

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

---

Band 149

# Insiderhandel nach der Marktmissbrauchsverordnung

Eine kritische Betrachtung der Reform des Insiderrechts

Von

Boris Waschkowski



Duncker & Humblot · Berlin

BORIS WASCHKOWSKI

Insiderhandel nach der Marktmissbrauchsverordnung

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 149

# Insiderhandel nach der Marktmissbrauchsverordnung

Eine kritische Betrachtung der Reform des Insiderrechts

Von

Boris Waschkowski



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät  
der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg hat diese Arbeit  
im Jahre 2019 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in  
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten  
© 2019 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf  
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 1614-7626  
ISBN 978-3-428-15819-5 (Print)  
ISBN 978-3-428-55819-3 (E-Book)  
ISBN 978-3-428-85819-4 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

*Meinen Eltern*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2019 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung konnten bis zum 31. Juli 2019 Berücksichtigung finden.

Meinem verehrten Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Hanno Merkt, LL.M., gebührt tiefster Dank. Nicht nur hat er mir im Rahmen seines Schwerpunktseminars bereits zu Studienzeiten die Freude am wissenschaftlichen Arbeiten näher gebracht und damit den Grundstein für diese Arbeit gelegt, sondern auch die Entstehung dieser Arbeit stets unterstützt und gefördert sowie mir dabei jeglichen Freiraum eingeräumt, um etwa zwischendurch ein LL.M.-Studium in London absolvieren zu können. Ihm und den Herren Professoren Dr. Holger Fleischer, LL.M., und Dr. Gerald Spindler danke ich zudem für die Aufnahme meiner Arbeit in ihre Schriftenreihe. Herrn Prof. Dr. Jan Lieder, LL.M., möchte ich herzlich für die überaus schnelle Erstellung des Zweitgutachtens danken.

Dank gebührt ferner den Kanzleien Gleiss Lutz, insbesondere dem Team von Dr. Dipl.-Kfm. Adrian Bingel, und Hengeler Mueller, insbesondere dem Team von Prof. Dr. Jochen Vetter, für die Möglichkeit einer promotionsbegleitenden wissenschaftlichen Mitarbeit und dadurch gewonnene Praxiserfahrungen und Anregungen hinsichtlich der Marktmissbrauchsverordnung.

Herrn Nikita Alymov und Herrn Dr. Julian Spatz danke ich für fruchtbare Diskussionen, kritische Anmerkungen und die Durchsicht des Manuskripts. Frau Véronic Miniböck danke ich herzlichst für ihre große Unterstützung, Motivation, Geduld und Rücksicht nicht nur im Entstehungsprozess dieser Arbeit.

Der größte Dank gebührt schließlich meinen Eltern, Ute und Reinhard Waschkowski, für ihre bedingungs- und ausnahmslose Unterstützung, ihren Rat und ihre Zeit während der Promotion und weit darüber hinaus. Ohne sie wäre nicht nur diese Arbeit nicht möglich gewesen. Ihnen widme ich daher diese Arbeit.

Stuttgart, im August 2019

*Boris Waschkowski*





# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b> .....	23
<b>Gang der Untersuchung</b> .....	26

## *Kapitel 1*

<b>Historische Entwicklung des Insiderrechts bis zur Entstehung der MMVO und Hintergrund der Insiderregulierung</b> .....	28
A. Entwicklung des deutschen und europäischen Insiderrechts .....	28
I. Historische Anfänge .....	28
II. Deutschland: Selbstregulierungsansatz durch die Insiderhandels-Richtlinien .....	29
1. Gründe für das Scheitern .....	30
a) Fehlende Akzeptanz und geringe Befolungsquote .....	30
b) Eindimensionaler Geltungsgrund und unklarer Schutzbereich .....	31
c) Keine inhaltliche Angemessenheit .....	32
d) Fehlende Kontrolle und Sanktionierung .....	33
2. Fazit .....	34
III. Erlass des WpHG und MMRL .....	34
IV. Entstehung der MMVO .....	36
B. Regelungsziele der MMVO und Theorien des Insiderrechts .....	37
I. Regelungsziele der MMVO .....	37
1. Kapitalmarktspezifische Ziele der MMVO .....	37
a) Funktionsschutz des Kapitalmarkts .....	38
aa) Institutionelle Funktionsfähigkeit .....	38
bb) Operationale Funktionsfähigkeit .....	39
cc) Allokative Funktionsfähigkeit .....	40
b) Anlegerschutz .....	40
2. Binnenmarktspezifische Ziele der MMVO .....	41
II. Theorien des Insiderrechts .....	44
1. Juristische Theorie des Insiderrechts .....	44
a) Informationelle Chancengleichheit („equal access-Ansatz“) .....	44
b) Grundsätzlich keine Schädigung wegen fehlender Kausalität .....	46
c) Anlegervertrauen .....	47

