** mit der Verwendung einer Information gerechnet werden kann oder, mit anderen Worten, der Anleger diese eher als nicht seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde³.

Obwohl die *Lafonta*-Entscheidung⁴ des EuGH zur Auslegung des Begriffs der Insiderinformationen erging und keine Aussagen über die Kurserheblichkeit einer Insiderinformation enthielt⁵, hat die BaFin die Ausführungen des Gerichts zum Anlass genommen, ihre „Verwaltungspraxis zum Tatbestandsmerkmal der ‚Geeignetheit zur erheblichen Kursbeeinflussung‘“ der Interpretation des Begriffs der Insiderinformation durch den EuGH anzupassen. Nach dieser geht weder aus dem Wortlaut der Bestimmung noch aus der Entstehungsgeschichte, der Systematik und dem Zweck der Richtlinie hervor, „dass ‚präzise‘ Informationen nur solche sein können, mit denen sich bestimmen lässt, in welche **Richtung sich der Kurs** der betreffenden Finanzinstrumente oder der sich darauf beziehenden derivativen Finanzinstrumente ändern würde“⁶. Selbst wenn „aus Ex-ante-Sicht keine eindeutig positive oder negative Kursauswirkung prognostiziert werden“ könne, „weil sowohl negative als auch positive Effekte aus dem Umstand den Kurs tangieren“, will die BaFin „das Vorliegen einer Insiderinformation auch dann bejahen, wenn zumindest ein erheblicher Kursausschlag zu erwarten war“⁷. Damit verbunden, stellt die BaFin fest, „inhaltlich“ habe das Urteil des EuGH zur Folge, dass das Spektrum des verständigen Anlegers zumindest **auch auf den spekulativ handelnden Anleger erweitert** werden müsse, der nur eine kurzfristige Kursbewegung ausnutzen wolle, für die auch unerheblich sein könne, in welche Richtung diese ausschlage. Deshalb solle das **Potenzial zur erheblichen Kursbeeinflussung** im Zweifel eher früher als später angenommen werden.

b) Einzelheiten. aa) Ex-ante-Beurteilung der Kurserheblichkeit. Die Frage, ob eine nicht öffentlich bekannte Information kurserheblich ist, ist **objektiv** – und damit unabhängig davon, ob der Anleger die Information als kurserheblich ansah⁸ – aus einer **Ex-ante-Sicht**, bezogen auf den Zeitpunkt des Insidergeschäfts, zu beantworten⁹. Das erlaubt es, eine Information als Insiderinformation zu qualifizieren, obwohl es, nachdem die Information entstanden ist oder öffentlich bekannt wurde, zu keinen Kursausschlägen gekommen ist. Der Umstand, dass verständige Investoren, wie es in Erwägungsgrund 15 VO Nr. 596/2014 heißt, ihre Anlageentscheidungen

1 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – Geldt, AG 2012, 555, 556/557 Rz. 44.

2 EuGH (2. Kammer) v. 28.6.2012 – C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – Geldt, AG 2012, 555 Ls. 2, 557 Rz. 49, 564; BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518, 521 Rz. 29.

3 So zur ähnlich gelagerten Frage im Zusammenhang mit Prospekthafungsbestimmungen, welche Angaben ein durchschnittlicher verständiger Anleger als wesentlich oder erheblich für seine Anlageentscheidung berücksichtigen würde, BGH v. 18.9.2012 – XI ZR 344/11, AG 2012, 874, 876 Rz. 24; BGH v. 21.10.2014 – XI ZB 12/12, ZIP 2015, 25, 30 Rz. 74 = BGHZ 203, 1 = AG 2015, 351. Aus dem Schrifttum *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 60 f.; *Assmann* in *Assmann/Wallach/Zetzsche*, 2018 [im Erscheinen], § 306 KAGB Rz. 47 m.w.N.; *Assmann* in *Assmann/Schütze*, § 5 Rz. 49; *Assmann* in *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, §§ 21–23 WpPG Rz. 47, § 20 VermAnlG Rz. 15; *Habersack* in *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Kapitalmarktinformation, § 29 Rz. 17; *Mülbert/Steup* in *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, Rz. 41.52. I.E. für Art. 7 VO Nr. 596/2014 auch *Krause* in *Meyer/Veil/Rönnau*, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 109; *Steinrück*, S. 44 f.

4 EuGH v. 11.3.2015 – C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162 – *Lafonta*, AG 2015, 388 Ls., 389 f. Rz. 30 ff.

5 Anders *Schäfer* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 14.26, der der Entscheidung Aussagen zur Kurserheblichkeit entnehmen zu können glaubt.

6 EuGH v. 11.3.2015 – C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162 – *Lafonta*, AG 2015, 388 Ls., 389 Rz. 30.

7 Dies und das Folgende *BaFin*, MAR (FAQ), III.6.b) S. 8.

8 Unstreitig, BGH v. 13.12.2011 – XI ZR 51/10 – IKB, BGHZ 192, 90 = AG 2012, 209, 213 Rz. 41: „Maßgeblich ist danach weder, ob der Handelnde die Information für kurserheblich hielt oder nicht, noch, ob der Kurs des betroffenen Papiers nach Bekanntwerden der Information tatsächlich eine Veränderung erfährt“.

