

Einheit 7: Insiderrecht

16. Dezember 2016

Rechtlage seit
dem 3.7.2017



Organisatorisches:

Terminverlegung Börsen- und Kapitalmarktrecht:

- 11.11.2016 → N. N.
- 23.12.2016 → N. N.

Link zu den Podcasts dieser Vorlesung:

<https://cast.itunes.uni-muenchen.de/vod/playlists/QC1yw0AhTx.html>

Gliederung der heutigen Veranstaltung

- I. Grundlagen**
- II. Insiderinformation**
- III. Adressaten des Insiderhandelsverbots**
- IV. Verbotene Handlungen**
- V. Ausnahmetatbestände**



I. Grundlagen

Übersicht:

1. Rechtliche Grundlagen
2. Vorverständnis
3. Rechtspolitische Grundsatzfrage
4. Interdependenz mit Publizität
5. Regulatorische Maßnahmen

1. Rechtliche Grundlagen

- Marktmissbrauchs-RiL 2003
- Umgesetzt in den **§§ 12-16b WpHG a. F.** (Insiderüberwachung) und den **§§ 38, 39 WpHG a. F.** (Sanktionierung).
- Grundlegende Änderung zum **3.7.2016**:
 - MarktmissbrauchsVO (Nr. 596/2014, kurz: MM-VO, **MAR**)
 - Marktmissbrauchs-RiL (2014/57/EU, kurz: **MAD-CRIM**): Ergänzt die MAR um Vorgaben für strafrechtliche Sanktionen.

2. Vorverständnis

Was ist Insiderhandel?

- **Insider** sind Marktteilnehmer, die über nicht öffentlich bekannt, kursrelevante Informationen (sog. Insiderinformationen) verfügen.
- **Insiderhandel**, d. h. Handel aufgrund von Insiderinformationen, ist nur in dem kurzen Zeitraum zwischen Erlangung und Veröffentlichung der Information möglich.
- Der **Zeitraum** wird gestreckt, wenn Ad-hoc-Meldungen nach Art. 17 IV MAR unterbleiben dürfen oder (rechtswidrig) zu spät erfolgen.

2. Vorverständnis

Was ist Insiderhandel?

- **Insider** sind Marktteilnehmer, die über nicht öffentlich bekannt. kursrelevante Informationen (so
- **Insiderhandel** beruht also auf einem **Informationsvorsprung** gegenüber anderen Marktteilnehmern. Zeitraum zwischen der Erhaltung der Information und der Ausführung der Transaktion.
- Der **Zeitraum** wird gestreckt, wenn Ad-hoc-Meldungen nach Art. 17 IV MAR unterbleiben dürfen oder (rechtswidrig) zu spät erfolgen.

3. Rechtspolitische Grundsatzfrage

Soll Insiderhandel zulässig sein?

➤ **Argumente pro Legalität:**

- Steigerung der **Informationseffizienz**, da so mehr Informationen in die Preisbildung einfließen
- **Keine Schädigung der Gegenpartei**, da sie das Geschäft mit dem Insider zu den Konditionen abschließt, wie mit einem anderen Marktteilnehmer (*victimless crime*).

3. Rechtspolitische Grundsatzfrage

Soll Insiderhandel zulässig sein?

➤ **Argumente contra Legalität:**

- Keine Steigerung der Informationseffizienz, da Geschäfte einzelner Insider das Preisniveau nicht beeinflussen kann.
- **Funktionenschutz:** Die Zulässigkeit von Insidergeschäften senkt das Vertrauen der Marktteilnehmer mit der Folge, dass die Liquidität absinkt und die Transaktionskosten steigen.
- **Fairness-Argument:** Chancengleichheit der Marktteilnehmer

3. Rechtspolitische Grundsatzfrage

Soll Insiderhandel zulässig sein?