2. Ökonomische Theorie des Insiderrechts .....	49
a) Die Kapitalmarkteffizienzhypothese .....	50
aa) Informationseffizienz .....	51
bb) Fundamentalwerteffizienz .....	52
cc) Die drei theoretischen Stützen der ECMH .....	53
(1) Leitbild des rationalen Anlegers .....	54
(2) Das Aggregationsargument .....	55
(3) Das Arbitrageargument .....	56
dd) Die drei Varianten der ECMH .....	56
(1) Schwache Variante .....	57
(2) Halbstrenge Variante .....	57
(3) Strenge Variante .....	58
b) Behavioral Finance .....	59
aa) Kritik der Behavioral Finance an der ECMH .....	59
(1) Verhaltensanomalien .....	60
(2) Systematische Abweichungen vom Leitbild des rationalen Anlegers	60
(3) Limits of arbitrage .....	61
bb) Kritik an der Behavioral Finance .....	62
c) Zwischenfazit .....	63
III. Kritik an Insiderregulierung .....	64
1. Insiderhandel und -gewinne als Leistungsanreiz für die Unternehmensleitung	64
2. Insiderhandel als Förderung der Kapitalmarkteffizienz .....	66
3. Fazit .....	68

## *Kapitel 2*

### **Grundzüge des US-amerikanischen Insiderrechts und vergleichende Darstellung der Insiderrechte von Frankreich und des Vereinigten Königreichs unter der MMRL**

	69
A. Grundzüge des US-amerikanischen Insiderrechts .....	70
I. Einzelstaatliches Common Law .....	70
II. Bundesgesetzliche Regelungen .....	71
1. § 10(b) SEA und SEC Rule 10b-5 .....	71
2. Cady, Roberts & Co. ....	73
3. SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. ....	74
4. Chiarella v. United States .....	74
5. Dirks v. SEC .....	76
6. United States v. O'Hagan .....	78
7. § 16(b) SEA .....	79

III. Dogmatische Unterschiede zum europäischen Insiderrecht .....	80
1. Insiderhandel als Marktdelikt .....	80
2. Insiderhandel als Betrug .....	81
B. Vergleichende Betrachtung der Insiderregime von Frankreich und des Vereinigten Königreichs nach der MMRL unter Rückgriff auf die entsprechenden Insiderregelungen in Deutschland .....	82
I. Insiderverbote .....	82
1. Frankreich .....	82
2. Vereinigtes Königreich .....	83
II. Ad-hoc-Publizität .....	85
1. Vereinigtes Königreich .....	85
2. Frankreich .....	86
III. Aufsichtsrechtliche Sanktionen bei Insiderverstößen .....	87
1. Frankreich .....	87
2. Vereinigtes Königreich .....	88
IV. Fazit .....	90

### *Kapitel 3*

<b>Europarechtlicher Hintergrund der MMVO</b>	92
A. Allgemeines zur europäischen Rechtsetzung .....	92
I. Die Rechtsetzungsinstrumente nach Art. 288 AEUV .....	92
II. Richtlinie und Verordnung – die beiden wichtigsten Rechtsakte .....	93
III. Die Wahl des Rechtsakts nach Art. 296 Abs. 1 AEUV .....	93
IV. Regel-Vorrang der Richtlinie als grundsätzlich schonendere Maßnahme .....	94
B. Paradigmenwechsel in der kapitalmarktrechtlichen Gesetzgebung .....	95
I. Entwicklung der Kapitalmarktregulierung .....	95
1. Mindest- und Vollharmonisierung im Kapitalmarktrecht .....	95
2. Von der mindestharmonisierenden Richtlinie zur Verordnung .....	96
II. Das Lamfalussy-Verfahren .....	96
1. Ursprung und Ziele des Lamfalussy-Verfahrens .....	97
2. Ablauf .....	98
a) Level 1: Rahmenrechtsakte .....	98
b) Level 2: Delegierte Rechtsakte und Durchführungsrechtsakte .....	99
aa) Delegierte Rechtsakte (Art. 290 AEUV) .....	100
bb) Durchführungsrechtsakte (Art. 291 AEUV) .....	100
c) Level 3: Leitlinien und Empfehlungen .....	101
d) Level 4: Kontrolle der Rechtsumsetzung in den Mitgliedsstaaten .....	102

