

## Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht

Bearbeitet von

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

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

ISBN 978 3 406 69435 6

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

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

Zu [Leseprobe](#) und [Sachverzeichnis](#)

schnell und portofrei erhältlich bei



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

Meyer/Veil/Rönnau  
Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht

**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

# Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht

Herausgegeben von

**Dr. Andreas Meyer**

Rechtsanwalt in Königstein i.Ts.

**Univ.-Prof. Dr. Thomas Rönnau**

Bucerius Law School in Hamburg

**Univ.-Prof. Dr. Rüdiger Veil**

Ludwig-Maximilians-Universität München

Bearbeitet von den Herausgebern und

*Annika Anschütz*, London; *Dr. Hendrik Brinckmann*, Berlin; *Dr. Alexander Brüggemeier*,  
Hamburg; *Michaela Göttler*, Rechtsanwältin in Wilhelmsfeld; *Stefan Haupt*, Frankfurt aM;  
*Dipl.-Kfm. Dr. Hartmut Krause*, LL. M. Rechtsanwalt und Notar in Frankfurt aM;  
*Maximilian Kunzelmann*, Hamburg; *Michael Leibold*, Rechtsanwalt in Stuttgart;  
*Dr. Nikita Litsoukov*, Frankfurt aM; *Dr. Michael Racky*, Rechtsanwalt in Bad Soden a. T.;  
*Hartmut T. Renz*, Rechtsanwalt in Frankfurt aM; *Dr. Kay Rothenhöfer*, Rechtsanwalt  
in Frankfurt aM; *Dr. Joachim Schelm*, Rechtsanwalt in Frankfurt aM; *Martina Stegmaier*,  
Rechtsanwältin in Frankfurt aM; *Dr. Lars Teigelack*, Staatsanwalt in Dortmund;  
*Kilian Wegner*, Rechtsreferendar, Berlin; *Tilman Wink*, LL. M., Rechtsanwalt in  
Frankfurt aM; *Dr. Christoph Wolf*, LL. M., Rechtsanwalt in Frankfurt aM

1. Auflage 2018



Zitiervorschlag  
*Bearbeiter* in Meyer/Veil/Rönnau HdB Marktmisbrauchsrecht § 1 Rn. 1



**www.beck.de**

ISBN 978 3 406 69435 6

© 2018 Verlag C. H. Beck oHG  
Wilhelmstraße 9, 80801 München

Druck und Bindung: Kösel GmbH & Co. KG  
Am Buchweg 1, 87452 Altusried-Krugzell

Satz: Druckerei C. H. Beck Nördlingen

Gedruckt auf säurefreiem, alterungsbeständigem Papier  
(hergestellt aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff)

## Vorwort

Das Marktmisbrauchsrecht hat sich seit der ersten europäischen Harmonisierung vor knapp 25 Jahren rasant weiter entwickelt. Den letzten Höhepunkt bildeten die Verabschiedung der Marktmisbrauchs-Verordnung und der Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen im Jahr 2014. Für die Praxis bedeutet dieses seit dem 3. Juli 2016 anwendbare neue Regime eine gewaltige Herausforderung. Dies liegt zunächst an der Komplexität der Materie. Mehrere europäische Regelungsebenen werden ergänzt durch nationale Vorschriften. Dazu gesellen sich Leitlinien und Q&A-Papiere der ESMA und BaFin. Orientierung in diesem Dickicht tut not. Problematisch ist zudem die schlechte Qualität der europäischen Verordnung, die sich in fehlerhaften Übersetzungen zeigt, aber auch einer fehlenden Systematik, die aus deutscher Perspektive schmerzlich vermisst wird. Schließlich hat der europäische Gesetzgeber ein Großteil der Regelungen erheblich verschärft. Die Auslegung der neuen Vorschriften wirft zahlreiche Fragen auf, die mangels einschlägiger Rechtsprechung als ungeklärt bezeichnet werden müssen. Angesichts strengerer strafrechtlicher Sanktionen und einer weitreichenden privatrechtlichen Haftung besteht großer Erläuterungsbedarf.

Vor diesem Hintergrund will dieses Buch der Praxis ein Ratgeber sein und zur wissenschaftlichen Diskussion über das Marktmisbrauchsrecht einen Beitrag leisten. Es behandelt die Insider- und Marktmisbrauchsverbote, die Offenlegungspflichten für Emittenten und Geschäftsleiter und die Anforderungen an Finanzanalysen. Außerdem geht es auf die Aufgaben und Befugnisse der BaFin und ESMA ein und stellt ausführlich die strafrechtlichen Sanktionen und die privatrechtliche Haftung dar.

Unser herzlicher Dank gilt den Autorinnen und Autoren für ihre sachkundigen Beiträge – ohne sie wäre dieses Buch nicht entstanden. Die redaktionellen Aufgaben hat Herr Christian Voigt, wissenschaftlicher Mitarbeiter am Münchener Lehrstuhl, zuverlässig und mit großer Umsicht geschultert; dafür danken wir ihm sehr. Dank schulden wir auch den studentischen Mitarbeiterinnen Sophie Arndt und Jasmin Gärth sowie dem studentischen Mitarbeiter Leon Albrecht für ihre wertvolle Unterstützung.

Frankfurt/Main, München und  
Hamburg im Januar 2018

*Andreas Meyer, Rüdiger Veil,  
Thomas Rönnau*

**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

## Inhaltsübersicht

Vorwort .....	V
Inhaltsverzeichnis .....	IX
Bearbeiterverzeichnis .....	XXV
Abkürzungsverzeichnis .....	XXVII
Literaturverzeichnis .....	XXXV
<b>A. Grundlagen .....</b>	1
§ 1 Historie .....	1
§ 2 Rechtsquellen .....	10
§ 3 Gegenstand der Rechtsakte und Anwendungsbereiche .....	23
§ 4 Begriffsbestimmungen .....	34
<b>B. Insiderrecht .....</b>	65
§ 5 Grundlagen .....	65
§ 6 Begriff der Insiderinformation .....	74
§ 7 Insiderhandelsverbot .....	138
§ 8 Offenlegungsverbot .....	167
§ 9 Empfehlungs- und Verleitungsverbot .....	213
§ 10 Veröffentlichungen von Insiderinformationen .....	225
§ 11 Insiderliste .....	276
<b>C. Verbot der Marktmanipulation .....</b>	295
§ 12 Grundlagen .....	295
§ 13 Informationsgestützte Manipulation .....	303
§ 14 Handels- und handlungsgestützte Manipulation .....	325
§ 15 Benchmark-Manipulation .....	352
§ 16 Zulässige Marktplaxis .....	367
<b>D. Ausnahmen vom Marktmisbrauchsrecht .....</b>	379
§ 17 Ausnahmen für Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen .....	379
§ 18 Ausnahmen für Maßnahmen im Rahmen der Geldpolitik, der Staatsschuldenverwaltung und der Klimapolitik .....	410
<b>E. Eigengeschäfte von Führungskräften .....</b>	413
§ 19 Offenlegungspflichten .....	413
§ 20 Handelsverbote .....	443
<b>F. Anlageempfehlungen .....</b>	457
§ 21 Begriff und Anwendungsbereich .....	457
§ 22 Allgemeine Anforderungen .....	479
§ 23 Besondere Anforderungen .....	502
<b>G. Verfahrens- und Organisationspflichten .....</b>	527
§ 24 Meldungen und Liste der Finanzinstrumente .....	527
§ 25 Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmisbrauch, Meldung von Verstößen einschließlich Whistleblower Protection .....	530
<b>H. Aufsicht .....</b>	543
§ 26 Aufgaben und Befugnisse der BaFin .....	543
§ 27 Aufgaben und Befugnisse der ESMA .....	566
<b>I. Sanktionen .....</b>	579
§ 28 Straftaten .....	583
§ 29 Verfolgung als Ordnungswidrigkeit .....	653
§ 30 Bekanntmachung von Maßnahmen, insbesondere Sanktionen .....	677
§ 31 Privatrechtliche Haftung .....	695
Stichwortverzeichnis .....	725