➤ **Argumente contra Legalität:**

- Keine Steigerung der Informationseffizienz, da

Im Anschluss an *EuGH*, ZIP 2010, 78 –
Spector Photo Group jetzt in **EG 23 MAR:**

- „ungerechtfertigten Vorteil ..., der mittels Insiderinformationen zum Nachteil Dritter erzielt wird, die diese Informationen nicht kennen.“

steige

- **Fairness-Argument:** Chancengleichheit der Marktteilnehmer

4. Interdependenz mit Publizität

- Emittenten haben (Insider-)Information grds. unverzüglich im Wege einer **Ad-hoc-Mitteilung** zu veröffentlichen, **Art. 17 I MAR**.
- Hierdurch wird die Informationssymmetrie und damit die Chancengleichheit der Marktteilnehmer (wieder-)hergestellt.
- Beendet den Zeitraum der Informationsasymmetrie. Deren Ausnutzung soll insbesondere durch das **Insiderhandelsverbot (Art. 14 MAR)** verhindert werden.

5. Regulatorische Maßnahmen

Adressiert an Emittenten:

- (1) Pflicht Ad-hoc-Mitteilungen zu veröffentlichen,
Art. 17 I MAR
- (2) Pflicht zur Führung und Aktualisierung von sog.
Insiderlisten, **Art. 18 I MAR** i.V.m. § 14 WpAIV

Adressiert an Insider:

- (1) Mitteilung möglicher Insidergeschäfte durch die
Insider, **Art. 19 MAR**
- (2) Insiderhandelsverbot, **Art. 14 MAR**

5. Regulatorische Maßnahmen

Adressiert an Emittenten

- (1) Pflicht Ad-hoc-Mitteilung

Art. 17 I MAR

- (2) Pflicht zur Führung und Aktualisierung von sog. Insiderlisten, **Art. 18 I MAR** i.V.m. § 14 WpAIV

Adressiert an Insider:

- (1) Mitteilung möglicher Insidergeschäfte durch die Insider, **Art. 19 MAR**
- (2) Insiderhandelsverbot, **Art. 14 MAR**

Die Regelung ist zwar durch die MAR überholt, gilt aber bis zum In-Kraft-Treten des 2. FiMaNoG fort.

5. Regulatorische Maßnahmen

Adressiert an Emittenten

(1) Pflicht Ad-hoc-Mitteilung

Die Regelung ist zwar durch die MAR überholt, gilt aber bis zum In-Kraft-Treten des 2. FiMaNoG fort.

Gilt u. a. für beratende Rechtsanwälte!

Angabe und Aktualisierung von sog. Insiderinformationen
Art. 18 I MAR i.V.m. § 14 WpAIV

Adressiert an Insider:

(1) Mitteilung möglicher Insidergeschäfte durch die Insider, **Art. 19 MAR**

(2) Insiderhandelsverbot, **Art. 14 MAR**

5. Regulatorische Maßnahmen

- Verstöße gegen das **Insiderhandelsverbot** (Art. 14 MAR) sind in § 38 III WpHG **strafrechtlich** sanktioniert.
- Zum Teil genügt **Leichtfertigkeit**, § 38 VI WpHG.
- Strafantrag wird i.d.R. von der **BaFin** auf Grundlage von Informationen gestellt, die sie als Aufsichtsbehörde (§§ 4, 9, 10 WpHG) erlangt hat.
- Schätzung: Bei jeder vierten Unternehmenstransaktion werden Insidergeschäfte getätigt. Erhebliche Vollzugsdefizite (sog. **symbolisches Strafrecht**).

5. Regulator

Wohl bekanntester Fall: Raj Rajaratnam

- Verstöße gegen
(Art. 1
strafrechtlich

- Zum T

- Strafa

Grund

Aufsic

- Schätz

transaktion w

Erhebliche V

Strafrecht).



2009 in NYC öffentlichkeitswirksam

verhaftet 2012 zu einer Haftstrafe von

11 Jahren verurteilt

übergescharte getätigt.

Erhebliche Vermögensdefizite (sog. **symbolisches**

5. Regulatorische Maßnahmen

Bestehen zivilrechtliche Ansprüche?