3. Bewertung und Frage nach hinreichender demokratischer Legitimation . . . . .	102
a) Bewertung des Lamfalussy-Verfahrens . . . . .	102
b) Demokratische Legitimation delegierter Kommissionsrechtsetzung . . . . .	103
aa) Keine Legitimation aus dem europäischen Demokratieprinzip . . . . .	103
bb) Gesetzgeberische Kontrolle als Legitimationsressource . . . . .	104
cc) Funktionales Prinzip als zusätzliche Legitimationsressource . . . . .	105
C. Das Regulierungskonzept der MMVO . . . . .	106
I. Harmonisierungsgrad der MMVO . . . . .	107
1. Grundsätzlich vollharmonisierende Verordnung . . . . .	107
2. Abweichungsmöglichkeiten des nationalen Gesetzgebers . . . . .	107
II. Primärrechtliche Vereinbarkeit der MMVO . . . . .	110
1. Art. 114 AEUV als Ermächtigungsgrundlage . . . . .	110
a) Verordnungs- und Vollharmonisierungskompetenz . . . . .	110
b) Subjektive Binnenmarktfinalität . . . . .	111
c) Objektive Binnenmarktfinalität . . . . .	112
aa) Handelshemmnisse und spürbare Wettbewerbsverzerrungen unter Gel-	
tung der MMRL . . . . .	112
(1) Handelshemmnisse . . . . .	113
(2) Spürbare Wettbewerbsverzerrungen . . . . .	113
bb) Beseitigung der Binnenmarkthindernisse als tatsächliches Ziel der	
MMVO . . . . .	115
2. Verhältnismäßigkeits- und Subsidiaritätsgrundsatz . . . . .	117
a) Verhältnismäßigkeitsgrundsatz . . . . .	117
b) Subsidiaritätsgrundsatz . . . . .	118
III. Notwendigkeit einer grundsätzlich vollharmonisierenden Verordnung im Markt-	
missbrauchsrecht . . . . .	119
1. Keine Notwendigkeit aus den Erwägungsgründen der MMVO . . . . .	119
2. Schaffung einer europäischen Kapitalmarktunion als zwingender Grund . . . . .	121
a) Notwendigkeit einer europäischen Kapitalmarktunion . . . . .	121
b) Kritik an der Kapitalmarktunion . . . . .	122
c) Bewertung . . . . .	123

#### *Kapitel 4*

### **Konzeption, Anwendungsbereich und einzelnormübergreifende Probleme der MMVO**

	127
A. Konzeption der MMVO . . . . .	127
I. Allgemeine Struktur der MMVO . . . . .	127
II. Erwägungsgründe . . . . .	127

III. Rahmenrechtsakt und Level 2-Rechtsakte .....	128
B. Der Anwendungsbereich der MMVO .....	129
I. Erweiterung des Anwendungsbereichs im Vergleich zur MMRL .....	129
II. Vollständige Erfassung des Freiverkehrs .....	130
1. Grundsatz .....	130
2. Ausnahme .....	131
III. Generelle Ausnahmen vom Anwendungsbereich .....	132
IV. Allgemeine Ausnahmen vom Verbot von Insidergeschäften .....	133
C. Einzelnormübergreifende Probleme der MMVO .....	134
I. Die Auslegung der MMVO .....	134
1. Allgemeines zur Auslegung der MMVO .....	134
2. Die Auslegungsgrundsätze des EuGH .....	134
a) Wörtliche Auslegung .....	135
b) Historische Auslegung .....	136
c) Systematische Auslegung .....	137
d) Teleologische Auslegung .....	138
II. Mangelhafte Ausgestaltung der Vorschriften .....	139
1. Unübersichtlichkeit aufgrund zahlreicher Regelungsebenen .....	139
a) Europäische Ebene .....	139
b) Nationale Ebene .....	140
2. Hohe Komplexität, fehlende Rechtsklarheit und hieraus resultierende Rechts- unsicherheit .....	141
a) In Widerspruch stehende Zielsetzungen der MMVO .....	141
b) Praxis vermisst Rechtsklarheit in zentralen Bereichen des Insiderrechts ..	142
c) Große Verantwortung für die Aufsichtspraxis .....	143
3. Größerer Verwaltungsaufwand und höhere Compliance-Kosten .....	145
III. Überbordende Erwägungsgründe .....	146
1. Die Bedeutung der Erwägungsgründe im Unionsrecht .....	146
2. Rechtsnatur von Erwägungsgründen .....	147
a) Keine zwingende Einschränkung durch Erwägungsgründe .....	147
b) Normative Wirkung der Erwägungsgründe .....	148
c) Stellungnahme .....	148
3. Bewertung der Erwägungsgründe der MMVO .....	149

