

Inhaltsverzeichnis

Einführung	35
I. Vorüberlegungen	35
II. Problematik und Ziel der Untersuchung	37
III. Gang der Untersuchung	40
 <i>Kapitel 1</i> Grundlagen	
	42
A. Einordnung des Insiderrechts	42
I. Insiderrecht als Teil des Marktmissbrauchsrechts	42
II. Marktmissbrauchsrecht als Kapitalmarktrecht	43
III. Ergebnis	45
B. Entwicklung des Insiderrechts	45
I. Der Weg zur bindenden Regulierung in Deutschland	45
II. Die neueste Reform durch die MAR und MAD II	48
III. Ergebnis	51
C. Regulierungszwecke des Insiderrechts	51
I. Entwicklung	52
II. Kapitalmarktintegritätsschutz	52
III. Anlegerschutz als institutioneller Anlegervertrauens- und Individualrechtsschutz	54
1. Gewährleistung des Individualschutzes	55
2. Bezwecken des Individualschutzes	57
3. Zwischenergebnis	58
IV. Verhältnis der Schutzzwecke	59
1. Zusammenspiel von Anlegervertrauens- und Kapitalmarktschutz im Allgemeinen	59
2. Ausprägung im Insiderrecht	61
3. Zwischenergebnis	62
V. Kapitalmarktunion	63
VI. Ergebnis	65

D. Regulierungsbedürftigkeit	65
I. Der ökonomische Ansatz: Regulierung durch den Markt	66
II. Notwendigkeit von Gesetzen	67
III. Notwendigkeit einer Reform durch MAR und MAD II	71
1. Zu milde Regelungen	71
2. Zu große Umsetzungsspielräume	72
3. Keine Erfassung neuer Entwicklungen	74
4. Regulierung als richtiges Mittel	74
IV. Ergebnis	75
E. Regelungsmöglichkeiten	75
I. Regelungsebene	76
1. Nationales Recht	76
2. Europarecht	77
3. Ergebnis	80
II. Harmonisierungsgrad	80
1. Mindestharmonisierung	80
2. Vollharmonisierung	81
3. Ergebnis	83
III. Handlungsform	83
1. Hauptrechtsakt MAR	84
2. Annexrichtlinie MAD II	84
a) Ablehnung der Kompetenz nach Art. 83 Abs. 2 AEUV	85
b) Begründung einer Kompetenz nach Art. 83 Abs. 2 AEUV	87
3. Gespaltene Umsetzung	90
4. Ergebnis	91
IV. Eingriffsintensität	92
1. Staatliche Kontrolle	92
2. Informationsmodell	92
3. Erweitertes Informationsmodell	94
4. Ergebnis	94
V. Anknüpfung an den Begriff der Insiderinformation	94
1. Zweistufiges Modell	95
2. Einstufiges Modell	95
3. Ergebnis	97
VI. Gestreckte Sachverhalte	97
1. Bedeutung	97
2. Problematik	98
3. Regulierung	99
4. Ergebnis	101