**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

## Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	V
Inhaltsverzeichnis .....	IX
Bearbeiterverzeichnis .....	XXV
Abkürzungsverzeichnis .....	XXVII
Literaturverzeichnis .....	XXXV
<b>A. Grundlagen .....</b>	<b>1</b>
§ 1 Historie .....	1
I. Nationale Regelungsansätze bis zur Harmonisierung durch EG Recht .....	1
II. Marktmisbrauchs-Richtlinie (2003) .....	4
III. Marktmisbrauchs-Verordnung und Marktmisbrauchs-Richtlinie (2014) .....	7
§ 2 Rechtsquellen .....	10
I. Grundlagen zur europäischen Kapitalmarktgesetzgebung .....	10
II. Europäische Rechtsquellen .....	12
1. Überblick .....	12
2. Marktmisbrauchsrecht (MAR und CRIM-MAD)	14
a) Level 1 .....	14
b) Level 2 .....	15
c) Level 3 .....	16
III. Nationale Rechtsquellen .....	18
1. WpHG .....	18
2. Verordnungen des BMF .....	18
3. Maßnahmen der BaFin .....	18
IV. Auslegungsmaterialien .....	19
1. Europäische Gesetzgebungs- und Rechtsakte .....	19
a) Level 1 .....	19
b) Level 2 .....	21
c) Level 3 .....	21
2. Nationale Umsetzung .....	22
§ 3 Gegenstand der Rechtsakte und Anwendungsbereiche .....	23
I. Grundlagen zur Systematik des Marktmisbrauchsrechts .....	23
II. Marktmisbrauchsverordnung .....	24
1. Gegenstand und Regelungszwecke .....	24
2. Anwendungsbereich .....	25
a) Handel von Finanzinstrumenten (Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR) .....	25
b) Handlungen und Geschäfte bezüglich Versteigerungen von Treibhausgasemissionszertifikaten (Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 2 MAR) .....	27
c) Waren-Spot-Kontrakte und Arten von Finanzinstrumenten mit Auswirkung auf den Kurs oder Wert eines Waren-Spot-Kontrakts (Art. 2 Abs. 2 lit. a) und b) MAR) .....	28
d) Handlungen in Bezug auf Referenzwerte (Art. 2 Abs. 2 lit. c) MAR) .....	28
e) Erweiterter Anwendungsbereich des Art. 15 MAR (§ 25 WpHG) .....	28
f) Geltungsbereich (Art. 2 Abs. 3 MAR) .....	28
g) Territoriale Geltung (Art. 2 Abs. 4 MAR) .....	29
3. Ausgenommene Maßnahmen (Art. 6 MAR) .....	29
III. Harmonisierung .....	29
1. Harmonisierungsarten .....	29
2. Harmonisierungsgrad der MAR .....	30
IV. Auslegung .....	31
§ 4 Begriffsbestimmungen .....	34
I. Allgemeines .....	35
1. Natürliche und juristische Person .....	35
2. Zuständige Behörde .....	38

## Inhaltsverzeichnis

---

3. Nationale Regulierungsbehörde .....	38
4. ESMA .....	38
II. Handelsplätze .....	39
1. Begriff des geregelten Markts und organisierten Markts .....	40
2. Multilaterales Handelssystem (MTF) .....	42
3. Organisiertes Handelssystem (OTF) .....	42
4. KMU-Wachstumsmarkt .....	43
5. OTC-Handel .....	44
6. Spotmarkt .....	46
III. Finanzinstrumente .....	46
1. Grundlagen .....	46
2. Wertpapiere .....	47
a) Aktien .....	48
b) Schuldverschreibungen .....	49
c) Sonstige Wertpapiere .....	50
3. Geldmarktinstrumente .....	51
4. Anteile an Organisationen für gemeinsame Anlagen .....	51
5. Optionen und andere Derivatkontrakte .....	52
6. Finanzielle Differenzgeschäfte .....	54
7. Wertpapiere und verbundene Instrumente (Art. 5 iVm Art. 3 Abs. 2 MAR) .....	54
IV. Waren (Commodities) .....	55
1. Begriff .....	56
2. Waren-Spot-Kontrakt .....	56
3. Warenderivate .....	56
V. Referenzwerte (Benchmarks) .....	56
VI. Marktteilnehmer .....	57
1. Wertpapierfirma .....	57
2. Kreditinstitut und Finanzinstitut .....	58
3. Marktbetreiber .....	58
4. Emittent .....	59
5. Person mit Führungsaufgaben (PDMRs) und verwandte Personen .....	59
6. Person, die gewerbsmäßig Geschäfte vermittelt oder ausführt .....	60
7. Market Maker .....	60
8. Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate .....	60
VII. Sonstige Begriffe .....	60
1. Rückkaufprogramm, Stabilisierungsmaßnahme und signifikantes Zeichnungsangebot .....	60
2. Algorithmischer Handel und Hochfrequenzhandel .....	62
3. Emissionszertifikat .....	62
4. Energiegroßhandelsprodukt .....	63
5. Datenverkehrsaufzeichnungen .....	63
6. Beteiligungsaufbau .....	64
7. Offenlegender Marktteilnehmer .....	64
8. Empfehlung oder Vorschlag einer Anlagestrategie .....	64
<b>B. Insiderrecht .....</b>	<b>65</b>
§ 5 Grundlagen .....	65
I. Überblick .....	65
II. Zielsetzung .....	66
III. Historie .....	67
IV. Struktur des Insiderrechts .....	71
1. Insiderverbote .....	71
2. Flankierende Pflichten .....	73
§ 6 Begriff der Insiderinformation .....	74
I. Grundlagen .....	77
1. Überblick .....	77
2. Wortlaut und Regelungsstruktur .....	77
3. Normentwicklung .....	78