*Kapitel 5***Das Insiderrecht der MMVO**

151

A. Der Begriff der Insiderinformationen (Art. 7 MMVO) .....	151
I. Keine Ergänzung um eine „Insiderinformation light“ .....	151
II. Die Insiderinformationen nach Art. 7 Abs. 1 lit. a) MMVO .....	153
1. Präzise Informationen .....	153
a) Gegebene Umstände und eingetretene Ereignisse .....	154
b) Zukünftige Umstände und Ereignisse .....	155
c) Zeitlich gestreckte Vorgänge .....	156
aa) Keine Sperrwirkung auf Konkurrenzebene .....	157
bb) Die Rolle des Merkmals „vernünftigerweise erwarten kann“ bei der Ermittlung der Kursrelevanz von Zwischenschritten .....	157
(1) Kursrelevanz des Zwischenschritts, wenn das zukünftige Endergebnis vernünftigerweise erwartet werden kann .....	158
(2) Keine Sperrwirkung auf Kursrelevanzebene .....	158
(3) Stellungnahme .....	159
(a) Begrüßenswerte Maximierung der Wirksamkeit der Insiderhandelsverbote .....	159
(b) Problematische Folgen für die Ad-hoc-Publizität und die Praxis .....	160
(c) Zielkonflikt zwischen Insiderhandelsverboten und Ad-hoc-Publizität .....	161
(d) Lösungsvorschläge de lege lata .....	161
d) Kursspezifität .....	163
2. Nicht öffentlich bekannt .....	164
a) Konzept der Bereichsöffentlichkeit .....	164
b) Konzept der Kapitalmarktöffentlichkeit .....	164
c) Keine Definition in der MMVO .....	165
aa) Wortlaut .....	165
bb) Historische Auslegung .....	166
cc) Systematische Auslegung .....	167
dd) Teleologische Auslegung .....	168
ee) Zwischenergebnis .....	169
3. Emittenten- oder Finanzinstrumentenbezug .....	170
4. Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung .....	172
a) Allgemeines zum verständigen Anleger .....	173
aa) Der US-amerikanische materiality-Standard als Ursprung des reasonable investor test .....	174
bb) Keine veränderte Rolle aufgrund Versetzung in den Rahmenrechtsakt .....	175
cc) Der verständige Anleger als normativer und funktionaler Begriff .....	176

- b) Der verständige Anleger im Lichte der Regelungsziele der MMVO und ihres Insiderrechts ..... 177
  - aa) Funktionsschutz und ökonomische Theorie – Der verständige Anleger als Personifikation der halbstrengen Variante der ECMH ..... 178
    - (1) Das Konzept des Fundamentalwerts und Ausnahme für handelsbezogene Informationen ..... 178
    - (2) Möglichkeit der ökonomischen Analyse des Rechts ..... 180
    - (3) Ursprung und Erwägungsgründe 14 und 15 MMVO als vorgebrachte Stützen der ökonomischen Ansicht ..... 181
      - (a) Der verständige Anleger in der US-amerikanischen Rechtsprechung ..... 182
        - (aa) Lediglich vereinzelt Verständnis des verständigen Anlegers als Personifikation der halbstrengen Variante der ECMH ... 182
        - (bb) Stetige Ablehnung einer bright-line rule vom Supreme Court 184
        - (cc) Versuche der Charakterisierung des verständigen Anlegers 185
      - (b) Der verständige Anleger in den Erwägungsgründen der MMVO 186
        - (aa) Keine klaren Aussagen zum verständigen Anleger in den Erwägungsgründen 14 und 15 MMVO ..... 186
        - (bb) Allgemeine Erwägungsgründe sprechen gegen ökonomische Ansicht ..... 187
    - (4) Zwischenergebnis ..... 188
  - bb) Der verständige Anleger und Anlegerschutz ..... 189
    - (1) Insiderhandelsverbote ..... 189
    - (2) Ad-hoc-Publizität ..... 191
    - (3) Zwischenfazit ..... 192
  - cc) Der verständige Anleger vor dem Hintergrund binnenmarktspezifischer Ziele ..... 192
    - (1) Der verständige Anleger als Mittel zur Einheitlichkeit ..... 192
    - (2) Der verständige Anleger als Mittel zur Rechtssicherheit ..... 193
- c) Der verständige Anleger gem. Art. 7 Abs. 4 MMVO ..... 194
  - aa) Funktionsschutzorientierte Basis ..... 194
  - bb) Berücksichtigung irrationalen Verhaltens anderer Marktteilnehmer ... 195
  - cc) De lege lata keine grundsätzliche Abkehr vom Maßstab des verständigen Anlegers möglich ..... 196
  - dd) Fundamentales Problem der lediglich teildientlichen Regelungsziele 197

III. Doppelt verpasster Reformbedarf ..... 199

- 1. Beibehaltung des einstufigen Modells unter Klarstellung der Ad-hoc-Publizität 200
- 2. Einführung eines zweistufigen Modells ..... 202
- 3. Fazit ..... 206