9 Erwägungsgrund 1 RL 2003/124/EG (Rz. 8); Erwägungsgrund 14 VO Nr. 596/2014. Objektiv-nachträglicher Ex-ante-Prognose: BGH v. 13.12.2011 – XI ZR 51/10 – IKB, BGHZ 192, 90 = AG 2012, 209, 213 Rz. 41; BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518, 520 Rz. 22; BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 92 (in Bezug auf die Preiseinwirkung im Zusammenhang mit dem Manipulationsverbot); *Assmann*, AG 1994, 244; *Assmann*, ZGR 1994, 514; *Hopt/Kumpan* in *Schiman-sky/Bunte/Lwowski*, § 107 Rz. 54; *Klöhn* in *KölnKomm. WpHG*, § 13 WpHG Rz. 157; *Klöhn* in *Klöhn*, Art. 7 MAR Rz. 169, 176; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rz. 13.125; *Krause* in *Meyer/Veil/Rönnau*, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 101 ff.; *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, § 13 WpHG Rz. 129 ff.; *Panaris*, S. 104; *Renz/Rippel* in *BuB*, Rz. 7/697; *Rothenhöfer* in *Kümpel/Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 3.498; *Schäfer* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 14.24; *Schwark/Kruse* in *Schwark/Zimmer*, § 13 WpHG Rz. 44; *Sethe* in *Assmann/Schütze*, Kapitalanlagerecht, § 8 Rz. 66, 68. Zu Art. 7 VO Nr. 596/2014 auch *Grundmann* in *Staub*, Bd. 11/1, 5. Aufl. 2017, 6. Teil Rz. 353.

auf Informationen stützen, die ihnen vorab zur Verfügung stehen (Rz. 80), soll es – wie in demselben Erwägungsgrund 15 VO Nr. 596/2014 mit Blick auf die Tätigkeit der Aufsichts- und Verfolgungsbehörden ausgeführt wird¹ – allerdings nicht ausschließen, im Nachhinein vorliegende Informationen (Ex-post-Informationen) zur Überprüfung der Annahme zu verwenden, die in Fragen stehenden Informationen seien kurserheblich gewesen². Um der Gefahr vorzubeugen, die Kurserheblichkeit einer Information aus einer Ex-post-Betrachtung vorzunehmen, heißt in dem Erwägungsgrund allerdings auch, Ex-post-Informationen sollten allerdings nicht dazu verwendet werden, Maßnahmen gegen Personen zu ergreifen, die vernünftige Schlussfolgerungen aus den ihnen vorliegenden Ex-ante-Informationen gezogen haben. Deshalb ist es grundsätzlich zulässig, wenn der BGH im *DaimlerChrysler*-Fall auf der Grundlage der *Geltl*-Entscheidung des EuGH ausführt, soweit „von einer hinreichend präzisen Information über einen Aufsichtsratsbeschluss als künftig eintretenden Umstand auszugehen sein sollte, [habe] der nach Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung über den Aufsichtsratsbeschluss tatsächlich eingetretene Kursanstieg für die Beurteilung der Kursrelevanz *Indizwirkung*, wenn andere Umstände als das öffentliche Bekanntwerden der Insiderinformation für eine erhebliche Kursänderung praktisch ausgeschlossen werden“ könnten³. Dem entspricht die Deutung, die der Ex-ante-Betrachtung komplementäre Berücksichtigung ex-post bekannt werdender Umstände gemäß den Ausführungen in Erwägungsgrund 14 VO Nr. 596/2014 betreffe vor allem die Fehleinschätzung einer Information im Hinblick auf ihre Qualifikation als Insiderinformation und führe von der „Nichthaftung für Fehleinschätzung“ unter der ausschließlichen Geltung der Ex-ante-Beurteilung „zu einer Verfahrenshaftung mit Nachweislast der Verantwortlichen“⁴.

- 89 Zu den Marktgegebenheiten, mit denen ein durchschnittlich verständiger Anleger vertraut ist (Rz. 58), gehören auch alle aus der Ex-ante-Sicht zu berücksichtigen **Marktverhältnisse**⁵. Diese umfassen den Zustand und die Entwicklung sowohl des Gesamtmarkts als auch der in Betracht kommenden Branchen⁶. Zu den Marktverhältnissen im Einzelnen gehören nicht nur Umstände wie Marktenge und Volatilitäten in Bezug auf das konkrete Insiderpapier sowie allgemeine oder branchenspezifische Kurstrends, sondern auch solche wie der seit dem Eintritt der Tatsache bereits verstrichene und bis zur voraussichtlichen Veröffentlichung derselben noch bevorstehende Zeitraum⁷ oder die eventuelle sukzessive und vom Markt jeweils aufgenommene Vorbereitung des Publikums über bestimmte Entwicklungen⁸. Welche Umstände preisrelevant sind, ist eine Frage des Einzelfalls, weshalb die BaFin eine **zweistufige Prüfung der „Preisrelevanz“** von Informationen vorschlägt⁹: Auf der **ersten Stufe** sei „zu prüfen, ob der Umstand für sich allein betrachtet im Zeitpunkt des Handelns des Insiders (ex ante) nach allgemeiner Erfahrung ein erhebliches Preisbeeinflussungspotential haben“ könne. Dies könne „z.B. ein Übernahmeangebot sein, ein besonders wichtiger Vertragsschluss oder eine bedeutsame Erfindung, eine Gewinnwarnung oder drohende Insolvenz, eine Kapitalherabsetzung oder der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages, ... Dividendenänderungen ... [und] vor allem Dividendenkürzungen oder -streichungen“. Dagegen wiesen Personennachrichten „nur in Ausnahmefällen ein erhebliches Preisbeeinflussungspotential“ auf. Daran fehle es regelmäßig, wenn Nachrichten keine Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder betrafen, wohingegen dies bei Personen mit besonderer Bedeutung für das Unternehmen – wie Unternehmensgründern – anders sein könne¹⁰. Sodann seien auf einer **zweiten Stufe** „auch die im Zeitpunkt des Handelns vorliegenden oder absehbaren konkreten Umstände des Einzelfalls zu berücksichtigen, die das Preisbeeinflussungspotential erhöhen oder vermindern“ könnten.
- 90 **bb) Zukunftsbezogene Information und mehrstufige Entscheidungsvorgänge.** Zur Ermittlung der Kurs-erheblichkeit von **Informationen über zukünftige Umstände oder Ereignisse** i.S.v. Art. 7 Abs. 1 und Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 596/2014 ist auf frühere Ausführungen hierzu in Rz. 46 und Rz. 80 zu verweisen. Für **mehrstufige Entscheidungsvorgänge** im Allgemeinen und **Zwischenschritte in einem zeitlich gestreckten Vorgang** im Besonderen s. die Ausführungen Rz. 58.