## Inhaltsverzeichnis

---

II.	Insiderinformation .....	82
1.	Überblick .....	82
2.	Präzise Information .....	82
a)	Information .....	82
b)	Präzise .....	84
3.	Nicht öffentlich bekannt .....	98
a)	Definition der Öffentlichkeit .....	98
b)	Reichweite der öffentlichen Bekanntheit der Information .....	100
c)	Herstellung der Öffentlichkeit .....	102
4.	Emittenten- oder Anlagebezug .....	104
5.	Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung .....	106
a)	Eignung zur Kursbeeinflussung .....	106
b)	Erheblichkeit der Kursbeeinflussung .....	114
III.	Einzelfälle .....	117
1.	Wertpapiererwerbs-, Übernahme- und Pflichtangebote .....	118
a)	Umstände .....	118
b)	Kursrelevanz .....	119
2.	Unternehmensvertrag, Squeeze out .....	120
3.	Delisting, Downlisting .....	121
4.	Änderung der Beteiligungsstruktur, Directors' Dealings .....	121
5.	Kapitalmaßnahmen (Eigen- und Fremdkapital) .....	122
a)	Umstände .....	122
b)	Kursrelevanz .....	122
6.	Rückkauf eigener Aktien, Rückkauf von Anleihen .....	123
a)	Umstände .....	123
b)	Kursrelevanz .....	124
7.	Veränderungen bei Organmitgliedern und Führungskräften .....	125
a)	Umstände .....	125
b)	Kursrelevanz .....	126
8.	Krise und Insolvenz .....	127
a)	Umstände .....	127
b)	Kurserheblichkeit .....	129
9.	Verwaltungs- und Gerichtsverfahren (Urteile, Vergleiche) .....	130
10.	Überraschender Wechsel des Abschlussprüfers .....	131
11.	Wesentliche Änderung der Dividende .....	132
a)	Umstände .....	132
b)	Kursrelevanz .....	133
IV.	Insiderinformationen in Bezug auf Warederivate .....	133
V.	Insiderinformationen in Bezug auf Emissionszertifikate .....	135
VI.	Insiderinformationen in Bezug auf Aufträge über Geschäfte mit Finanzinstrumenten .....	135
§ 7	Insiderhandelsverbot .....	138
I.	Grundlagen .....	140
1.	Normzweck .....	140
2.	Normstruktur .....	141
3.	Anwendungsbereich .....	143
a)	Finanzinstrumente .....	143
b)	Marktbezug .....	143
c)	Normadressaten .....	143
II.	Verbotsstatbestand .....	146
1.	Handlungen .....	147
a)	Erwerb und Veräußerung .....	147
b)	Stornierung .....	149
c)	Unterlassen .....	149
2.	Nutzung einer Insiderinformation .....	149
III.	Legitime Handlungen gem. Art. 9 MAR .....	152
1.	Dogmatik .....	152
a)	Rechtsnatur .....	152
b)	Widerlegung der Vermutung .....	153

## Inhaltsverzeichnis

---

2. Tatbestände des Art. 9 MAR . . . . .	154
a) Organisationsrechtliche Vorkehrungen einer juristischen Person . . . . .	154
b) Market Maker und zugelassene Gegenparteien . . . . .	155
c) Erfüllung einer Verpflichtung . . . . .	157
d) Unternehmenszusammenschluss und -übernahme . . . . .	158
e) Umsetzung eines eigenen Entschlusses . . . . .	161
3. Ausnahme gem. Art. 9 Abs. 6 MAR . . . . .	161
4. Widerlegung der Vermutung in anderen Fällen . . . . .	163
a) Masterplan . . . . .	163
b) Verwertung von Sicherheiten durch Kreditgeber . . . . .	164
c) Weitere Fälle . . . . .	164
IV. Sanktionen und Rechtsfolgen . . . . .	165
1. Sanktionen . . . . .	165
2. Zivilrechtliche Rechtsfolgen . . . . .	165
§ 8 Offenlegungsverbot . . . . .	167
I. Regelungsgegenstand und -zweck . . . . .	168
II. Allgemeine Regelung (Art. 10 Abs. 1 MAR) . . . . .	169
1. Verbotsstatbestand . . . . .	169
a) Offenlegung . . . . .	169
b) Adressatenkreis . . . . .	170
2. Ausnahme für die rechtmäßige Offenlegung . . . . .	171
a) normale Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder normale Erfüllung von Aufgaben . . . . .	171
b) Offenlegung aufgrund gesetzlicher Verpflichtung . . . . .	173
3. Anwendungsfälle . . . . .	174
a) Praxisbeispiele . . . . .	174
b) Umfang berechtigter Offenlegung . . . . .	189
4. Rechtsfolgen von Verstößen . . . . .	190
III. Marktsondierung . . . . .	192
1. Regelungsgegenstand und Begriff . . . . .	192
2. Anwendungsbereich . . . . .	192
a) Platzierung von Finanzinstrumenten . . . . .	192
b) Übernahmeangebote, Unternehmenszusammenschlüsse . . . . .	194
c) Weitere Anwendungsfälle? . . . . .	195
3. Rechtsnatur der Sonderregelung . . . . .	198
a) Safe Harbour oder gesetzliche Vermutung . . . . .	198
b) Allgemeine Verhaltensregel . . . . .	201
4. Verfahrensvorgaben . . . . .	201
a) Für den offenlegenden Marktteilnehmer . . . . .	201
b) Für den die Marktsondierung erhaltenen Marktteilnehmer („Empfänger“) . . . . .	208
5. Rechtsfolgen von Verstößen . . . . .	212
§ 9 Empfehlungs- und Verleitungsverbot . . . . .	213
I. Regelungsgegenstand und Regelungszweck . . . . .	213
II. Historische Entwicklung . . . . .	214
1. Insiderrichtlinie . . . . .	214
2. Marktmissbrauchsrichtlinie . . . . .	214
3. Neuerungen durch die MAR . . . . .	215
III. Allgemeine Regelungen . . . . .	215
1. Tauglicher Täter . . . . .	215
2. Dritter . . . . .	216
3. Kein Erfordernis der Weitergabe der Insiderinformation . . . . .	216
4. Ursächlichkeit der Insiderinformation . . . . .	216
5. Gegenstand der Empfehlung bzw. Verleitung . . . . .	218
6. Finalität des Empfehlungs- bzw. Verleitungshandelns . . . . .	219
7. Leichtfertigkeit . . . . .	219
IV. Verleitungsverbot . . . . .	220
1. Tatbeständliches Verhalten . . . . .	220

## Inhaltsverzeichnis

---

2. Tatbestandlicher Erfolg .....	220
a) Tätigwerden des Dritten bzw. Hervorrufen eines Tatentschlusses .....	220
b) Möglichkeit der Kenntnisnahme .....	222
V. Empfehlungsverbot .....	223
1. Tatbestandliches Verhalten .....	223
2. Tatbestandlicher Erfolg .....	223
VI. Verhältnis zur mittelbaren Täterschaft und zur Teilnahme im strafrechtlichen Sinn .....	223
1. Abgrenzung zur mittelbaren Täterschaft .....	223
2. Abgrenzung zur Anstiftung .....	224
§ 10 Veröffentlichungen von Insiderinformationen .....	225
I. Grundlagen .....	227
1. Normzwecke .....	227
2. Regelungssystematik .....	228
a) Europarechtliche Regelungen der Ad-hoc-Publizität .....	228
b) Nationales Recht .....	229
3. Zuständige Behörde .....	229
4. Verhältnis zu anderen Publizitätspflichten .....	229
5. Wissenszurechnung und Compliance .....	231
a) Wissenszurechnung .....	232
b) Compliance-Organisationspflichten .....	234
II. Allgemeine Ad-hoc-Publizitätspflicht (Art. 17 Abs. 1 MAR) .....	235
1. Personeller Anwendungsbereich .....	235
a) Emittenten, die Finanzinstrumente an einem geregelten Markt zugelassen haben .....	235
b) MTF-/OTF-Emittenten .....	235
c) Zeitliche Dimension der Ad-hoc-Publizitätspflicht .....	236
d) Adressat der Ad-hoc-Publizitätspflicht .....	237
e) Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate .....	238
2. Ad-hoc-publizitätspflichtige Insiderinformationen .....	238
a) Begriff der Insiderinformation .....	238
b) Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten .....	239
c) Zeitlich gestreckte Sachverhalte .....	246
d) Weitere Voraussetzungen einer Insiderinformation .....	247
e) Keine Saldierung von Informationen .....	247
f) Praktisch relevante Fallgruppen .....	248
3. Aufschubbefugnisse .....	251
a) Überblick .....	251
b) Aufschub zum Schutz berechtigter Interessen .....	251
c) Finanzsystemstabilität .....	263
d) Rechtsfolgen der Selbstbefreiung .....	266
e) Nachholung der Veröffentlichung .....	266
4. Bekanntgabe .....	267
5. Verfahren der Bekanntgabe (Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2, Abs. 9 MAR) und Inhalt der Mitteilung .....	268
6. Nachgelagerte Informationspflichten .....	271
a) Aktualisierung von Ad-hoc-Mitteilungen .....	271
b) Berichtigung von Ad-hoc-Mitteilungen .....	271
III. Veröffentlichungspflicht aufgrund Weitergabe von Insiderinformationen (Art. 17 Abs. 8 MAR) .....	272
1. Überblick .....	272
2. Personeller Anwendungsbereich .....	272
3. Offenlegung einer Insiderinformation gegenüber einem Dritten .....	273
a) Insiderinformation .....	273
b) Dritter .....	273
c) Rechtmäßige Offenlegung im Rahmen der Aufgabenerfüllung .....	274
4. Ausschluss bei Pflicht zur Verschwiegenheit .....	274
5. Rechtsfolgen .....	275