B. Die Insiderhandelsverbote (Art. 14 MMVO i.V.m. Art. 8 und Art. 10 MMVO) . . . . .	207
I. Der Begriff des Insiders (Art. 8 Abs. 4 MMVO) . . . . .	207
1. Primärinsider (Art. 8 Abs. 4 lit. a) bis d) MMVO) . . . . .	207
2. Sekundärinsider (Art. 8 Abs. 4 UAbs. 2 MMVO) . . . . .	208
II. Verbotstatbestände des Art. 14 MMVO . . . . .	208
1. Das Verbot von Insidergeschäften (Art. 14 lit. a) und b) MMVO i.V.m. Art. 8 MMVO) . . . . .	209
a) Das Tätigungsverbot (Art. 14 lit. a) MMVO i.V.m. Art. 8 Abs. 1 MMVO) . . . . .	209
aa) Tatbestandliche Handlungen . . . . .	209
(1) Erwerb oder Veräußerung . . . . .	209
(2) Stornierung oder Änderung . . . . .	211
bb) Nutzung der Insiderinformation . . . . .	211
(1) Verfügen über eine Insiderinformation . . . . .	211
(2) Maßgeblicher Zeitpunkt für die Nutzung . . . . .	212
(3) Spector-Entscheidung des EuGH . . . . .	213
b) Das Empfehlungs- und Verleitungsverbot (Art. 14 lit. b) MMVO i.V.m. Art. 8 Abs. 2 MMVO) . . . . .	214
aa) Sprachliche Klarstellungen . . . . .	214
bb) Anwendbarkeit der Vermutungsregel aus der Spector-Entscheidung des EuGH . . . . .	215
cc) Art. 8 Abs. 3 MMVO: Erfassung von Tippempfängern . . . . .	217
(1) Eigenständiger personeller Anwendungsbereich . . . . .	217
(2) Keine Anwendbarkeit der Vermutungsregel aus der Spector-Entscheidung des EuGH . . . . .	218
c) Legitime Handlungen (Art. 9 MMVO) . . . . .	219
aa) Tatbestandsausschließende Wirkung . . . . .	219
bb) Berücksichtigung weiterer Fallgruppen außerhalb von Art. 9 MMVO . . . . .	219
2. Das Offenlegungsverbot (Art. 14 lit. c) MMVO i.V.m. Art. 10 MMVO) . . . . .	222
a) Unrechtmäßige Offenlegung . . . . .	222
b) Ausnahmen vom Offenlegungsverbot . . . . .	223
aa) Allgemeine Ausnahme nach Art. 10 Abs. 1 Hs. 2 MMVO . . . . .	223
(1) Strittiger Maßstab für eine befugte Weitergabe im alten Recht . . . . .	223
(2) Die Grøngaard und Bang-Entscheidung des EuGH . . . . .	223
(3) Anwendbarkeit der Grøngaard und Bang-Entscheidung unter Geltung der MMVO . . . . .	224
(4) Modifizierung der Grøngaard und Bang-Entscheidung im Lichte der MMVO . . . . .	226
bb) Marktsondierungen (Art. 11 MMVO) . . . . .	227
(1) Marktsondierungen als wichtiges Instrument für das Funktionieren der Finanzmärkte . . . . .	227

- (2) Keine Anwendbarkeit der Grundsätze aus der Grøngaard und Bang-Entscheidung ..... 228
    - (3) Art. 11 Abs. 4 MMVO als safe harbour unter den dort genannten Voraussetzungen ..... 229
  - III. Fazit ..... 232
- C. Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MMVO) ..... 233
  - I. Die allgemeine Ad-hoc-Publizitätspflicht (Art. 17 Abs. 1 MMVO) ..... 234
    - 1. Voraussetzungen ..... 234
    - 2. Grundsätzliche Berichtigungs-, aber keine Aktualisierungspflicht ..... 235
    - 3. Deutlicher Anstieg der Ad-hoc-Mitteilungen seit Wirksamwerden der MMVO 237
  - II. Die spezielle Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Offenlegung der Insiderinformation (Art. 17 Abs. 8 MMVO) ..... 237
  - III. Möglichkeit der Selbstbefreiung (Art. 17 Abs. 4 MMVO) ..... 240
    - 1. Emittenten- und Marktschutz ..... 240
    - 2. Voraussetzungen der Selbstbefreiung ..... 241
      - a) Berechtigte Interessen des Emittenten (Art. 17 Abs. 4 lit. a) MMVO) .... 241
        - aa) Keine Interessenabwägung erforderlich ..... 241
        - bb) Unabgestimmte Präzisierungen der berechtigten Interessen ..... 242
      - b) Keine Irreführung der Öffentlichkeit (Art. 17 Abs. 4 lit. b) MMVO) ..... 243
      - c) Sicherstellung der Geheimhaltung (Art. 17 Abs. 4 lit. c) MMVO) ..... 244
        - aa) Anforderungen an den Emittenten zur Sicherstellung der Geheimhaltung 244
        - bb) Unwiderlegbare Vermutung bei ausreichend präzisen Gerichten (Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MMVO) ..... 245
      - d) Befreiungsbeschluss des Emittenten ..... 247
      - e) Keine Selbstbefreiung bei fehlendem Beschluss des Emittenten ..... 249
  - IV. Fazit ..... 250
- D. Insiderlisten (Art. 18 MMVO) ..... 251
  - I. Zielsetzungen und erweiterter Anwendungsbereich ..... 251
  - II. Wortlautproblematiken ..... 252
  - III. Veränderungen für die Praxis ..... 252
    - 1. Wegfall des Funktionsinsiders und geringe Bedeutung des „permanenten Insiders“ ..... 253
    - 2. Deutlich erhöhter Verwaltungsaufwand ..... 254
  - IV. Fazit ..... 255
- E. Managers’ Transactions (Art. 19 MMVO) ..... 255
  - I. Meldepflichten (Art. 19 Abs. 1 MMVO) ..... 256
    - 1. Vielschichtige Regelungszwecke und erweiterter Anwendungsbereich ..... 256
    - 2. Kritisch zu sehende Erstreckung auf rein passive Geschäfte ..... 256