F. Gesamtergebnis Kapitel 1	101
-----------------------------------	-----

Kapitel 2

Anwendungsbereich des Insiderrechts und Begriff der Insiderinformation 103

A. Anlass	103
B. Anwendungsbereich des Insiderrechts	103
I. Sachlicher Anwendungsbereich	103
1. Erfasste Finanzinstrumente	104
a) Verweisung auf die MiFID II	104
b) Emissionszertifikate	104
c) Alternative Handelsplätze	105
d) Außerbörsliche Derivate	106
e) Antrag auf Zulassung	107
f) Meldepflicht	108
2. Geschäfte, Aufträge und Handlungen	108
3. Ausnahmen	109
a) Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen, Art. 5 MAR	109
b) Geldpolitik, Staatsschuldenverwaltung, Klimapolitik, Agrar- und Fische- reipolitik, Art. 6 MAR	111
II. Räumlicher Anwendungsbereich	112
III. Ergebnis	113
C. Der Begriff der Insiderinformation	113
I. Überblick	113
II. Präzise Information	114
1. Notwendigkeit des Merkmals	114
2. Umstände und Ereignisse	116
a) Umstände ohne Drittbezug	116
b) Umstände aus der Persönlichkeitssphäre	118
c) Zwischenergebnis	119
3. Gegenwärtige und künftige Umstände und Ereignisse	119
a) Notwendigkeit einer Grenzziehung für künftige Umstände und Ereignisse	120
b) Wahrscheinlichkeitserfordernis	122
c) Begriff der Wahrscheinlichkeit	124
d) Grad der Wahrscheinlichkeit	125
aa) Hinreichende Wahrscheinlichkeit	125
bb) 50 % plus x	126
cc) Bestimmung des Wendepunktes	127

dd) Zwischenergebnis	128
e) Anwendbarkeit der <i>probability magnitude</i> Formel	128
f) Zwischenergebnis	129
4. Kursspezifität	130
a) Gegenwärtige Ereignisse	130
b) Handelbarkeit	130
c) Abgrenzung zum Kursbeeinflussungspotential	131
5. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte	132
a) Ausgangspunkt	132
b) Besonderheiten der Beurteilung	134
c) Konkretisierung für typische Fallkonstellationen	135
aa) Personalmaßnahmen	135
bb) M&A-Transaktionen	136
cc) Zwischenergebnis	137
d) Erstreckung auf ungewisse gegenwärtige Ereignisse	137
aa) Subjektive Erwägungen als präzise Informationen	138
bb) Unwahre und nicht erweislich wahre Informationen als präzise Informationen	140
6. Zwischenergebnis	141
III. Keine öffentliche Bekanntheit	142
1. Erforderlichkeit einer Bekanntmachung	142
2. Adressatenkreis	142
3. Geeignete Medien	144
4. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte	145
5. Zwischenergebnis	146
IV. Kursbeeinflussungspotential	146
1. Bedeutung	146
2. Richtiger Ausgangspunkt: <i>Reasonable investor test</i>	147
a) Erforderlichkeit eines normativen Standards	148
b) Verständiger Anleger als geeignetes Leitbild	148
3. (De-)Investitionsentscheidung des verständigen Anlegers	149
a) <i>Ex ante</i> Beurteilung	150
b) Wahrscheinlichkeit	150
c) Nutzen einer Information zur (De-)Investitionsentscheidung	151
aa) Nutzen aufgrund von Kursveränderungen	151
bb) Nutzen aufgrund von Kosten-Nutzen-Analyse	152
(1) Tragweite und Wahrscheinlichkeit der Information	152
(2) Richtung des Kursausschlages	153
cc) Zwischenergebnis	155

d) Anwendbarkeit der <i>probability magnitude</i> Formel	156
aa) Ausgangspunkt	156
bb) Vorzüge der <i>probability magnitude</i> Formel	156
cc) Schwächen der <i>probability magnitude</i> Formel	158
dd) Konkretisierung des Leitbildes des verständigen Anlegers	162
(1) Unterschiedliche Auslegung in den Mitgliedstaaten	163
(2) Einheitliche Betrachtungsweise des verständigen Anlegers nach der MAR	164
(a) Objektiv-generelle Betrachtung	165
(b) Objektiv-individuelle Betrachtung	167
(c) Zwischenergebnis	169
(3) Eigenschaften des verständigen Anlegers	170
(a) Professionalität	170
(b) Risikoneigung	172
(c) Zwischenergebnis	173
ee) Die <i>probability magnitude</i> Formel in abgeschwächter Form	173
e) Zwischenergebnis	174
4. Erheblichkeit des Kursbeeinflussungspotentials	175
5. Im Falle des öffentlichen Bekanntwerdens der Information	176
6. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte	177
a) Problematik	177
b) Bedeutung der <i>probability magnitude</i> Formel	178
c) Personalmaßnahmen und M&A-Transaktionen	179
7. Zwischenergebnis	181
V. Emittenten- oder Finanzinstrumentenbezug	181
1. Ausgangspunkt	181
2. Ausnahmen	183
VI. Ausnahmen vom Begriff der Insiderinformation	184
VII. Ergebnis	185
D. Gesamtergebnis Kapitel 2	186