(1) §§ 280 I, 311 II, 241 II BGB gg. Vertragspartner?

- I.d.R. kein persönlicher Kontakt, anonymer Kapitalmarkt
- Aufklärungspflicht steht Art. 14 lit. c MAR entgegen

(2) § 823 II BGB i.V.m. Art. 14 MAR, § 38 III WpHG gg. Vertragspartner?

- Keine Schutzgesetze, da nur Funktionenschutz intendiert; Individualschutz ist lediglich Reflex

(3) § 826 BGB gg. Vertragspartner

(4) § 823 II BGB i.V.m. § 404 AktG

- Schutzgesetz nur zu Gunsten der Aktionäre

(5) §§ 37b, 37c WpHG gg. Emittenten

5. Regulatorische Maßnahmen

Bestehen zivilrechtliche Ansprüche?

(1) §§ 280 I, 311 II, 241 II BGB gg. Vertragspartner?

- I.d.R. kein persönlicher Kontakt, anonymer Kapitalmarkt
- Aufklärungspflicht steht Art. 14 lit. c MAR entgegen

(2) § 823 II BGB i.V.m. Art. 14 MAR, § 38 III WpHG gg. Vertragspartner?

- Keine Schutzgesetze, da nur Funktionenschutz in Reflex

(3) § 823 I BGB

(4) § 823 I BGB

- Schutzgesetz nur zu Gunsten der Aktionäre

(5) §§ 37b, 37c WpHG gg. Emittenten

Aber nur bei verspäteter oder fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilung

II. Insiderinformation

- (Grund-)Definition in **Art. 7 I lit. a MAR**
- Drei Voraussetzungen:
 1. nicht öffentlich bekannte präzise Information
 2. in Bezug auf Emittenten von Insiderpapieren oder Insiderpapiere selbst
 3. Eignung, den Börsen- oder Marktpreis erheblich zu beeinflussen

II. Insiderinformation

1. Nicht öffentlich bekannte präzise Information

Die Voraussetzung besteht aus **drei Elementen**:

- (1) Information
- (2) Nicht öffentlich bekannt
- (3) Präzise

Im Unterschied zu § 13 I WpHG a. F. verzichtet Art. 7 I MAR auf den **Begriff „Umstand“**. Der Bezugspunkt der Information hat sich dadurch aber nicht geändert, siehe z. B. Art. 7 II 1 MAR.

II. Insiderinformation

1. Nicht öffentlich bekannte präzise Information

Informationen über gegenwärtige **Umstände** sind verifizierbare Aussagen.

- Umfasst in erster Linie **äußere Tatsachen**, z. B.:
 - neue Produktlinie,
 - deren Marktzulassung,
 - personeller Wechsel im Vorstand etc.
- Auch **innere Tatsachen**, wenn sie einer Überprüfung zugänglich sind und Drittbezug aufweisen.

II. Insiderinformation

1. Nicht öffentlich bekannte präzise Information

Beispiel:

- TV-Börsenguru gibt einen „heißen Tipp“, nachdem er sich selbst mit den betreffenden Wertpapieren eingedeckt hat.
- Nach dem „Run“ auf diese Papiere veräußert er diese zu einem höheren Preis (sog. **Scalping**).
- **Liegt eine Insiderinformation vor?**
 - Keine Tatsache, nur **Werturteil** (BGHSt 48, 373 ff.).

II. Insiderinformation

1. Nicht öffentlich bekannte präzise Information

Beispiel:

- Scalping erfüllt aber den Tatbestand der **Marktmanipulation** (Art. 12 lit. a Nr. i MAR). Das **Journalistenprivileg** (§ 20a VI WpHG a. F.) gilt nicht bei Gewinnstreben.

Scalping).

- **Liegt eine Insiderinformation vor?**
 - Keine Tatsache, nur **Werturteil** (BGHSt 48, 373 ff.).