3. Verkürzte Meldefrist und Schwellenwert .....	257
a) Angemessenheit der Beibehaltung einer „post-trading-disclosure“ unter Verkürzung der Meldefrist .....	257
b) Unglücklicher Fristengleichlauf von Meldepflichtigem und Emittenten .....	259
c) Sinnvolle Einzelbetrachtung hinsichtlich Schwellenwerterreichung .....	260
4. Zweifelhafte Handlungsmöglichkeiten für die Mitgliedsstaaten .....	260
5. Empirie: Größerer Verwaltungsaufwand und höhere Kosten .....	261
II. Handelsverbot (Art. 19 Abs. 11 MMVO) .....	261
1. Mehr informationelle Chancengleichheit auf Kosten von Transparenz .....	262
2. Unklarer zeitlicher und sachlicher Anwendungsbereich .....	262
a) Veröffentlichung statt Ankündigung als Maßstab .....	262
b) Umfasste Berichte – Problematik bei verpflichtenden Quartalsmitteilungen .....	264
3. Umstrittene Zuständigkeit des Emittenten für die Befreiungsmöglichkeit .....	265
III. Fazit .....	267
F. Verwaltungsrechtliche Sanktionen (Art. 30 ff. MMVO) .....	267
I. Bußgelder (Art. 30 MMVO) .....	268
1. Deutliche Verschärfung zum früheren Standard .....	268
2. Umsetzung der Mindeststandards ins deutsche Recht .....	268
II. Naming and shaming (Art. 34 MMVO) .....	269
III. Fazit .....	270
<b>Schlussbetrachtung</b> .....	<b>272</b>
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	<b>275</b>
<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	<b>291</b>

## Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
Akron L. Rev.	Akron Law Review
Am. Bus. L.J.	American Business Law Journal
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
AMF	Autorité des Marchés Financiers
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
Art.	Artikel
AT	Allgemeiner Teil
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Banking L.J.	Banking Law Journal
BB	Betriebs-Berater
Begr.	Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BOARD	Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland
BörsG	Börsengesetz
BT-Drs.	Bundestag Drucksache
B.U.L. Rev.	Boston University Law Review
Bus. Law.	Business Lawyer
Can. L. Times	Canadian Law Times
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
Cath. U. L. Rev.	Catholic University Law Review
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
Cir.	Circuit
CMLJ	Capital Markets Law Journal
Cornell J.L. & Pub. Pol'y	Cornell Journal of Law and Public Policy
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
DB	Der Betrieb
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
Duke L.J.	Duke Law Journal
EBOR	European Business Organization Law Review
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis

ECML	European Capital Markets Law
EG	Europäische Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht (Zeitschrift)
f./ff.	folgende/fortfolgende
FAQs	Frequently Asked Questions
FCA	Financial Conduct Authority
FFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
Fin. An. J.	Financial Analysts Journal
Fn.	Fußnote
Fordham J. Corp. & Fin. L.	Fordham Journal of Corporate & Financial Law
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000
Geo. L.J.	Georgetown Law Journal
Hand. d. KapI.	Handbuch der Kapitalmarktinformation
Harvard Bus. Rev.	Harvard Business Review
HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
i.E.	im Ergebnis
Int. J. Fin. & Econ.	International Journal of Finance & Economics
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Econ. Persp.	Journal of Economic Perspectives
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Marshall L. Rev.	John Marshall Law Review
J. Mon. Econ.	Journal of Monetary Economics
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
JZ	JuristenZeitung
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
Law & Fin. Mkt. Rev.	Law and Financial Markets Review
lit.	littera
Lloyds Bank Rev.	Lloyds Bank Review
Loy. U. Chi. L.J.	Loyola University Chicago Law Journal
MAD	Market Abuse Directive
MAR	Market Abuse Regulation

MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MMRL	Marktmissbrauchsrichtlinie
MMVO	Marktmissbrauchsverordnung
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer(n)
Nw. J. Int'l L. & Bus.	Northwestern Journal of International Law & Business
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
ORDO	Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
Oxford J. Leg. St.	Oxford Journal of Legal Studies
Pace L. Rev.	Pace Law Review
P.L.	Public Law
PRA	Prudential Regulation Authority
Psychological Rev.	Psychological Review
Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RAND J. Econ.	RAND Journal of Economics
RegE	Regierungsentwurf
Rev. Fin. Stu.	Review of Financial Studies
RG	Règlement Général
RGBI.	Reichsgesetzblatt
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
S.	Satz/Seite
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
SEA	Securities Exchange Act of 1934
SEC	Securities and Exchange Commission
Slg.	Sammlung
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
Transnat'l Law.	Transnational Lawyer
Tul. L. Rev.	Tulane Law Review
UAbs.	Unterabsatz
U.C. Davis L. Rev.	U.C. Davis Law Review
UKUT	United Kingdom Upper Tribunal
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Urt.	Urteil
US/U.S.	United States
v.	von/vom; versus
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
vgl.	vergleiche
Wash. U. J. L. & Pol'y	Washington University Journal of Law & Policy
Wash. U. L. Q.	Washington University Law Quarterly
WM	Wertpapier-Mitteilungen