Kapitel 3

Die Ge- und Verbotstatbestände	188
A. Anlass	188
B. Die Insiderverbotstatbestände	188
I. Überblick	188

II. Persönlicher Anwendungsbereich	189
1. Sekundärinsider	189
2. Juristische Personen	189
III. Tätigen von Insidergeschäften	191
1. Insiderinformationen in Bezug auf Finanzinstrumente	192
2. Nutzen der Information	192
a) Kausalität	192
b) Sondervorteil	194
c) Vermutung	194
3. Erwerb oder Veräußerung	196
a) Verpflichtungsgeschäft	196
b) Unterlassen	197
4. Stornierung und Änderung	197
5. Übermittlung, Änderung oder Zurücknahme eines Gebotes in Bezug auf Emissionszertifikate	199
6. Nutzen einer Empfehlung oder Verleitung	199
7. Zwischenergebnis	200
IV. Empfehlung oder Verleitung	200
1. Art. 8 Abs. 2 MAR als Auffangtatbestand	201
2. Empfehlen oder Verleiten	202
3. Auf Grundlage der Information	204
4. Zwischenergebnis	204
V. Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen	204
1. Offenlegung	205
a) Möglichkeit der Kenntnisnahme	205
b) Neuartigkeit der Information	206
c) Unbestimmter Personenkreis	206
d) Zwischenergebnis	207
2. Weitergabe der Empfehlung oder Verleitung	208
3. Zwischenergebnis	209
VI. Beteiligung Mehrerer	209
VII. Versuch	210
VIII. Ausnahmen	211
1. Ausnahmen von der Nutzungsvermutung der verbotenen Insidergeschäfte ..	211
a) Überblick	212
b) Legitime Handlungen im Einzelnen	212
c) Rückausnahme	214
d) Ungeschriebene Ausnahmen	215

2. Ausnahmen von der unrechtmäßigen Offenlegung	217
a) Normale Ausübung einer Beschäftigung, eines Berufes oder der Erfüllung von Aufgaben	217
b) Verhältnis zur Ad-hoc-Publizitätspflicht	218
c) Marktsondierungen	220
aa) Zweck	220
bb) Einschränkung der Auslegung	221
cc) Strengere Regulierung der MAR	221
dd) Konkretisierende Rechtsakte	222
ee) Zwischenergebnis	223
3. Zwischenergebnis	224
IX. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte	225
1. Voraussetzungen	225
2. Ausnahmen	225
a) Art. 9 MAR	225
b) Art. 10 f. MAR	226
c) Zwischenergebnis	228
X. Ergebnis	228
C. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht	229
I. Persönlicher Anwendungsbereich	229
II. Veröffentlichungspflicht	230
1. Veröffentlichungspflicht des Emittenten	230
a) Unmittelbares Betreffen	230
b) Falsche Veröffentlichungen und Veränderungen	232
2. Veröffentlichungspflicht des EAMP	233
3. Veröffentlichung bei befugter Offenlegung	234
a) Zweck	234
b) Regelungsgehalt	234
aa) Im Auftrag oder auf Rechnung des Emittenten oder EAMP handelnde Personen	235
bb) Kein unmittelbares Betreffen	235
cc) Ausnahme bei Verschwiegenheit	235
dd) Zwischenergebnis	236
4. Inhalt, Art und Weise der Veröffentlichung	237
a) Unverzüglich	237
b) Ermöglichung des Zugriffs und der Bewertung im amtlich bestellten System	239
c) Bereitstellung auf der Website	241
d) EAMP	242
aa) Rechtzeitig	243