II. Insiderinformation

1. Nicht öffentlich bekannte präzise Information

- Der Begriff der Insiderinformation nach **Art. 7 I lit. a MAR** ist nicht auf Informationen über gegenwärtige Umstände begrenzt.
- Nach **Art. 7 II 1 MAR** werden auch **zukünftige Umstände** erfasst, „bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein werden“. Gleiches gilt für ein **zukünftiges Ereignis**, „von dem vernünftigerweise erwartet kann, dass es in Zukunft eintreten wird ...“.

II. Insiderinformation

Beispiel (EuGH, NZG 2012, 784 – Geltl):

- Der Vorstandsvorsitzende der DaimlerChrysler AG wägt den Gedanken vorzeitig zurückzutreten.
- Er erörtert diesen Plan mit seinen Vorstandskollegen, mit dem Aufsichtsrat und mit einer PR-Agentur.
- Erst nachdem er auf seinen Antrag vom Aufsichtsrat abberufen worden ist, veröffentlicht die DaimlerChrysler AG eine entsprechende Ad-hoc-Mitteilung.

Bestehen Schadensersatzansprüche nach § 37b I Nr. 1 WpHG?

II. Insiderinformation

Beispiel (EuGH, NZG 2012, 784 – Geltl):

- Der Vorstandsvorsitzende der DaimlerChrysler AG wäre
- Er eröffnete die Ad-hoc-Mitteilung rechtzeitig oder zu spät erfolgte.
- Erst nach dem Rat abgab die DaimlerChrysler AG die Mitteilung.

Die für § 37b WpHG entscheidende Frage lautet, ob die Ad-hoc-Mitteilung rechtzeitig oder zu spät erfolgte.

Beim **Insiderhandelsverbot** wäre eine andere, aber ähnliche Frage zu stellen:
Ab wann liegt eine **Insiderinformation** vor?

Bestehen Schadensersatzansprüche nach § 37b I Nr. 1 WpHG?

II. Insiderinformation

Lösungshinweise:

- Es handelt sich um einen sog. **gestreckten Vorgang**.
- Für diesen bestimmt **Art. 7 III MAR**, dass (auch) „ein Zwischenschritt ... als eine Insiderinformation betrachtet (wird), falls er für sich genommen die Kriterien der Insiderinformation (...) erfüllt.“
- Für die weitere Prüfung ergeben sich daraus **zwei Aufgaben**:
 - (1) Zwischenschritte identifizieren
 - (2) Subsumtion unter Art. 7 I lit. a MAR

II. Insiderinformation

Lösungshinweise:

Folgende Zwischenschritte sind zu prüfen:

- (1) Der (gefasste) **Rücktrittsplan** ist ein *gegenwärtiger* Umstand i.S.d. Art. 7 II 1 **Alt. 1** MAR. Auf die Wahrscheinlichkeit der Verwirklichung kommt es daher nicht an.
- (2) Der **Rücktritt als solcher** ist ein *zukünftiger* Umstand. Er ist erst dann eine Insiderinformation, die das Handelsverbot begründet, sobald der Umstand mit **Wahrscheinlichkeit** eintreten wird, Art. 7 II 1 **Alt. 2** MAR.

II. Insiderinformation

- Bei **künftigen Umständen** resultiert erhebliche Ungewissheit aufgrund der Formulierung „mit hinreichender Wahrscheinlichkeit“, **Art. 7 II 1 Alt. 2 MAR**.
- In den **USA**: sog. **probability/magnitude test**, d. h. je größer die Kursauswirkung wäre, desto geringer darf die Wahrscheinlichkeit sein
- Dagegen **EuGH** (Geltl): Wahrscheinlichkeit und Kursrelevanz sind in Art. 7 II 1 MAR zwei getrennte Voraussetzungen
- EuGH (a.a.O.): „darf nicht unwahrscheinlich“ sein

II. Insiderinformation

- Der Information darf **nicht öffentlich bekannt** sein.
- Dies ist aber anzunehmen, sobald die Information einem **breiten Anlegerpublikum zugänglich** ist.
- *Spätestens* anzunehmen, sobald eine **Ad-hoc-Mitteilung** ordnungsgemäß veröffentlicht ist.
- Bloße **Vorahnung** einzelner Marktteilnehmer genügt nicht.
- Ausreichend ist nach h. M. sog. **Bereichsöffentlichkeit**, d. h. die Verfügbarkeit der Information für professionelle Marktteilnehmer.