Wm. & Mary L. Rev.	William & Mary Law Review
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpAV	Wertpapierhandelsanzeigeverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
ZaöRV	Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZEuS	Zeitschrift für Europarechtliche Studien
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik

## Einleitung

Insiderhandel – also der Handel auf Grundlage von nicht öffentlich bekannten präzisen 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<sup>1</sup> – führt in der öffentlichen Wahrnehmung nach wie vor ein Schattendasein. Nur bei besonders spektakulären Fällen, wie etwa der Insiderhandelsverdacht gegen den damaligen Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Börse *Kengeter*,<sup>2</sup> schafft es die Thematik in die Schlagzeilen. Das ist jedoch nicht überraschend. Insiderhandel findet nicht in der Öffentlichkeit statt, sondern in der Anonymität des Kapitalmarkts, regelmäßig verschleiert durch undurchsichtige Geflechte oder den Handel in Stückelungen, um keine Auffälligkeiten im Börsenkurs zu hinterlassen. Anormale Ausschläge im Börsenkurs sind aber oftmals der einzige Indikator für Insiderhandel, was ihn nur schwer auflösbar macht.

Auf regulatorischer Ebene dauerte es ebenfalls eine Weile bis Insiderhandel in den Fokus rückte. Nach einem als gescheitert zu betrachtenden Versuch, der Problematik national im Wege der Selbstregulierung Herr zu werden, kam es durch die Insiderrichtlinie von 1989<sup>3</sup> zu einer ersten europaweiten Regelung. Mit der Marktmissbrauchsrichtlinie von 2003 (MMRL)<sup>4</sup> wurde Insiderhandel erstmals in den Kontext des Marktmissbrauchs eingeordnet und die Regulierung umfassender gestaltet. So wurden die Insiderhandelsverbote von drei Publizitätsvorschriften (Ad-hoc-Publizität, Führen von Insiderverzeichnissen und Melden von Eigengeschäften von Führungskräften)<sup>5</sup> flankiert, getreu der bekannten Aussage von *Louis D. Brandeis*: „*Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most*

---

<sup>1</sup> Definition in Art. 7 Abs. 1 lit. a) Marktmissbrauchsverordnung.

<sup>2</sup> Siehe etwa Stuttgarter-Zeitung, Ermittlungen gegen Börsenchef Kengeter, 24. Oktober 2017, abrufbar unter <https://www.stuttgarter-zeitung.de/inhalt.verdacht-auf-insiderhandel-ermittlungen-gegen-boersenchef-kengeter-gehen-weiter.ab97b9f4-4448-4b1a-90ac-681370a7554d.html> (zuletzt abgerufen am 11.07.2019).

<sup>3</sup> Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl. EG Nr. L 334 v. 18.11.1989, S. 30.

<sup>4</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.01.2003 über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU Nr. L 96 v. 12.04.2003, S. 16, oft auch *Market Abuse Directive* – MAD, im Folgenden wird die deutschsprachige Abkürzung MMRL verwendet.

<sup>5</sup> Art. 2 Abs. 1, Art. 3, Art. 4, Art. 6 Abs. 1, Abs. 3 UAbs. 3 und Abs. 4 MMRL.



*efficient policeman*.<sup>6</sup> Zusätzlich wurden die Mitgliedsstaaten aufgefordert „wirksame, verhältnismäßige und abschreckende“ verwaltungsrechtliche Sanktionen zu erlassen.<sup>7</sup> Mit der Wahl des Rechtsakts einer mindestharmonisierenden Richtlinie fügte sich die MMRL damit nahtlos in das damals vorherrschende Konzept der Finanzmarktregulierung ein.<sup>8</sup>

Die globale Finanzkrise, die ihren Anfang im Jahr 2007 in den USA hatte, bedeutete jedoch eine Zäsur dieser Rechtsetzung. Unter dem Eindruck der Krise beauftragte der damalige Präsident der Europäischen Kommission, *José Manuel Barroso*, eine hochrangige Expertengruppe unter Leitung des früheren französischen Zentralbankchefs *Jacques de Larosière* mit der Begutachtung des Zustands der europäischen Finanzmarktregulierung.<sup>9</sup> In ihrem Abschlussbericht, gemeinhin als *De-Larosière-Bericht* bezeichnet,<sup>10</sup> kam die Gruppe zu dem Ergebnis, dass die europäische Finanzmarktregulierung dringend reformbedürftig sei. Als Hauptproblematik wurde dabei der Mangel an Harmonisierung zwischen den nationalen Rechtsordnungen der Mitgliedsstaaten ausgemacht, dessen Ursache von der Gruppe darin gesehen wurde, dass die europäische Finanzmarktregulierung größtenteils von nur mindestharmonisierenden Richtlinien bestimmt wurde, die den Mitgliedsstaaten vielfältige Gestaltungsmöglichkeiten beließen.<sup>11</sup> Aus diesem Befund leitete die Gruppe die Empfehlung ab, dass wann immer es möglich ist, für die Finanzmarktregulierung auf den Rechtsakt der Verordnung zurückgegriffen werden sollte.<sup>12</sup>