## Inhaltsverzeichnis

---

§ 11 Insiderliste .....	276
I. Regelungsgegenstand und -zweck .....	276
II. Anwendungsbereich .....	278
1. Emittenten .....	278
a) Allgemeine Regelung .....	278
b) Ausnahme für KMU-Emittenten .....	279
2. Im Auftrag oder für Rechnung handelnde Personen .....	280
a) Ausnahme für Dienstleister von KMU-Emittenten .....	280
b) Ausländische Dienstleister .....	280
c) Einzelfälle .....	281
III. Führung der Insiderliste .....	283
1. Verantwortliche .....	283
2. Anlass und Zeitpunkt .....	283
a) Insiderinformation mit Emittentenbezug .....	283
b) Für die Pflicht zur Aufstellung maßgeblicher Zeitpunkt .....	284
c) Vorfeldeintragungen .....	284
d) Schattenlisten .....	285
3. Art, Aufbau und Format .....	285
4. Inhalt .....	287
a) Aufzunehmende Personen .....	287
b) Aufzunehmende Informationen .....	289
c) Erleichterungen für KMU-Emittenten .....	290
5. Aktualisierung .....	291
6. Aufbewahrung und Löschung .....	291
7. Übermittlung an die BaFin .....	292
8. Weitere Erleichterungen für KMU-Emittenten .....	292
IV. Aufklärungs-, Anerkenntnis- und Dokumentationspflicht .....	292
V. Sanktionen .....	293
<b>C. Verbot der Marktmanipulation</b> .....	295
§ 12 Grundlagen .....	295
I. Gesetzesgeschichte, Schutzgut, Ziele der Reform .....	296
1. Gesetzesgeschichte .....	296
2. Schutzgut .....	296
3. Ziele der Reform .....	297
II. Normstruktur, Regelungsgehalt .....	297
III. Flankierende Regelungen .....	298
IV. Begehungsformen, Tathandlungen .....	299
V. Anwendungsbereich .....	300
1. Sachlicher Anwendungsbereich .....	300
a) Manipulationsobjekte .....	300
b) Märkte .....	300
2. Persönlicher Anwendungsbereich .....	301
3. Räumlicher Anwendungsbereich .....	301
4. Zeitlicher Anwendungsbereich .....	302
VI. Empirische Bedeutung .....	302
§ 13 Informationsgestützte Manipulation .....	303
I. Terminologie, Auslegung .....	304
1. Terminologie im deutschen Recht .....	304
2. Auslegung von Europarecht .....	306
II. Verbreitung falscher oder irreführender Informationen und Gerüchte .....	306
1. Falsche oder irreführende Informationen .....	306
a) Informationen .....	306
b) Falsch .....	308
c) Irreführend .....	308
2. Gerüchte .....	309
3. Verbreitung, nicht Verschweigen .....	310

## Inhaltsverzeichnis

III.	Falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder Kurses . . . . .	312
1)	Einleitung, Terminologie . . . . .	312
2)	Signale für Angebot, Nachfrage oder Kurs . . . . .	313
3)	Falsch, irreführend . . . . .	313
4)	Geben oder wahrscheinlich geben . . . . .	314
a)	Beurteilungsmaßstab . . . . .	314
b)	Extremfälle . . . . .	314
c)	Jedenfalls bei Bewertungserheblichkeit . . . . .	314
d)	Unterhalb der Bewertungserheblichkeit . . . . .	315
5.)	Anormales oder künstliches Kursniveau . . . . .	316
6.)	Subjektive Voraussetzungen . . . . .	317
7.)	Versuch . . . . .	317
IV.	Scalping . . . . .	318
1.)	Eingehen einer Position . . . . .	319
2.)	Zugang zu Medien . . . . .	320
3.)	Abgabe einer Stellungnahme . . . . .	320
4.)	Ohne Mitteilung des Interessenkonflikts . . . . .	322
5.)	Nutzen aus den Auswirkungen der Stellungnahme auf den Kurs ziehen . . . . .	323
§ 14	Handels- und handlungsgestützte Manipulation . . . . .	325
I.	Überblick . . . . .	326
II.	Auslegung und Systematik . . . . .	327
1.)	Systematik . . . . .	327
2.)	Auslegung . . . . .	328
III.	Art. 12 Abs. 1 lit. a) MAR . . . . .	328
1.)	Abschluss eines Geschäfts, Erteilung eines Handelsauftrages sowie jede andere Handlung . . . . .	329
a)	Abschluss eines Geschäfts . . . . .	329
b)	Erteilung eines Handelsauftrages . . . . .	330
c)	Jede andere Handlung . . . . .	330
2.)	Falsche oder irreführende Signale hinsichtlich Angebot, Nachfrage bzw. Preises . . . . .	331
3.)	Sicherung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus . . . . .	332
a)	Sicherung . . . . .	332
b)	Annormales oder künstliches Kursniveau . . . . .	332
4.)	Manipulationswahrscheinlichkeit . . . . .	333
5.)	Kein Ausschluss . . . . .	333
6.)	Konkretisierungen . . . . .	333
a)	Verbindliche Tatbestandskonkretisierungen in Abs. 2 . . . . .	333
b)	Indikatoren für manipulatives Handeln durch Aussenden falscher oder irreführender Signale und durch Herbeiführen bestimmter Kurse . . . . .	339
IV.	Art. 12 Abs. 1 lit. b) MAR . . . . .	347
1.)	Systematik . . . . .	347
2.)	Abschluss eines Geschäfts, Erteilung eines Handelsauftrags und jegliche sonstige Tätigkeit oder Handlung . . . . .	348
3.)	Vorspiegelung falscher Tatsachen . . . . .	348
4.)	Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung . . . . .	348
5.)	Beeinflussung und Eignung . . . . .	349
6.)	Indikative Beispiele . . . . .	349
a)	Vertreibung falscher oder irreführender Informationen . . . . .	349
b)	Erstellung oder Weitergabe von Anlageempfehlungen . . . . .	350
V.	Strafbare Formen der Marktmanipulation . . . . .	350
VI.	Subjektive Voraussetzungen . . . . .	351
VII.	Versuch . . . . .	351
§ 15	Benchmark-Manipulation . . . . .	352
I.	Definition, Regelungszweck . . . . .	352
II.	Erweiterung der Marktmanipulation auf Benchmark-Manipulationen . . . . .	353