II. Insiderinformation

Die Information muss **präzise** sein (Art. 7 I lit. a MAR).

(1) Bezugspunkt ist ein gegenwärtiger oder zukünftiger (Art. 7 II 1 Alt. 1, 2 MAR) Umstand.

(2) „Präzise“ ist **teleologisch-systematisch** auszulegen.

- Notwendige Voraussetzung für die Prüfung der Voraussetzung der **Kursrelevanz**.
- Daher: Präzise genug, um den Kurs beeinflussen zu können.

II. Insiderinformation

Die Info
MAR).

(1) Bez

zuk

(2) „Prä

aus

- Notwendige Voraussetzung
- Voraussetzung der **Kursre**
- Daher: Präzise genug, um den Kurs beeinflussen zu können.

Gerüchte sind zwar geeignet, den Kurs zu beeinflussen, beziehen sich aber nicht auf Umstände oder Ereignisse i.S.d. Art. 7 II 1 MAR.

Diese gesetzgeberische Zurückhaltung überzeugt (nur) im Lichte der strafrechtlichen Sanktion in **Art. 14 lit. c MAR i.V.m. § 38 III Nr. 3 WpHG**.

II. Insiderinformation

2. Information mit Emittenten- oder Papierbezug

- Art. 7 I lit. a MAR: „Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen“
- Begriff „**Finanzinstrumente**“ ist in **Art. 2 I MAR** legaldefiniert.
- Nach dem Wortlaut des Art. 7 I lit. a MAR genügt ein nur **mittelbarer Bezug**, d. h. allgemeine Marktdaten, Entscheidungen der Zentralbank etc., die den Emittenten indirekt betreffen.

II. Insiderinformation

2. Information mit Emittenten- oder Papierbezug

- Art. 7 I lit. a MAR: Informationen, die direkt den Emittenten

Tautologie, da alle kursrelevanten Informationen den Emittenten und das Finanzinstrument stets zumindest indirekt betreffen.

Art. 2 I

MAR legaldefiniert.

- Nach dem Wortlaut des Art. 7 I lit. a MAR genügt ein nur **mittelbarer Bezug**, d. h. allgemeine Marktdaten, Entscheidungen der Zentralbank etc., die den Emittenten indirekt betreffen.

II. Insiderinformation

3. Potential zur Kursbeeinflussung

- Art. 7 I lit. a MAR: „Informationen, die ..., wenn sie bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente ... erheblich zu beeinflussen“.
- **Art. 7 IV MAR** bestimmt den **Maßstab**: Würde ein **verständiger Anleger** die Information bei seiner Anlageentscheidung *wahrscheinlich* berücksichtigen?
- Modellbild des **rational handelnden Anlegers**, der sich sämtliche öffentlichen Informationen beschafft und seine Anlageentscheidung hierauf stützt.

II. Insiderinformation

3. Potential zur Kursbeeinflussung

- Ausreichend ist die Eignung der Information zur Kursbeeinflussung („geeignet“).
- Zu beurteilen aus **ex ante-Perspektive**.
Unerheblich, ob Kurs im Fall der Veröffentlichung tatsächlich beeinflusst wird.
- Die ex ante-Identifikation der kursrelevanten Informationen wird den Emittenten durch Beispiele in den **Leitlinien der ESMA** (Art. 7 V MAR) erleichtert.