Zusammen mit dem übergeordneten Ziel der Europäischen Kommission eine „Europäische Kapitalmarktunion“, also einen echten Binnenmarkt für Kapital, zu schaffen,<sup>13</sup> ist dies der Hintergrund vor dem die Ersetzung der MMRL durch die Marktmissbrauchsverordnung (MMVO)<sup>14</sup> zu sehen ist.<sup>15</sup>

---

<sup>6</sup> *Brandeis*, *Other People's Money*, S. 92.

<sup>7</sup> Art. 14 Abs. 1 MMRL.

<sup>8</sup> Allein in den Jahren 2003 und 2004 hat der EU-Gesetzgeber vier Rahmenrichtlinien erlassen: die MMRL (2003), die Prospektrichtlinie (2003), die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (2004) und die Transparenzrichtlinie (2004).

<sup>9</sup> Die weiteren Mitglieder waren Leszek Balcerowicz, Otmar Issing, Rainer Masera, Callum McCarthy, Lars Nyberg, José Pérez und Onno Ruding.

<sup>10</sup> The High Level Group of Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, Report, Brussels 25 February 2009, (deutsche Fassung).

<sup>11</sup> The High Level Group of Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, Report, Brussels 25 February 2009, (deutsche Fassung), S. 31 Rn. 102f.

<sup>12</sup> The High Level Group of Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, Report, Brussels 25 February 2009, (deutsche Fassung), S. 33 Rn. 109.

<sup>13</sup> Europäische Kommission, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015) 468 final v. 30.09.2015.

<sup>14</sup> Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.04.2014 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. 12.06.2014, S. 1, oft

Mit dem 03.07.2016 begann damit für das europäische – und somit auch für das deutsche – Insiderrecht<sup>16</sup> eine neue Zeitrechnung.<sup>17</sup> Anstatt einzelstaatlicher Regelungen wird das Insiderrecht seither unmittelbar<sup>18</sup> durch die MMVO geregelt. Die damit verbundenen Veränderungen gehen weit über die Modifizierung bereits bestehender oder die Einführung neuer Vorschriften hinaus. Es stellen sich vielmehr bereits grundsätzliche Fragen, wie diejenige nach der Notwendigkeit eines solchen Schritts. Zudem hat es auch der Rechtsanwender nun erstmals unmittelbar mit einem europäischen Rechtsakt und europarechtlichen Normen zu tun, was automatisch den europarechtlichen Hintergrund und europarechtliche Bezüge in den Fokus rückt sowie gleichzeitig Klärung hinsichtlich etwaiger nationaler Kompetenzen fordert.

Darüber hinaus verbindet der Gesetzgeber mit der MMVO ambitionierte Ziele. Neben der rechtsvereinheitlichenden Wirkung soll sie für „die Klarheit zentraler Begriffe“ sorgen, „mehr Rechtssicherheit und unkompliziertere Vorschriften“ bieten sowie die „rechtliche Komplexität“ und dadurch „Compliance-Kosten“ reduzieren.<sup>19</sup> Aufgrund dieser Aussagen, an denen sich der europäische Gesetzgeber messen lassen muss und den vorgenannten vielfältigen Veränderungen und Herausforderungen, die die MMVO mit sich bringt, bietet es sich an, die damit verbundene Reform des Insiderrechts einer umfassenden kritischen Betrachtung zu unterziehen.

---

auch *Market Abuse Regulation* – MAR, im Folgenden wird die deutschsprachige Abkürzung MMVO verwendet.

<sup>15</sup> Flankiert wird die MMVO von der Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.04.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. EU Nr. L 173 v. 12.06.2014, S. 179, oft auch *Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse* – CRIM-MAD, die jedoch nicht Gegenstand dieser Arbeit ist.

<sup>16</sup> Der Begriff „Insiderrecht“ umfasst hier und im Folgenden den Begriff der Insiderinformation, die Insiderhandelsverbote, die Offenlegungsvorschriften und die dazugehörigen verwaltungsrechtlichen Sanktionen der MMVO.

<sup>17</sup> Die ebenfalls betroffenen Vorschriften hinsichtlich Marktmanipulation bleiben im Rahmen dieser Arbeit außer Betracht.

<sup>18</sup> Art. 288 Abs. 2 AEUV „gilt unmittelbar in jedem Mitgliedstaat“.

<sup>19</sup> Erwägungsgründe 3 bis 5 MMVO.