1 So aber auch schon *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 35 („Indiz“).

2 Auch BGH v. 13.12.2011 – XI ZR 51/10 – IKB, BGHZ 192, 90 = AG 2012, 209, 213 Rz. 41 m.w.N.: Der „faktische Kursverlauf des Insiderpapiers [kann] nach Veröffentlichung dann Indizwirkung haben, wenn andere Umstände als das öffentliche Bekanntwerden der Insiderinformation für die erhebliche Kursänderung praktisch ausgeschlossen werden können“. Indizwirkung bejaht auch *Schäfer* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 14.24.

3 BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 518, 521 Rz. 31 m.w.N.

4 *Zetzsche* in *Gebauer/Teichmann*, § 7 C. Rz. 122.

5 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2009, S. 34; *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 92; *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, § 13 WpHG Rz. 132; *Rothenhöfer* in *Kümpel/Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 3.499; *Schäfer* in *Schäfer/Hamann*, Kapitalmarktgesetze, § 13 WpHG Rz. 50 ff.

6 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 35.

7 *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004, Rz. 16.114; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, 2002, Rz. 8.37.

8 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 35; *Fürhoff/Wölk*, WM 1997, 455; *Pananis*, S. 110 ff.; *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, § 13 WpHG Rz. 132.

9 *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 35.

10 Weitere Fallkonstellationen, denen in der Regel ein erhebliches Preisbeeinflussungspotenzial eigen, führt die *BaFin* im Zusammenhang Ad-hoc-Meldepflichten auf; *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, S. 53.

cc) Kurserheblichkeit in Bezug auf bestimmte Gattungen von Finanzinstrumenten. Bei der Beurteilung der Kurserheblichkeit einer Information ist zu berücksichtigen, dass unterschiedlichen **Gattungen von Finanzinstrumenten** ein unterschiedliches **Preisbeeinflussungspotenzial** zugeordnet werden kann. Dabei ist das Preisbeeinflussungspotenzial einer Gattung von Finanzinstrumenten umso höher, je mehr die mit der Anlage verbundenen Gewinnchancen des Anlegers von – in Bezug auf den Emittenten – inneren und äußeren Faktoren im Allgemeinen und dem Unternehmenserfolg des Emittenten im Besonderen abhängen. 91

So kann davon ausgegangen werden, dass **festverzinsliche Wertpapiere** wie die klassischen Schuldverschreibungen („Rentenpapiere“) ein erheblich geringeres Preisbeeinflussungspotenzial aufweisen als **Dividendenpapiere** (namentlich Aktien)¹, weil das Anlegerrisiko im ersteren Fall auf die Fähigkeit des Emittenten zur Zahlung des fixen Zinsbetrags beschränkt ist, während Dividenden der Höhe nach unbestimmt sind und vom Ausmaß des von zahlreichen Faktoren beeinflussbaren wirtschaftlichen Erfolgs des Emittenten abhängen. Das gilt in besonderem Maße, wenn der Emittent ausschließlich herkömmliche Schuldverschreibungen zum Börsenhandel zugelassen hat: Hier wird in der Regel die Kurserheblichkeit einer Information nur dann anzunehmen sein, „wenn die Erfüllung der mit dem Finanzinstrument verbundenen Verpflichtungen des Emittenten (z.B. Rückzahlung, Zinszahlung) aufgrund der der Information zugrunde liegenden Umstände beeinträchtigt wäre“². Entsprechend gering ist das allgemeine Preisbeeinflussungspotenzial eines **Genussscheins**, wenn die Rendite desselben lediglich davon abhängt, dass der Emittent keinen Bilanzverlust erleidet³. 92

Die Beantwortung der Frage, ob eine Insiderinformation geeignet ist, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis eines Insiderpapiers erheblich zu beeinflussen, stellt vor Schwierigkeiten, wenn es um ein Insiderpapier geht, für das gem. Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. a und b VO Nr. 596/2014 **nur ein Antrag auf Zulassung zum Handel** auf einem geregelten Markt oder in einem multilateralen Handelssystem vorliegt. Soweit sich für die fraglichen Finanzinstrumente bereits ein Markt und ein Marktpreis gebildet hat, kann die **Kurserheblichkeit** der Insiderinformation auf der Grundlage der diesbezüglichen Preisinformationen beurteilt werden⁴. Ist dies nicht der Fall, ist auf den zu erwartenden Ausgabepreis oder die diesbezüglich zu erwartende Preisspanne abzustellen. Wurde bereits ein sog. Basisprospekt veröffentlicht und im Rahmen der Zeichnungsfrist eine Preisspanne genannt, so kann sich die Kurserheblichkeit einer Information auch daraus ergeben, dass sie Umstände betrifft, deren Veränderung den Prospekt unrichtig macht, eine Nachtragspflicht auslöst und damit auch eine Änderung der Preisspanne erwarten lässt⁵. In gleicher Weise sollen selbst „Markteinschätzungen für die zu erwartende Preisspanne oder Bewertungen für das Unternehmen“ die Grundlage für „eine hypothetische Bewertung des erheblichen Preisbeeinflussungspotentials“ des fraglichen Papiers erlauben⁶, obwohl sich Markteinschätzungen nicht verlässlich ermitteln und zum Gegenstand einer Aussage über ihre Veränderung machen lassen. 93