II. Insiderinformation

3. Potent

- **Str.**, ob feststehen muss, in welche **Richtung** der Kurs beeinflusst wird.
- Gegenstand des **Lofana-Verfahrens** ist die Prüfung der Kursbeeinflussung durch Insiderinformation zum Zeitpunkt der Veröffentlichung beim EuGH. **Wortlaut** spricht gegen diese Einschränkung.
- Zudem ist zu prüfen, ob die Kursbeeinflussung im Falle der Veröffentlichung tatsächlich beeinflusst wird.
- Die ex ante-Identifikation der kursrelevanten Informationen wird den Emittenten durch Beispiele in den **Leitlinien der ESMA** (Art. 7 V MAR) erleichtert.

II. Insiderinformation

3. Potential zur Kursbeeinflussung

Ansätze in der **Literatur** zur **Einschränkung**:

- (1) Gegenbild zum verständigen Anleger sei der **spekulative Anleger**, der (nur) an schnellen Gewinnen und daher an kurzfristigen Informationen interessiert sei.

Konsequenz: verständiger Anleger berücksichtige nur nachhaltig kursbeeinflussende Informationen.

- (2) Verständiger Anleger berücksichtige nur sog. **Fundamentalinformationen**.

II. Insiderinformation

3. Potential zur Kursbeeinflussung

BGHZ 192, 90 ff. – IKB:

Je nach Marktumfeld („nervöser Markt“) berücksichtigt der verständige Anleger auch Informationen, die nicht fundamental sind und lediglich kurzfristige Kursaus-schläge bewirken.

sicherlich primär kursbeeinflussende
Information.

- (2) Verständiger Anleger berücksichtige nur
sog. **Fundamentalinformationen.**

III. Adressaten des Insiderhandelsverbots

- Wortlaut des **Art. 14 MAR** ist (personen-)neutral.
- Erfasst ist **jeder Träger** von Insiderinformationen,
 - d. h. natürliche Personen, aber
 - auch Personenhandelsgesellschaften und juristische Personen, siehe Art. 10 I UAbs. 2 MAR.
- **Teleologische Auslegung** im Hinblick darauf, dass z. B. auch die Emittenten selbst den Tatbestand des Art. 14 lit. a MAR erfüllen können.
- Gesellschaften haben zwar kein eigenes Wissen; aber **Wissenszurechnung** (analog §§ 31, 166 I BGB).

IV. Verbotene Handlungen

Übersicht:

1. Insidergeschäfte
2. Empfehlen, Anstiften
3. Unrechtmäßige Offenlegung

IV. Verbotene Handlungen

1. Insidergeschäfte, Art. 14 lit. a MAR

- Insidergeschäfte sind willentliche und **rechtsgeschäftliche Vorgänge**, namentlich der Erwerb und die Veräußerung von Finanzinstrumenten i.S.d. Art. 2 I MAR.
- Nicht erfasst ist daher der Erwerb im Zuge einer **Erbschaft**.
- Unerheblich, ob der Erwerb bzw. die Veräußerung an der Börse oder **außerhalb der Börse** abgewickelt wird.

IV. Verbotene Handlungen

1. Insidergeschäfte, Art. 14 lit. a MAR

- Maßgeblich ist nicht das Verfügungs-, sondern bereits das **Verpflichtungsgeschäft**.
- Bereits hierbei wird die Information ausgenutzt und der wirtschaftliche Vorteil (geringere Gegenleistung) erlangt.
- Das Verfügungsgeschäft beruht nicht auf der Insiderinformation, sondern auf der schuldrechtlichen Verpflichtung.
- **Aber:** Die **Stornierung** der Verpflichtung kann ein Insidergeschäft sein, siehe **Art. 8 I 2 MAR**.

IV. Verbotene Handlungen

1. Insidergeschäfte, Art. 14 lit. a MAR

- Die Insiderinformation muss bei Erwerb/Veräußerung verwendet worden sein.
- Dies wird im Anschluss an *EuGH*, ZIP 2010, 78 – Spector Photo Group (widerleglich) **vermutet**.
- **Widerlegt**, wenn der Erwerber/Veräußerer erst nach dem Verpflichtungs-, aber vor dem Verfügungsgeschäft Kenntnis von der Insiderinformation erlangt hat

IV. Verbotene Handlungen

1. Insidergeschäfte

- Die Insider-Veräußerung
- Dies wird im *Marktmanipulationsgesetz*, Ziff. 2010, 78 – Spector Photo Group (widerleglich) **vermutet**.
- **Widerlegt**, wenn der Erwerber/Veräußerer erst nach dem Verpflichtungs-, aber vor dem Verfügungsgeschäft Kenntnis von der Insider-information erlangt hat

Wohl übernommen in
EG 24 MAR, aber
unglückliche Terminologie
(„sollte unterstellt werden“).