## Inhaltsverzeichnis

---

1. Funktion und Bedeutung von Benchmarks . . . . .	353
2. Manipulation der Referenzzinssätze LIBOR und EURIBOR . . . . .	354
3. Schwächen im früheren Tatbestand der Marktmanipulation . . . . .	355
4. Reaktionen des Europäischen Gesetzgebers . . . . .	355
III. Manipulationsobjekt . . . . .	356
1. Referenzwert . . . . .	356
2. Abgrenzung zu den übrigen Formen der Marktmanipulation . . . . .	357
IV. Begehungsvarianten, Tathandlungen . . . . .	358
1. Übermittlung von Angaben oder Bereitstellung von Ausgangsdaten . . . . .	359
a) Funktionales Begriffsverständnis . . . . .	359
b) Übermittlung oder Bereitstellung . . . . .	361
c) Angaben oder Ausgangsdaten . . . . .	361
2. Falsch oder Irreführend . . . . .	362
3. Sonstige Handlungen, durch die die Berechnung eines Referenzwerts manipuliert wird . . . . .	362
4. Unterlassungen . . . . .	363
V. Manipulationserfolg . . . . .	363
VI. Subjektive Voraussetzungen . . . . .	364
VII. Versuch . . . . .	366
§ 16 Zulässige Marktpraxis . . . . .	367
I. Einleitung . . . . .	367
II. Regelungskonzept . . . . .	368
III. Legitime Gründe . . . . .	368
IV. Dogmatische Einordnung . . . . .	369
V. Rechtliche Einordnung des Anerkennungsverfahrens . . . . .	369
VI. Auslöser des Anerkennungsverfahrens . . . . .	370
VII. Behördlicher Konsultationsprozess . . . . .	371
VIII. Beurteilungskriterien . . . . .	371
1. Markttransparenz . . . . .	371
2. Gewährleistung des Funktionierens der Marktkräfte . . . . .	372
3. Marktliquidität und -effizienz . . . . .	373
4. Auswirkungen auf das ordnungsgemäße Funktionieren des Marktes . . . . .	373
5. Risiken für die Integrität von verbundenen Märkten . . . . .	373
6. Strukturmerkmale des Marktes . . . . .	374
IX. Meldeverfahren der nationalen Behörden an die ESMA . . . . .	374
X. Aufgaben der ESMA / Konsultationsverfahren . . . . .	375
XI. Überprüfung einer festgelegten zulässigen Marktpraxis . . . . .	375
XII. In der EU zulässige Marktpraktiken . . . . .	376
XIII. Kritische Würdigung . . . . .	378
<b>D. Ausnahmen vom Marktmissbrauchsrecht . . . . .</b>	<b>379</b>
§ 17 Ausnahmen für Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen . . . . .	379
I. Einleitung: Allgemeines betreffend der Verbotsausnahmen für Aktienrückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen . . . . .	381
1. Historie, Regelungsstand, Regelungszweck . . . . .	381
2. Charakter und Wirkung der Verbotsausnahmen . . . . .	382
3. Persönlicher Schutzbereich der Verbotsausnahmen . . . . .	382
4. Sachlicher Schutzbereich der Verbotsausnahmen . . . . .	382
5. Ziel und Zweck der Ausnahmeregelungen . . . . .	383
6. Eigene Begriffsbestimmungen für Art. 5 MAR . . . . .	383
a) Begriff des Wertpapiers . . . . .	383
b) Begriff des verbundenen Instruments . . . . .	384
c) Begriff des signifikanten Zeichnungsangebots . . . . .	384
d) Begriff der Kursstabilisierung . . . . .	385
7. Delegierte Verordnung (EU) 2016/1052 . . . . .	385
II. Die Verbotsausnahmen für Aktienrückkaufprogramme . . . . .	385
1. Sachlicher Schutzbereich der Verbotsausnahme für Aktienrückkaufprogramme: geschütztes Finanzinstrument . . . . .	386

## Inhaltsverzeichnis

2. Ex-ante Publizität: Initiale Vorabveröffentlichungspflicht bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	386
a) Grundvoraussetzung: Nach Art. 21 Abs. 1 RLF (EU) 2012/30 zulässiges Aktienrückkaufprogramm . . . . .	386
b) Inhalt der initialen Vorabveröffentlichung bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	387
c) Form der initialen Vorabveröffentlichung bei Aktienrückkaufprogrammen: angemessene Bekanntgabe . . . . .	387
3. Laufende Meldepflicht gegenüber den Aufsichtsbehörden bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	389
a) Inhalt der Meldungspflicht gegenüber den Aufsichtsbehörden bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	389
b) Form der laufenden Meldungen an die Aufsichtsbehörden bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	392
c) Praxis unterschiedlicher Mitgliedstaaten bei laufender Meldepflicht gegenüber den Aufsichtsbehörden bei Aktienrückkaufprogramme . . . . .	392
d) Frist der laufenden Aufsichtsmeldungen bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	393
e) Übermittlungsweg für Aufsichtsmeldungen bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	393
4. Laufende Veröffentlichungspflichten bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	393
a) Inhalt der laufenden Veröffentlichungen bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	394
b) Form der laufenden Veröffentlichungen bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	394
5. Handelsbedingungen bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	394
a) Beschränkung des Handelsortes . . . . .	394
b) Beschränkungen in Handelsauktionen . . . . .	395
c) Preisgrenzen bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	395
d) Volumengrenzen bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	395
6. Zweckbestimmungsgrenzen bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	396
7. Handelsbeschränkungen bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	396
a) Verkaufsverbot bei Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	397
b) Geschlossener Zeitraum („Closed Period“) . . . . .	397
c) Handelsverbot bei Aufschub der Veröffentlichung von Insiderinformationen . . . . .	397
d) (Rück) Ausnahmen von den Handelsbeschränkungen . . . . .	397
III. Die Verbotsausnahmen für Stabilisierungsmaßnahmen . . . . .	399
1. Begriffsbestimmungen . . . . .	399
a) Begriff des Bieters . . . . .	399
b) Begriff der Zuteilung . . . . .	399
c) Begriff der Ergänzenden Kursstabilisierungsmaßnahme . . . . .	399
d) Begriff der overallotment facility / Mehrzuteilungsoption . . . . .	400
e) Begriff der Greenshoe Option . . . . .	400
2. Sachlicher Schutzbereich: Geschützte Finanzinstrumente . . . . .	400
3. Allgemeine Voraussetzungen bei Stabilisierungsmaßnahmen . . . . .	400
a) Programmbefristung . . . . .	400
b) Benennung der „zentralen Stelle“ . . . . .	402
4. Ex-ante Publizität: Initiale Vorabveröffentlichungspflicht bei Stabilisierungsmaßnahmen . . . . .	402
a) Form der initialen Vorabveröffentlichung bei Stabilisierungsmaßnahmen . . . . .	402
b) Inhalt der initialen Vorabveröffentlichung bei Stabilisierungsmaßnahmen . . . . .	403
5. Aufzeichnungspflicht bei Stabilisierungsmaßnahmen . . . . .	403
6. Laufende Meldepflicht gegenüber den Aufsichtsbehörden bei Stabilisierungsmaßnahmen . . . . .	403
a) Meldungssadressaten bei Stabilisierungsmaßnahmen . . . . .	404
b) Inhalt der laufenden Meldungen an die Aufsichtsbehörden bei Stabilisierungsmaßnahmen . . . . .	404
c) Form der laufenden Meldungen an die Aufsichtsbehörden bei Stabilisierungsmaßnahmen . . . . .	404