dd) Kanon kurserheblicher Umstände. Weder der zur Beurteilung der Kurserheblichkeit einer Information unter Art. 7 Abs. 1 VO Nr. 596/2014 maßgebliche Anreiz-Test (Rz. 82 ff.) noch der Umstand, dass bei der Prognose über den Eintritt eines erheblichen Kursauschlags die Umstände des Einzelfalls – d.h. die Lage des Unternehmens sowie die Verfassung des Gesamtmarkts und der Branche, in der das Unternehmen agiert – zu berücksichtigen sind (Rz. 89), steht der Aufstellung eines **Katalogs von im Allgemeinen kurserheblichen Tatsachen** entgegen. Vielmehr vermag ein Kanon regelmäßig kurserheblicher Umstände und Ereignisse die **Rechtsanwendung** zu systematisieren und zu erleichtern. Sie ist vor allem dann hilfreich, wenn man der schon aus pragmatischen Gründen der Rechtsanwendung sinnvollen **zweistufige Prüfung der „Preisrelevanz“** von Informationen folgt, wie sie die Bafin vorschlägt, denn diese verlangt auf der ersten Stufe „zu prüfen, ob der Umstand für sich allein betrachtet im Zeitpunkt des Handelns des Insiders (ex ante) nach allgemeiner Erfahrung ein erhebliches Preisbeeinflussungspotential haben“ könne (dazu Rz. 89). 94

Ein **Katalog mit in der Regel kurserheblichen Vorgängen** findet sich – im Zusammenhang mit der Darstellung von nach § 15 Abs. 1 WpHG a.F. veröffentlichungspflichtigen Insiderinformationen – im **Emittentenleitfaden** der BaFin⁷. Dort werden – ohne weiteres übertragbar auf Art. 7 VO Nr. 596/2014, weil dieser gegenüber der RL 2003/6/EG (Rz. 2) und dem diese umsetzenden § 13 WpHG a.F. insoweit keine Änderungen bringt – in keineswegs abschließender Erfassung als regelmäßig kurserheblich angeführt: 95

- Veräußerung von Kerngeschäftsfeldern, Rückzug aus oder Aufnahme von neuen Kerngeschäftsfeldern,
- Verschmelzungsverträge, Eingliederungen, Ausgliederungen, Umwandlungen, Spaltungen sowie andere wesentliche Strukturmaßnahmen,
- Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsverträge,