IV. Verbotene Handlungen

2. Empfehlen, Anstiften, Art. 14 lit. b MAR

- Den Tathandlungen **Empfehlen** und **Anstiften** ist gemeinsam, dass der Täter auf den Willen eines Dritten dergestalt einwirkt, dass dieser ein Insidergeschäft i.S.d. Art. 8 I MAR tätigen soll.
- Ein **Erwerb-/Veräußerungsgeschäft** ist – im Unterschied zu Art. 14 lit. a WpHG – **nicht erforderlich**. Daher ist lit. b auch erfüllt, wenn der Dritte keine Transaktion vornimmt.

IV. Verbotene Handlungen

3. Unrechtmäßige Offenlegung, Art. 14 lit. c MAR

- **Offenlegung** kann unterschiedlich erfolgen:
 - Var. 1: direkter Informationstransfer vom Insider zu einem Dritten
 - Var. 2: der Insider eröffnet einem Dritten die Möglichkeit, die Insiderinformation (eigenständig) zur Kenntnis zu nehmen.
- Der Tatbestand erfasst trotz des Singulars in **Art. 10 I MAR** („einer anderen Person“) auch die Offenlegung gegenüber **mehreren Personen**.

IV. Verbotene Handlungen

3. Unrechtmäßige Offenlegung, Art. 14 lit. c MAR

- Verboten ist nur „**unrechtmäßige**“ Offenlegung.
- Diese Voraussetzung wird im Lichte von **Art. 10 I a. E. MAR** ausgelegt.
- Danach ist die Offenlegung ausnahmsweise gestattet und rechtmäßig, wenn sie **(1)** im Rahmen der normalen beruflichen Tätigkeit des Insiders oder **(2)** im Rahmen organschaftlicher oder **(3)** anderweitig übernommener Aufgaben erfolgt.
- **Restriktive Auslegung:** Informationstransfer muss zur Erfüllung der gesetzlichen Aufgaben unerlässlich sein.

IV. Verbotene Handlungen

3. Unre

Erweiterung durch Art. 11 MAR:

- Zulässig sind auch Mitteilungen an potentielle Käufer/Verkäufer, die vor der Ankündigung eines Geschäfts erfolgen, um das Interesse der Anleger einschätzen zu können (sog. *market test*).
- der normalen beruflichen Tätigkeit des Insiders oder (2) in seinen organschaftlicher oder (3) anderweitig übernommener Aufgaben erfolgt.
- **Restriktive Auslegung:** Informationstransfer muss zur Erfüllung der gesetzlichen Aufgaben unerlässlich sein.

V. Ausnahmetatbestände

Seit dem 3.7.2016 in **Art. 5 MAR** i.V.m. technischen Regulierungsstandards der Kommission (Art. 5 VI UAbs. 3 MAR) geregelt:

1. **Art. 5 I-III MAR**: Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von **Rückkaufprogrammen** (§§ 71 ff. AktG) oder
2. **Art. 5 IV MAR**: Maßnahmen zur **Stabilisierung des Kurses** von Wertpapieren

Lesehinweise zur Vertiefung:

- *EuGH*, NZG 2012, 784 – Geltl/DaimlerChrysler
- *EuGH*, ZIP 2010, 78 – Spector Photo Group
- BGHSt 48, 373 ff. (Scalping)
- *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 7. Aufl. 2014, § 6
- *Grunewald/Schlitt*, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2014, § 13
- *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2015, § 15

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

timo.fest@jura.uni-muenchen.de