## Inhaltsverzeichnis

---

d) Praxis unterschiedlicher Mitgliedstaaten bei laufender Meldepflicht gegenüber den Aufsichtsbehörden bei Stabilisierungsmaßnahmen .....	405
e) Frist der laufenden Aufsichtsmeldungen bei Stabilisierungsmaßnahmen .....	405
f) Übermittlungsweg für Aufsichtsmeldungen bei Stabilisierungsmaßnahmen .....	405
7. Laufende Veröffentlichungspflicht bei Stabilisierungsmaßnahmen .....	406
a) Form der laufenden Veröffentlichungen bei Stabilisierungsmaßnahmen .....	406
b) Inhalt der laufenden Veröffentlichungen bei Stabilisierungsmaßnahmen .....	407
c) Frist für laufende Veröffentlichungen bei Stabilisierungsmaßnahmen .....	407
8. Ex-post Publizität: Abschließende Veröffentlichungspflicht nach Programmende bei Stabilisierungsmaßnahmen .....	407
a) Form der Abschlussveröffentlichung bei Stabilisierungsmaßnahmen .....	407
b) Frist für Abschlussveröffentlichung bei Stabilisierungsmaßnahmen .....	407
c) Inhalt der Abschlussveröffentlichung bei Stabilisierungsmaßnahmen .....	407
9. Kursbedingungen bei Stabilisierungsmaßnahmen .....	408
a) Kursbedingungen für Aktien oder Aktien entsprechend Wertpapiere .....	408
b) Kursbedingungen für umwandelbare oder umtauschbare verbriefte Schuldtitel .....	408
10. Besondere Bedingungen für Mehrzuteilungs- und Greenshoe-Optionen bei Stabilisierungsmaßnahmen .....	408
§ 18 Ausnahmen für Maßnahmen im Rahmen der Geldpolitik, der Staatsschuldenverwaltung und der Klimapolitik .....	410
<b>E. Eigengeschäfte von Führungskräften .....</b>	413
§ 19 Offenlegungspflichten .....	413
I. Einleitung .....	413
1. Regelungsgegenstand und Rechtsgrundlagen .....	413
2. Hintergrund und Zweck .....	414
3. Historie .....	416
II. Anwendungsbereich .....	416
1. Führungskräfte und eng verbundene Personen .....	416
a) Führungskräfte .....	417
b) Eng verbundene Personen .....	419
2. Erfasste Marktteilnehmer .....	423
3. Erfasste Finanzinstrumente .....	425
4. Erfasste Transaktionen .....	427
a) Erfasste Geschäftsarten .....	427
b) Bagatellgrenze .....	435
III. Aufklärungs- und Dokumentationspflichten .....	437
1. Emittent .....	437
a) Belehrung der Führungskraft .....	437
b) Liste mit Führungskräften und eng verbundenen Personen .....	437
2. Führungskräfte .....	438
IV. Inhalt, Form und Fristen .....	438
1. Inhalt .....	438
2. Form .....	439
3. Fristen .....	440
V. Sanktionen .....	441
§ 20 Handelsverbote .....	443
I. Einleitung .....	443
1. Regelungsgegenstand und Rechtsgrundlagen .....	443
2. Hintergrund und Zweck .....	444
II. Anwendungsbereich .....	445
III. Geschlossener Zeitraum .....	447
1. „Ankündigung“ der Finanzberichte .....	447
2. Qualifikation als Finanzbericht .....	448
3. Vollzug von Geschäften innerhalb des geschlossenen Zeitraums .....	449
IV. Ausnahmen .....	450
1. Außergewöhnliche Umstände .....	450

## Inhaltsverzeichnis

2. Ausnahmen für bestimmte Geschäftsarten .....	451
a) Arbeitnehmerbeteiligungsprogramme .....	452
b) Andere Geschäftsarten mit bestimmten Merkmalen .....	453
c) Keine Änderung der wirtschaftlichen Berechtigung .....	454
V. Sanktionen .....	454
<b>F. Anlageempfehlungen .....</b>	<b>457</b>
§ 21 Begriff und Anwendungsbereich .....	457
I. Allgemeines .....	457
1. Regelungsgegenstand .....	457
2. Regelungszweck .....	458
3. Entstehungsgeschichte .....	458
II. Begriff und Anwendungsbereich .....	460
1. Rechtsgrundlagen und Regelungssystematik .....	460
2. Sachlicher Anwendungsbereich .....	462
a) Information über Finanzinstrumente oder Emittenten .....	462
b) Explizite oder implizite Empfehlung .....	465
c) Für die Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgeschen .....	467
d) Inhaltliche Auseinandersetzung und weitere Informationen .....	469
e) Werbung .....	470
3. Persönlicher Anwendungsbereich .....	471
a) Unabhängige Analysten, Wertpapierfirmen und Kreditinstitute .....	471
b) Personen, deren Haupttätigkeit in der Erstellung von Anlageempfehlungen besteht .....	472
c) Angestellte und anderweitig tätige Personen .....	472
d) Weitere Personen .....	472
e) Journalisten .....	473
4. Regulierte Tätigkeiten .....	474
a) Erstellen .....	474
b) Verbreiten .....	475
c) Weitergabe .....	476
§ 22. Allgemeine Anforderungen .....	479
I. Regelungssystematik .....	479
II. Organisationspflichten .....	480
1. Grundlagen .....	480
2. Kernelemente von Organisationsstrukturen .....	481
a) Steuerung des Informationsflusses .....	481
b) Stärkung der Unabhängigkeit der Ersteller .....	482
c) Dokumentationspflichten .....	483
3. Einrichtung angemessener Kontrollverfahren .....	485
III. Sorgfaltspflichten .....	485
IV. Pflichten bei der Erstellung von Anlageempfehlungen .....	487
1. Pflicht zur objektiven Darstellung .....	487
a) Trennungsgebot .....	487
b) Angabe und Bewertung der Informationsquellen .....	488
c) Klarheitsgebot .....	489
d) Erstellungszeitpunkt .....	490
e) Informationserteilung mittels Verweisung .....	490
2. Offenlegungspflichten .....	491
a) Urheberschaft .....	491
b) Interessen und Interessenkonflikte .....	493
V. Pflichten bei der Weitergabe .....	497
1. Pflicht zur objektiven Darstellung .....	497
a) Weitergabe von Zusammenfassungen von Anlageempfehlungen .....	498
b) Weitergabe wesentlich veränderter Anlageempfehlungen .....	499
2. Offenlegungspflichten .....	500
a) Identitätsangabe .....	500
b) Interessen und Interessenkonflikte .....	500