1 BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 54.

2 BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 54.

3 BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 54.

4 BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 52.

5 In der Sache wie BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 52.

6 In der Sache wie BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 52.

7 BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 53.

- Erwerb oder Veräußerung von wesentlichen Beteiligungen,
 - Übernahme- und Abfindungs-/Kaufangebote,
 - Kapitalmaßnahmen (inkl. Kapitalberichtigung),
 - wesentliche Änderung der Ergebnisse der Jahresabschlüsse oder Zwischenberichte gegenüber früheren Ergebnissen oder Marktprognosen,
 - wesentliche Änderung des Dividendensatzes,
 - bevorstehende Zahlungseinstellung/Überschuldung, Verlust nach § 92 AktG/kurzfristige Kündigung wesentlicher Kreditlinien,
 - Verdacht auf Bilanzmanipulation, Ankündigung der Verweigerung des Jahresabschlusstests durch den Wirtschaftsprüfer,
 - erhebliche außerordentliche Aufwendungen (z.B. nach Großschäden oder Aufdeckung krimineller Machenschaften) oder erhebliche außerordentliche Erträge,
 - Ausfall wesentlicher Schuldner,
 - Abschluss, Änderung oder Kündigung besonders bedeutender Vertragsverhältnisse (einschließlich Kooperationsabkommen),
 - Restrukturierungsmaßnahmen mit erheblichen Auswirkungen auf die künftige Geschäftstätigkeit,
 - bedeutende Erfindungen, Erteilung bedeutender Patente und Gewährung wichtiger (aktiver/passiver) Lizenzen,
 - maßgebliche Produkthaftungs- oder Umweltschadensfälle,
 - Rechtsstreitigkeiten von besonderer Bedeutung,
 - überraschende Veränderungen in Schlüsselpositionen des Unternehmens (z.B. Vorstandsvorsitzender, Aufsichtsratsvorsitzender, überraschender Ausstieg des Unternehmensgründers),
 - überraschender Wechsel des Wirtschaftsprüfers,
 - Antrag des Emittenten auf Widerruf der Zulassung zum organisierten Markt, wenn nicht noch an einem anderen inländischen organisierten Markt eine Zulassung aufrechterhalten wird,
 - Lohnsenkungen oder Lohnerhöhungen, die nur den Emittenten betreffen,
 - Beschlussfassung des Vorstandes, von der Ermächtigung der Hauptversammlung zur Durchführung eines Rückkaufprogramms Gebrauch zu machen.
- 96 **III. Insiderinformationen in Bezug auf spezielle Finanzinstrumente und Kundenaufträge (Art. 7 Abs. 1 lit. b-d VO Nr. 596/2014). 1. Insiderinformationen in Bezug auf Warenderivate (Art. 7 Abs. 1 lit. b, Abs. 2, 3 und 4 Unterabs. 1 sowie Abs. 5 VO Nr. 596/2014).** Art. 7 Abs. 1 lit. b VO Nr. 596/2014 enthält eine **Warenderivate betreffende Sonderregelung**¹ zur Grunddefinition von Insiderinformationen nach Art. 7 Abs. 1 lit. a VO Nr. 596/2014, die weitgehend der Regelung entspricht, wie sie sich aus dem Zusammenwirken von Art. 1 Abs. 1 Nr. 1 Satz 2 RL 2003/6/EG vom 28.1.2003 (Rz. 2) und Art. 4 lit. b der RL 2004/72/EG² ergab und in § 13 Abs. 1 Satz 4 Nr. 2 WpHG a.F. umgesetzt wurde. Dabei greift die Bestimmung sämtliche Begriffselemente einer Insiderinformation nach der Grunddefinition auf, schränkt aber den Kreis der als Insiderinformationen in Betracht kommenden Informationen ein. Sie kann deshalb nicht bloß als Regelbeispiel einer bereits nach Art. 7 Abs. 1 lit. a VO Nr. 596/2014 als Insiderinformation zu qualifizierenden Information zu Warenderivaten oder als sich auf diese Vorschrift beziehende, der Rechtssicherheit dienende Klarstellung verstanden werden, in letzterer Hinsicht dergestalt, dass präzise Informationen nicht nur solche sein können, die sich direkt oder indirekt auf Warenderivate beziehen, sondern auch solche, die direkt damit Warenderivaten verbundene Waren-Spot-Kontrakte betreffen. Das bedeutet, dass in Bezug auf Warenderivate nur die in Art. 7 Abs. 1 lit. b VO Nr. 596/2014 bezeichneten Informationen Insiderinformationen sein können und es nicht zulässig ist, Informationen, die nach dieser Bestimmung keine Insiderinformationen sind, über die Grunddefinition des Art. 7 Abs. 1 lit. a VO Nr. 596/2014 als Insiderinformationen zu qualifizieren.
- 97 Die **Sonderregelung** trägt nach Erwägungsgrund 20 Satz 1 VO Nr. 596/2014 dem Umstand Rechnung, dass Spotmärkte – d.h. nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 16 VO Nr. 596/2014 Warenmärkte, an dem Waren auf der Grundlage von Waren-Spot-Kontrakten (Art. 3 Abs. 1 Nr. 15 VO Nr. 596/2014) gegen bar verkauft und bei Abwicklung des Geschäfts unverzüglich geliefert werden, sowie andere Märkte, die keine Finanzmärkte sind, beispielsweise Warenterminmärkte – und die dazugehörigen Derivatmärkte in hohem Maße vernetzt sind. So können, wie es in Erwägungsgrund 20 VO Nr. 596/2014 weiter heißt, „Insiderinformationen von einem Spotmarkt einer Per-

1 *Grundmann* in Staub, Bd. 11/1, 5. Aufl. 2017, 6. Teil Rz. 357; *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 183.

2 Richtlinie 2004/72/EG vom 29. April 2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen [...], ABl. EU Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70.

son nützlich sein, die an einem Finanzmarkt handelt“. Deshalb, so wird dort weiter ausgeführt, sollten die Bestimmung des Begriffs Insiderinformationen „in Bezug auf ein Warenderivat ... besagen, dass es sich dabei um Informationen handelt, die sowohl der allgemeinen Bestimmung des Begriffs ‚Insiderinformationen‘ in Bezug auf die Finanzmärkte entsprechen und die im Einklang mit Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Union oder der Mitgliedstaaten, Handelsregeln, Verträgen oder Regeln auf dem betreffenden Warenderivat- oder Spotmarkt offengelegt werden müssen“. Das ist in Art. 7 Abs. 1 lit. b VO Nr. 596/2014 geschehen, indem *erstens* nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt ein oder mehrere Warenderivate oder direkt damit verbundene Waren-Spot-Kontrakte betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Derivate oder damit verbundener Waren-Spot-Kontrakte erheblich zu beeinflussen, Insiderinformationen sein können, *vorausgesetzt zweitens*, es handelt sich um Informationen, die nach Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Union oder der Mitgliedstaaten, Handelsregeln, Verträgen, Praktiken oder Regeln auf dem betreffenden Warenderivate- oder Spotmarkt **offengelegt werden müssen** bzw. deren **Offenlegung nach vernünftigem Ermessen erwartet werden kann**.

Als „wichtige Beispiele für solche Regeln“ nennt Erwägungsgrund 20 „die Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 für den Energiemarkt und die Datenbank der Gemeinsamen Initiative: Daten aus dem Mineralölsektor (Joint Organisations Database Initiative – JODI) für Erdöl“. Für Derivate, die Energiegroßhandelsprodukte sind¹, sollen nach Erwägungsgrund 18 Satz 2 VO Nr. 596/2014 insbesondere Informationen, die gemäß der VO Nr. 1227/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates offengelegt werden müssen, als Insiderinformationen betrachtet werden. Dessen ungeachtet gibt die ESMA nach **Art. 7 Abs. 5 Satz 1 VO Nr. 596/2014** und nach Maßgabe von dessen Satz 2 Leitlinien für die Erstellung einer „nicht erschöpfenden **indikativen Liste von Informationen gem. Abs. 1 Buchstabe b** heraus, deren Offenlegung nach vernünftigem Ermessen erwartet werden kann oder die nach Rechts- und Verwaltungsvorschriften des Unionsrechts oder des nationalen Rechts, Handelsregeln, Verträgen, Praktiken oder Regeln auf den in Abs. 1 Buchstabe b genannten betreffenden Warenderivate- oder Spotmärkten offengelegt werden müssen“.