bb) Öffentlich und wirksam	243
e) Übermittlung an das Unternehmensregister und Vorveröffentlichung	244
5. Zuständigkeit für die Veröffentlichung	245
a) Zuständigkeit der Führungorgane	245
aa) Horizontale Delegation	246
bb) Vertikale Delegation	246
b) Zuständigkeit anderer Organe	247
aa) Aufsichtsrat	247
bb) Besonderer Vertreter	249
c) Zwischenergebnis	249
6. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte	249
a) Bekanntwerden nicht hinreichend wahrscheinlicher Endergebnisse	250
b) Divergierende Interessen über die Veröffentlichung	250
7. Zwischenergebnis	251
III. Selbstbefreiung	252
1. Tatbestand	252
a) Beeinträchtigung der legitimen Interessen	253
aa) Aktionärsinteresse	253
bb) Prognose	254
cc) Konkretisierungen	255
dd) Emissionszertifikate	256
ee) Beeinträchtigung	257
ff) Zwischenergebnis	257
b) Irreführung der Öffentlichkeit	257
aa) Informationshändlerinteresse	258
bb) Keine Irreführung durch Informationsasymmetrien	258
cc) Irreführung durch Widersprüche zum Emittenten	259
dd) Zwischenergebnis	260
c) Sicherstellung der Geheimhaltung	260
aa) Anforderungen	260
bb) Wegfall der Vertraulichkeit	262
d) Verhältnis von Emittenteninteresse und Marktinteresse	263
aa) Abwägung	264
bb) Interessengleichlauf	265
cc) Zwischenergebnis	266
e) Information der zuständigen Behörde	266
2. Entscheidung und Zuständigkeit	268
3. Vorsorgliche Selbstbefreiung	270
4. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte	271
a) Selbstbefreiung als Regel	271

b) Prüfung im Einzelfall	272
5. Zwischenergebnis	273
IV. Aufschub zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems	274
1. Zweck	274
2. Anwendungsbereich	275
3. Tatbestand	275
a) Untergrabung der finanziellen Stabilität	275
b) Öffentliches Interesse und Gewährleistung der Vertraulichkeit	277
c) Zustimmung der Behörde	278
d) Wegfall der Voraussetzungen	279
4. Entscheidung, Zuständigkeit und vorsorglicher Aufschub	279
5. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte	280
6. Zwischenergebnis	280
V. Ergebnis	281
D. Gesamtergebnis Kapitel 3	282

Kapitel 4

Rechtsfolgen von Verstößen

	284
A. Anlass	284
B. Verwaltungsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen	284
I. Harmonisierungsgrad der MAR	285
II. Ordnungswidriges Verhalten	285
1. Verweisung auf Ge- und Verbotsnormen	285
a) Verweisungstechnik des § 120 WpHG	286
b) Einhaltung des Bestimmtheitsgrundsatzes	287
c) Vorbehalt des Gesetzes	290
2. Verschulden	290
3. Versuch	291
4. Beteiligung Mehrerer und Zurechnung	292
5. Unterlassen	292
6. Zwischenergebnis	294
III. Sanktionen und Maßnahmen	294
1. Angemessenheit	295
2. Maßnahmenkatalog	295
a) Bußgelder	296
aa) Juristische Personen	297
bb) Mindesthöchstgrenzen	297