## Inhaltsverzeichnis

---

§ 23. Besondere Anforderungen .....	502
I. Regelungssystematik .....	502
II. Organisationspflichten .....	503
III. Pflichten bei der Erstellung von Anlageempfehlungen .....	508
1. Pflicht zur objektiven Darstellung .....	508
a) Hinweis auf Offenlegung gegenüber dem Emittenten und anschließende Änderung .....	509
b) Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen .....	510
c) Erläuterung und Empfindlichkeitsanalyse .....	511
d) Vorgesehene Häufigkeit der Aktualisierung und Kursdaten .....	512
e) Änderung zur früheren Empfehlungen .....	513
f) Liste aller Empfehlungen der letzten 12 Monate .....	514
g) Informationserteilung mittels Verweisung .....	514
2. Offenlegungspflichten .....	515
a) Angabe der Aufsichtsbehörde .....	515
b) Angabe einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition .....	515
c) Weitere besondere Interessen .....	518
d) Beschreibung interner Regelungen zu Verhinderung von Interessenkonflikten .....	520
e) Anteil der Empfehlungen zum Kaufen-, Halten- und Verkaufen .....	522
f) Informationserteilung mittels Verweisung .....	523
IV. Pflichten bei der Weitergabe .....	524
1. Angabe der zuständigen Behörde .....	524
2. Angabe der Interessenkonflikte .....	524
V. Statistik .....	525
<b>G. Verfahrens- und Organisationspflichten .....</b>	<b>527</b>
§ 24 Meldungen und Liste der Finanzinstrumente .....	527
I. Überblick .....	527
II. Inhalt der Meldungen .....	528
III. Inhalt der Liste .....	528
§ 25 Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmisbrauch, Meldung von Verstößen einschließlich Whistleblower Protection .....	530
I. Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmisbrauch .....	530
1. Einleitung .....	530
2. Organisatorische Vorkehrungen gegen Marktmisbrauch .....	531
a) Anwendungsbereich/Regelungsinhalt des Art. 16 Abs. 2 MAR .....	531
b) Verpflichtete/Adressaten des Art. 16 Abs. 2 MAR .....	532
c) Automatisiertes Überwachungssystem .....	533
d) Auswirkung des Proportionalitätsgrundsatzes .....	533
e) Automatisierte Lösungsansätze .....	534
3. Zusätzliche organisatorische Maßnahmen gegen Marktmisbrauch .....	535
II. Meldung von Verstößen .....	535
1. Pflicht zur Verdachtsmeldung .....	535
2. Erweiterung der Meldepflicht .....	536
3. Prüfpflichten nach der Neuregelung .....	536
4. Form der Verdachtsmeldung nach der Neuregelung .....	537
5. Auslagerung .....	537
6. Schulung .....	538
7. Aufbewahrung .....	539
III. Whistleblower Protection .....	539
1. Rechtsgrundlage .....	539
2. Schutz der Hinweisegeber .....	540
3. Bedeutung der Hinweisegeberstelle der BaFin als Erkenntnisquelle .....	541
<b>H. Aufsicht .....</b>	<b>543</b>
§ 26 Aufgaben und Befugnisse der BaFin .....	543
I. Einführung .....	544

## Inhaltsverzeichnis

II. Funktionen . . . . .	545
1. Allgemeine Finanzmarktaufsicht . . . . .	545
2. Markt- und Unternehmensaufsicht . . . . .	545
III. Grundlagen der Aufsichtstätigkeit . . . . .	546
1. Tätigwerden im öffentlichen Interesse . . . . .	546
2. Instrumente der Aufsichtstätigkeit . . . . .	546
a) Allgemeinverfügungen, Rundschreiben, Merkblätter und Hinweise . . . . .	546
b) Emittentenleitfaden . . . . .	547
3. Verfahren und Rechtsschutz . . . . .	547
4. Verschwiegenheitspflicht . . . . .	547
IV. Zusammenarbeit . . . . .	548
1. Zusammenarbeit mit Börsenaufsichtsbehörden . . . . .	548
2. Zusammenarbeit mit Handelsüberwachungsstellen . . . . .	548
3. Zusammenarbeit mit Staatsanwaltschaften . . . . .	549
4. Europäische und internationale Zusammenarbeit . . . . .	549
V. BaFin-Befugnisse im Einzelnen . . . . .	550
1. Generalnorm zur Abwendung von Missständen . . . . .	550
2. Untersuchungsbefugnisse . . . . .	552
a) Auskünfte, Unterlagen und sonstige Daten . . . . .	552
b) Betreten von Wohn- und Geschäftsräumen . . . . .	553
c) Herausgabe von Verkehrsdaten und Telefonaufzeichnungen . . . . .	554
3. Sanktionen . . . . .	554
a) Zwangsgelder . . . . .	554
b) Bußgelder . . . . .	554
c) Untersagung des Handels an Handelsplätzen . . . . .	555
4. Bekanntmachung von Aufsichtsmaßnahmen . . . . .	555
a) Veröffentlichung von Warnungen – „Naming & Shaming“ . . . . .	555
b) Veröffentlichungen an Stelle der Meldepflichtigen . . . . .	555
5. Befugnisse zur Sicherung des Finanzsystems . . . . .	556
6. Produktintervention . . . . .	557
7. Prüfung beaufsichtigter Unternehmen . . . . .	558
8. Maßnahmen gegenüber Geschäftsleitern und Mitarbeitern . . . . .	558
a) Abberufungsverlangen und Tätigkeitsverbote . . . . .	558
b) Berufsverbote . . . . .	559
c) Untersagung von Geschäften für eigene Rechnung . . . . .	559
9. Besonders geregelte Befugnisse . . . . .	559
a) Aufgaben und Befugnisse auf Grund der Marktmisbrauchsverordnung . . . . .	559
b) Befugnisse auf Grund der Leerverkaufsverordnung . . . . .	561
c) Befugnisse in Prospekt- und Übernahmerecht . . . . .	562
d) Befugnisse auf Grund der Benchmark-Verordnung . . . . .	563
10. Whistleblowing und Anzeige von Verdachtsfällen . . . . .	564
a) Allgemeine Whistleblowing-Vorschrift . . . . .	564
b) Anzeige von Verdachtsfällen nach der Marktmisbrauchsverordnung . . . . .	565
c) Anzeige von Verdachtsfällen nach der Leerverkaufsverordnung . . . . .	565
§ 27 Aufgaben und Befugnisse der ESMA . . . . .	566
I. Einführung . . . . .	566
II. Aufgabenbereiche . . . . .	567
III. Doppelnatürliche Aufsichtstätigkeit . . . . .	568
1. Mitwirken an europäischer Rechtsetzung . . . . .	568
a) Level 2-Rechtsakte . . . . .	568
b) Level 3-Leitlinien und Empfehlungen . . . . .	569
c) Kritik . . . . .	569
2. Europäische Eingriffsverwaltung . . . . .	570
3. Perspektiven . . . . .	570
IV. Organisation . . . . .	570
V. Verschwiegenheit . . . . .	571
VI. Eingriffsbefugnisse im Einzelnen . . . . .	571

## Inhaltsverzeichnis

---

1. Informationsrechte .....	571
2. Untersuchungen und Empfehlungen .....	572
3. Maßnahmen im Krisenfall .....	573
4. Beilegung von Meinungsverschiedenheiten .....	573
5. Verfahren .....	574
6. Rechtsbehelfe .....	574
7. Haftung .....	574
8. Besonders geregelte Befugnisse .....	575
a) Marktmisbrauchsverordnung .....	575
b) Leerverkaufsverordnung .....	575
c) Benchmark-Verordnung .....	576
d) Finanzmarktverordnung .....	576
e) Europäische Marktinfrastrukturverordnung .....	577
f) Wertpapierfinanzierungsgeschäfte-Verordnung .....	577
g) Rating-Verordnung .....	578
h) Zentralverwahrer-Verordnung .....	578
<b>I. Sanktionen .....</b>	<b>579</b>
§ 28 Straftaten .....	583
I. Grundlagen und tatbestandsübergreifende Fragen des Allgemeinen Teils .....	584
1. Übersicht .....	584
2. Rechtsempirische Einordnung .....	587
3. Rechtsgut .....	589
4. Blankettstruktur und Gesetzlichkeitsprinzip .....	590
5. Unionsrechtliche Aspekte .....	592
6. Zeitlicher Anwendungsbereich / Behandlung von Altfällen .....	593
7. Räumlicher Anwendungsbereich .....	597
a) Stufe 1: Räumlicher Anwendungsbereich der unionsrechtlichen Verhaltensnormen .....	597
b) Stufe 2: Anwendbarkeit des deutschen Strafrechts .....	597
8. Verjährung .....	599
9. Konkurrenzen .....	601
II. Einzelne Tatbestände des § 119 WpHG nF im Überblick .....	602
1. Strafbare Marktmanipulation (§ 119 Abs. 1 WpHG nF) .....	602
a) Regelungsgegenstand .....	602
b) Objektiver Tatbestand .....	603
c) Subjektiver Tatbestand .....	614
d) Rechtfertigung und Schuld .....	615
e) Qualifikation nach § 119 Abs. 5 WpHG nF .....	616
2. Strafbare Insiderdelikte (§ 119 Abs. 2, Abs. 3 WpHG nF) .....	617
a) Insidertatbestände nach § 119 Abs. 2 WpHG nF .....	618
b) Insidertatbestände nach § 119 Abs. 3 WpHG nF .....	620
III. Rechtsfolgen der Tat .....	632
1. Strafandrohung und Strafzumessung .....	632
2. Vermögensabschöpfung .....	633
a) Zur alten Rechtslage .....	634
b) Zur neuen Rechtslage .....	640
3. Sonstige straf- oder verwaltungsrechtliche Folgen der Tat .....	646
IV. Rolle der BaFin im Strafverfahren .....	646
V. Sonstige strafprozessuale Aspekte .....	650
§ 29 Verfolgung als Ordnungswidrigkeit .....	653
I. Grundlagen und Überblick .....	653
II. Rechtsempirische Einordnung .....	654
III. Fragen des Allgemeinen Teils .....	655
1. Blankettcharakter und Einfluss des Unionsrechts .....	655
2. Beteiligung und Handeln für einen anderen .....	656
3. Verantwortlichkeit für Unterlassen .....	657