Auch für Informationen in Bezug auf Warenderivate ist im Hinblick auf die Definition dessen, was eine **präzise Information** darstellt, die Vorschrift des Art. 7 Abs. 2 und Abs. 3 VO Nr. 596/2014 und im Hinblick darauf, wann eine Information **kurserheblich**, d.h. geeignet ist, den Kurs von Warenderivaten und damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakten oder auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekten spürbar zu beeinflussen, die Vorschrift des Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 anzuwenden.

2. Insiderinformationen in Bezug auf Emissionszertifikate (Art. 7 Abs. 1 lit. c und Abs. 2, 3 und 4 VO Nr. 596/2014). Den Finanzinstrumenten als Bezugspunkt von Insiderinformationen wurden mit der Marktmissbrauchsverordnung Emissionszertifikate hinzugefügt (Rz. 2; Vor Art. 7 ff. VO Nr. 596/2014 Rz. 21). Bei diesen handelt es sich um ein Zertifikat, das aus Anteilen besteht, deren Übereinstimmung mit den Anforderungen der RL 2003/87/EG über ein System für den Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten in der Gemeinschaft anerkannt ist (Art. 3 Abs. 1 Nr. 19 VO Nr. 596/2014; Art. 3 VO Nr. 596/2014 Rz. 28). In Bezug auf Emissionszertifikate und darauf beruhende Auktionsobjekte stellen nach Art. 7 Abs. 1 lit. c VO Nr. 596/2014 solche nicht öffentlich bekannten präzisen Informationen **Insiderinformationen** dar, die direkt oder indirekt ein oder mehrere Finanzinstrumente dieser Art betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Abgesehen davon, dass nach der Vorschrift auch Informationen in Bezug auf Auktionsobjekte in vorstehendem Sinne Insiderinformationen sein können, stellt sie im Wesentlichen keine Sonderregelung, sondern lediglich eine Klarstellung zu Art. 7 Abs. 1 lit. a VO Nr. 596/2014 dar.

Auch für Informationen in Bezug auf Emissionszertifikate ist im Hinblick auf die Definition dessen, was eine **präzise Information** ist, die Vorschrift des Art. 7 Abs. 2 und Abs. 3 VO Nr. 596/2014 und im Hinblick darauf, wann eine Information **kurserheblich**, d.h. geeignet ist, den Kurs von auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekten spürbar zu beeinflussen, die Vorschrift des Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 anzuwenden. Insbesondere ist auch hier eine Ex-ante-Prognose der Kurserheblichkeit vorzunehmen und die spätere Kursentwicklung allenfalls als Indiz für dieselbe heranzuziehen (Rz. 88). Vor dem Hintergrund der Festlegung von Mindestschwellen, die gegeben sein müssen, damit ein Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate einer Veröffentlichungspflicht von Insiderinformationen in Bezug auf Emissionszertifikate nach Art. 17 Abs. 2 VO Nr. 596/2014 unterliegt (s. dazu Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rz. 258), geht die BaFin davon aus, „dass Preisbeeinflussungen derzeit vor dem Hintergrund der aktuellen kostenlosen Zuteilungsquote für bestimmte Teilnehmer ein in der Regel eher höheres CO₂-Volumen voraussetzen“². Für die Bestimmung der **Kurserheblichkeit** von Informationen in Bezug auf Emissionszertifikate oder darauf beruhende Auktionsobjekte kommt die **Sonderregelung in Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 2 VO Nr. 596/2014** hinzu, der zufolge im Fall von Teilneh-

¹ Das sind nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 22 i.V.m. Art. 2 Nr. 4 Unterabs. 1 lit. b und d VO Nr. 1227/2011 Derivate, die Strom oder Erdgas betreffen, das/der in der Union erzeugt, gehandelt oder geliefert wurde, bzw. Derivate, die sich auf den Transport von Strom oder Erdgas in der Union beziehen; s. dazu Art. 3 VO Nr. 596/2014 Rz. 31 ff.

² BaFin, Art. 17 Abs. 2 MAR – Emissionszertifikate (FAQs), S. 3.

mern am Markt für Emissionszertifikate mit aggregierten Emissionen oder einer thermischen Nennleistung in Höhe oder unterhalb des gem. Art. 17 Abs. 2 Unterabs. 2 VO Nr. 596/2014 festgelegten Schwellenwerts von den Informationen über die physischen Aktivitäten dieser Teilnehmer angenommen wird, dass sie keine erheblichen Auswirkungen auf die Preise der Emissionszertifikate und der auf diesen beruhenden Auktionsobjekte oder auf damit verbundene Finanzinstrumente haben. Darüber hinaus kann der **konzerneingebundene Teilnehmer** am Markt für Emissionszertifikate erhebliche Schwierigkeiten bei der Beurteilung der Kurserheblichkeit von ihm betreffenden Ereignissen oder Maßnahmen haben. Diese können sich deshalb einstellen, weil der Adressat der Mitteilungspflicht der einzelne Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate ist, die Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 2 VO Nr. 596/2014 sich inhaltlich aber auf Luftverkehr und Anlagen erstreckt, „die der betreffende Marktteilnehmer, dessen Mutterunternehmen oder ein verbundenes Unternehmen besitzt oder kontrolliert und für dessen betriebliche Angelegenheiten der Marktteilnehmer, dessen Mutterunternehmen oder ein verbundenes Unternehmen vollständig oder teilweise verantwortlich ist“. Vor diesem Hintergrund ist der einzelne Teilnehmer daher unter Umständen „nicht in der Lage, abschließend zu bestimmen, ob das ihn betreffende Ereignis bezogen auf den Gesamtkonzern überhaupt eine Kursrelevanz besitzt“. Die BaFin verlangt deshalb, dass „innerhalb eines Konzerns Strukturen geschaffen werden, die eine zügige Weiterleitung und Weiterverarbeitung der Information gewährleisten“¹.