cc) Umsatzorientierung	298
dd) Erzielte Gewinne und vermiedene Verluste	299
ee) Umsetzung im WpHG	300
b) Weitere Maßnahmen	301
aa) Einstellung des Verhaltens	301
bb) Erlangte Gewinne und vermiedene Verluste	302
cc) Entzug der Zulassung/Verbot von Führungsaufgaben	302
dd) <i>Naming and shaming</i>	303
ee) Zwischenergebnis	305
3. Ahndung von Verstößen	305
a) Mindestbefugnisse	305
b) Erleichterung der Ahndung	306
c) Zusammenarbeit der Behörden	308
d) Zwischenergebnis	310
4. Festsetzung der Sanktionen	310
a) <i>Zumessungskriterien</i>	310
b) Verfahrensregeln	311
5. Veröffentlichung	312
6. Prozessrecht	314
7. Zwischenergebnis	315
IV. Ergebnis	315
C. Strafrechtliche Sanktionen	316
I. Überblick	316
II. Anwendungsbereich und Harmonisierungsgrad der MAD II	317
III. Verfassungsrechtliche Bedenken	319
1. Bestimmtheit und Gesetzesvorbehalt	319
2. <i>Ne bis in idem</i>	319
a) Straftat und Ordnungswidrigkeit	320
b) Verstoß des Europarechts	321
c) Verstoß des nationalen Rechts	322
d) Europäische Subsidiaritätsklausel	323
3. Zwischenergebnis	324
IV. Tatbestände strafbaren Verhaltens	324
1. Verstoß gegen die Insiderverbotstatbestände	324
a) Tätigen von Insidergeschäften, Anstiftung und Empfehlung	324
aa) Formelle Ausgestaltung	325
bb) Besonderheiten im Tatbestand	325
(1) Spector Photo-Vermutung	325
(2) Primär- und Sekundärsider	326

(3) Erforderlichkeit einer Bereicherungsabsicht	327
(4) Emissionszertifikate	327
(5) Anstiften und Empfehlen	327
cc) Ausnahmen	328
b) Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung	328
2. Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht	329
3. Schwerwiegende bzw. schwere Fälle	330
4. Verschulden	331
5. Beteiligung und Versuch	332
a) Beteiligung	332
b) Versuch	333
6. Zwischenergebnis	334
V. Strafmaß	335
1. Sanktionierung natürlicher Personen	335
2. Verantwortlichkeit und Sanktionierung juristischer Personen	336
VI. Strafverfolgung und -prozess	338
VII. Ergebnis	338
D. Zivilrechtliche Sanktionen	340
I. Vorgaben des Europarechts	340
1. Verbot zivilrechtlicher Sanktionen	340
2. Gebot zivilrechtlicher Sanktionen	342
3. Zwischenergebnis	345
II. Anspruchsberechtigte	346
III. Anspruchsverpflichtete	347
IV. Anspruchsgrundlagen	347
1. Kapitalmarktinformationshaftung	347
2. (Vor-)Vertragliche Haftung	349
a) Vertragsschluss	349
b) Pflichtverletzung	349
3. Deliktische Haftung	350
a) § 823 Abs. 1 BGB	351
b) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. einem Schutzgesetz	352
c) § 824 BGB	353
d) § 826 BGB	354
4. Zwischenergebnis	355
V. Gemeinsame Voraussetzungen	356
1. Verschulden	356
2. Inanspruchnahme juristischer Personen	357

3. Schaden	358
a) Allgemeines	358
b) Ad-hoc-Pflichtverstoß	358
c) Insiderverbotsverstoß	359
d) Art des Schadensersatzes	360
e) Umfang des Schadensersatzes	362
aa) Hypothetischer Kursverlauf	363
bb) Kollateralschaden	364
4. Kausalität	365
a) Erforderlichkeit der Transaktionskausalität	366
b) Feststellung der Transaktionskausalität	367
c) Rechtmäßiges Alternativverhalten	368
5. Prozessrecht und Beweislast	369
VI. Ergebnis	371
E. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte	372
F. Gesamtergebnis Kapitel 4	373

Kapitel 5

Zusammenfassende Bewertung 375

A. Gewährleistung von Kapitalmarkt- und Anlegervertrauensschutz	375
I. Formeller Regelungsansatz	375
II. Inhaltliche Gestaltung im Allgemeinen	376
III. Die Normierung gestreckter Sachverhalte	377
B. Schaffung eines europäischen Kapitalmarktrechts	377
C. Fazit	381
Literaturverzeichnis	382
Stichwortverzeichnis	409