## Inhaltsverzeichnis

4. Subjektiver Tatbestand .....	657
5. Versuch .....	657
6. Rechtfertigung und Verantwortlichkeit .....	658
7. Zusammentreffen von Straftat und Ordnungswidrigkeit – Doppelbestrafungsverbot .....	658
8. Konkurrenz .....	662
9. Zeitlicher Anwendungsbereich .....	662
10. Räumlicher Anwendungsbereich .....	662
11. Verjährung .....	665
IV. Bußgeldrahmen .....	665
1. Bußgeldrahmen für natürliche Personen .....	665
2. Bußgeldrahmen für Verbände .....	667
3. Modifikation des Bußgeldrahmens durch § 17 Abs. 2 OWiG .....	671
4. Modifikation des Bußgeldrahmens durch § 17 Abs. 4 S. 2 OWiG, § 120 Abs. 17 S. 3, Abs. 18 S. 3, Abs. 19 S. 3, Abs. 20 S. 3, Abs. 21 S. 3, Abs. 22 S. 3 WpHG nF .....	672
V. Bußgeldbemessung .....	672
VI. Vermögensabschöpfung im Bereich der Ordnungswidrigkeiten .....	675
VII. Verfahren und Zuständigkeit .....	676
§ 30 Bekanntmachung von Maßnahmen, insbesondere Sanktionen .....	677
I. Grundlagen .....	677
1. Kritik am Einsatz von „naming & shaming“-Maßnahmen .....	678
2. Grundrechtsperspektive .....	679
3. Rechtsnatur .....	679
II. Übersicht zu den einzelnen Bekanntmachungstatbeständen gem. den §§ 123–126 WpHG nF .....	680
1. Bekanntmachung nach § 123 Abs. 1 S. 1 WpHG nF (Auffangtatbestand) .. a) Rechtsnatur .....	680
b) Art der bekanntzumachenden Maßnahmen .....	681
c) Voraussetzungen der Bekanntmachung .....	681
d) Inhalt der Bekanntmachung .....	682
2. Bekanntmachung nach § 123 Abs. 1 S. 2 WpHG nF (Veröffentlichung von Anordnungen, die den Handel mit bestimmten Finanzinstrumenten aussetzen oder untersagen) .....	682
3. Bekanntmachung nach § 123 Abs. 3 WpHG nF (Verstöße gegen die EU- Rating-VO) .....	683
4. Bekanntmachung nach § 123 Abs. 4 WpHG nF (Verstöße gegen die EMIR) 5. Bekanntmachung nach § 124 Abs. 1 WpHG nF (Verstöße gegen Transparenzpflichten) .....	684
a) Rechtsnatur .....	684
b) Art der bekanntzumachenden Entscheidungen .....	685
c) Inhalt der Bekanntmachung .....	686
d) Ausnahme von der Bekanntmachungspflicht .....	686
6. Bekanntmachung nach § 125 Abs. 1 WpHG nF (Verstöße gegen die MAR) a) Rechtsnatur .....	687
b) Art der bekanntzumachenden Entscheidungen .....	688
c) Inhalt der Bekanntmachung .....	688
d) Ausnahmen von der Bekanntmachungspflicht .....	688
7. Bekanntmachung nach § 125 Abs. 6 WpHG nF (Verstöße gegen die Benchmark-VO) .....	688
8. Bekanntmachung nach § 126 Abs. 1 S. 1 WpHG nF (Verstöße gegen die Abschnitte 9–11 des WpHG nF und gegen die MiFIR) .....	689
III. Warnung gem. § 6 Abs. 9 WpHG nF .....	689
IV. Veröffentlichungsdauer / Löschung .....	690
V. Rechtsschutz .....	691
VI. Behandlung von Altfällen .....	691
VII. Materielle Rechtskraftwirkung .....	692

## Inhaltsverzeichnis

---

1. Innerstaatliche materielle Rechtskraftwirkung .....	692
2. Transnationale materielle Rechtskraftwirkung .....	692
§ 31 Privatrechtliche Haftung .....	695
I. Einleitung .....	697
1. Grundlagen der privatrechtlichen Haftung .....	697
2. Aufgaben der privatrechtlichen Haftung im Bereich des Marktmissbrauchsrechts .....	698
3. Außenhaftung und Innenhaftung .....	699
4. Überblick über mögliche Anspruchsgrundlagen .....	700
II. Privatrechtliche Haftung im Zusammenhang mit der Veröffentlichung von Insiderinformationen .....	700
1. Mögliche Anspruchsgrundlagen .....	700
2. Haftung aus §§ 97, 98 WpHG .....	701
a) Regelungsgegenstand und Schutzzweck .....	701
b) Dogmatische Einordnung .....	703
c) Verhältnis zu anderen Vorschriften .....	704
d) Tatbestandsvoraussetzungen .....	705
e) Schaden .....	706
f) Kausalität .....	708
g) Verschulden .....	708
h) Darlegungs- und Beweislast .....	709
i) Verjährung .....	710
j) Anspruchskonkurrenzen .....	711
3. Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB .....	711
a) § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit Art. 17 MAR .....	711
b) § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit Art. 15 MAR (Marktmanipulation)	714
c) § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG .....	715
d) § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit § 264a StGB .....	715
e) § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit § 263 StGB .....	715
4. Haftung aus § 826 BGB .....	715
III. Privatrechtliche Haftung im Zusammenhang mit Insiderhandel .....	717
1. Einführung .....	717
2. § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit Art. 14 MAR .....	717
3. § 826 BGB .....	719
IV. Privatrechtliche Haftung im Zusammenhang mit Marktmanipulation .....	719
1. Einführung .....	719
2. § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit Art. 15 MAR .....	719
3. § 826 BGB .....	721
V. Privatrechtliche Haftung im Zusammenhang mit Director's Dealings .....	721
1. Einführung .....	721
2. § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit Art. 19 MAR .....	721
3. § 826 BGB .....	722
VI. Durchsetzung privatrechtlicher Ansprüche und Kapitalanleger- Musterverfahrensgesetz .....	722
1. Einführung .....	722
2. Anwendungsbereich .....	723
3. Überblick über den Verfahrensablauf .....	723
4. Feststellungswirkungen des Musterentscheids nach § 22 KapMuG .....	724
Stichwortverzeichnis .....	725