- 102 **3. Insiderinformationen im Zusammenhang mit der Ausführung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente (Art. 7 Abs. 1 lit. d VO Nr. 596/2014).** Für Personen, die mit der Ausführung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente beauftragt sind, sind Insiderinformationen auch die ihnen von einem Kunden mitgeteilt wurden und sich auf die noch nicht ausgeführten Aufträge des Kunden in Bezug auf Finanzinstrumente beziehen, vorausgesetzt die Informationen erfüllen im Übrigen die Voraussetzungen einer Insiderinformation, d.h. sie sind – wie in Art. 7 Abs. 1 lit. d VO Nr. 596/2014 aufgeführt – präzise, betreffen direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente und wären, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet, den Kurs dieser Finanzinstrumente, damit verbundener Waren-Spot-Kontrakte oder zugehöriger derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Dabei handelt es sich in der Sache lediglich um eine Klarstellung, da die in Art. 7 Abs. 1 lit. d VO Nr. 596/2014 umschriebenen Informationen bereits nach Art. 7 Abs. 1 lit. a VO Nr. 596/2014 Insiderinformationen darstellen. Die Bestimmung erfasst Informationen, die als Insiderinformationen die Grundlage des sog. **Frontrunning** bilden, d.h. die Verwendung von Informationen über einen Kundenauftrag, um vor der Ausführung des nicht öffentlich bekannten kurserheblichen Auftrags selbst Finanzinstrumente zu erwerben oder zu veräußern, auf die sich der Auftrag bezieht².
- 103 Die Vorschrift entspricht nahezu wortgetreu Art. 1 Nr. 1 Unterabs. 3 RL 2003/6/EG vom 28.1.2003 (Rz. 2), wie sie in dem § 13 Abs. 1 Satz 4 Nr. 1 WpHG a.F. umgesetzt wurde. Letzterer wurde seinerzeit als „Regelbeispiel“ zur Grundregel des § 13 Abs. 1 Sätze 1–3 WpHG a.F. verstanden³. Deshalb war es schon seinerzeit unschädlich, dass die Umsetzung von Art. 1 Nr. 1 Unterabs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie in § 13 Abs. 1 Satz 4 Nr. 1 WpHG a.F. möglicherweise einen weiteren **Anwendungsbereich** aufwies als die umzusetzende Vorschrift⁴: Während die Auftragsinformationen nach der Formulierung des § 13 Abs. 1 Satz 4 Nr. 1 WpHG a.F. für jede Person, die von diesen Kenntnis erlangten⁵, ließ sich Art. 1 Nr. 1 Unterabs. 3 RL 2003/6/EG und lässt sich Art. 7 Abs. 1 lit. d VO Nr. 596/2014 so deuten, dass die Kundeninformationen nur für die beauftragte Person – die Vorschrift gilt ihrem Wortlaut nach nur „für Personen, die mit der Ausführung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente beauftragt sind“ – und nicht einmal für die mit der Ausführung des Auftrags betraute Mitarbeiter Insiderinformation sind. Wäre dem so, wäre dies mit der Zielsetzung des Insiderrechts (Vor Art. 7 ff. VO Nr. 596/2014 Rz. 29f.) nicht vereinbar⁶, da solche Informationen auch für andere Personen als den Beauftragten einen Wissensvorsprung darstellen, der sich zur Erzielung ungerechtfertigter Sondervorteile nutzen ließe. Ob Art. 7 Abs. 1 lit. d VO Nr. 596/2014 deshalb dahingehend auszulegen ist, dass diese Bestimmung auch solche Personen erfasst, die von der nicht öffentlich bekannten kursrelevanten Kundeninformation Kenntnis haben, kann aber dahinstehen, da diese Informationen bereits nach Art. 7 Abs. 1 lit. a VO Nr. 596/2014 Insiderinformationen darstellen⁷.
- 104 Schon an dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, dass die auftragsgemäße **Ausführung des eine Insiderinformation darstellenden Auftrags** nicht als Verwendung der Insiderinformation durch den Beauftragten anzusehen ist. Dazu heißt es im Erwägungsgrund 30 VO Nr. 596/2014 im Zusammenhang mit legitimen Handlungen im Hinblick auf das Marktmanipulationsverbot von Art. 15, 12 VO Nr. 596/2014: Beschränken sich die „zur Aus-

1 Dieses Zitat und die vorstehenden Zitate sind entnommen *BaFin*, Art. 17 Abs. 2 MAR – Emissionszertifikate (FAQs), S. 3f.

2 *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 71. Für Art. 7 und 8 VO Nr. 596/2014 ebenso *Grundmann* in Staub, Bd. 11/1, 5. Aufl. 2017, 6. Teil Rz. 352; *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 306; *Krause* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rz. 193.

3 *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 69.

4 Hierzu *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 72, nach welcher die Umsetzung als nicht zu weit geraten angesehen wurde.

5 *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 70f.

6 So schon *Assmann* in 6. Aufl., § 13 WpHG Rz. 72.

7 Ohne nähere Begründung ebenso *Klöhn* in Klöhn, Art. 7 MAR Rz. 305.

führung von Aufträgen für Rechnung Dritter, die über Insiderinformationen verfügen, befugte Personen auf die pflichtgemäße Ausführung der Stornierung oder Änderung eines Auftrags, so sollte dies nicht als Nutzung von Insiderinformationen gelten. Der in dieser Verordnung vorgesehene Schutz ... für Personen, die befugt sind, im Namen Dritter, die über Insiderinformationen verfügen, Aufträge auszuführen“, erstreckt sich jedoch „nicht auf Tätigkeiten, die gemäß dieser Verordnung eindeutig verboten sind, so u.a. die gemeinhin als ‚Fronttrading‘ bekannte Praxis (Eigengeschäfte in Kenntnis von Kundenaufträgen).“

IV. Leitlinien für Informationen in Bezug auf Warenderivate nach Art. 7 Abs. 1 lit. b VO Nr. 596/2014 105
(Art. 7 Abs. 5 VO Nr. 596/2014). Art. 7 Abs. 1 lit. b VO Nr. 596/2014 bestimmt, dass in Bezug auf Warenderivate (zum Begriff s. Art. 3 Abs. 1 Nr. 24 VO Nr. 596/2014 und die Erläuterungen dazu in Art. 3 VO Nr. 596/2014 Rz. 35 ff.) nur solche nicht öffentlich bekannten präzisen Informationen als Insiderinformationen zu betrachten sind, die direkt oder indirekt ein oder mehrere Derivate dieser Art oder direkt damit verbundene Waren-Spot-Kontrakte (zum Begriff s. Art. 3 Abs. 1 Nr. 15 VO Nr. 596/2014 und die Erläuterungen dazu in Art. 3 VO Nr. 596/2014 Rz. 24) betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Derivate oder damit verbundener Waren-Spot-Kontrakte erheblich zu beeinflussen, und bei denen es sich *darüber hinaus* um solche Informationen handelt, die nach Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Union oder der Mitgliedstaaten, Handelsregeln, Verträgen, Praktiken oder Regeln auf dem betreffenden Warenderivate- oder Spotmarkt **offengelegt werden müssen** bzw. deren **Offenlegung nach vernünftigem Ermessen erwartet werden kann** (Rz. 96 ff.). Nach Art. 7 Abs. 5 VO Nr. 596/2014 hat die BaFin – nicht zuletzt im Hinblick auf den Schutz potenzieller Anleger (Erwägungsgrund 36 VO Nr. 596/2014) und kleinerer und mittlerer Unternehmen als Emittenten (Erwägungsgrund 55 VO Nr. 596/2014) – **Leitlinien** zu einer nicht erschöpfenden indikativen Liste von Informationen herauszugeben, die diese Zusatzanforderung erfüllen.

Solche **Leitlinien** hat die ESMA am 17.1.2017 **vorgelegt**¹. Mit Schreiben vom 7.3.2017² (dazu schon Vor Art. 7 ff. VO Nr. 596/2014 Rz. 32) gab die BaFin bekannt, sie habe ESMA – entsprechend ihrer Pflicht nach Ziff. 4.2 der Leitlinien – mitgeteilt, diesen Leitlinien nachzukommen; sie ziehe „daher nunmehr im Rahmen ihrer Verwaltungspraxis diese Leitlinien zur Konkretisierung der Voraussetzungen des Art. 7 Abs. 1 Buchstabe b der MAR heran“.

Art. 8 Insidergeschäfte

(1) Für die Zwecke dieser Verordnung liegt ein Insidergeschäft 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. 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. In Bezug auf Versteigerungen von Emissionszertifikaten oder anderen darauf beruhenden Auktionsobjekten, die gemäß der Verordnung (EU) Nr. 1031/2010 gehalten werden, 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.

(2) Für die Zwecke dieser Verordnung liegt eine Empfehlung zum Tätigen von Insidergeschäften oder die Verleitung Dritter hierzu vor, wenn eine Person über Insiderinformationen verfügt und

- a) auf der Grundlage dieser Informationen Dritten empfiehlt, Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, zu erwerben oder zu veräußern, oder sie dazu verleitet, einen solchen Erwerb oder eine solche Veräußerung vorzunehmen, oder
- b) auf der Grundlage dieser Informationen Dritten empfiehlt, einen Auftrag, der ein Finanzinstrument betrifft, auf das sich die Informationen beziehen, zu stornieren oder zu ändern, oder sie dazu verleitet, eine solche Stornierung oder Änderung vorzunehmen.

(3) Die Nutzung von Empfehlungen oder Verleitungen gemäß Absatz 2 erfüllt den Tatbestand des Insidergeschäfts im Sinne dieses Artikels, wenn die Person, die die Empfehlung nutzt oder der Verleitung folgt, weiß oder wissen sollte, dass diese auf Insiderinformationen beruht.

¹ ESMA, MAR-Leitlinien Informationen über Warenderivatmärkte oder verbundene Spotmärkte im Hinblick auf die Definition von Insiderinformationen über Warenderivate vom 17.1.2017, ESMA/2016/1480, deutsche Sprachfassung: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1480_de.pdf. Zum Anwendungsbereich dieser Leitlinien führt die ESMA S. 3 aus, diese Leitlinien hätten Geltung „für zuständige Behörden und Anleger, Finanzintermediäre, Betreiber von Handelsplätzen und Personen, die gewerbsmäßig Geschäfte mit Warenderivaten vermitteln oder ausführen (gemeinsam bezeichnet als ‚Marktteilnehmer‘)“.

² GZ: WA 27-Wp 2001-2017/0010, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Anlage/170307_MAR_Leitlinien_Warenderivatemaerkte_Spotmaerkte.html.