

Robin-René Hartung

Presseberichterstattung im Kapitalmarktrecht

Zwischen Gefahr für den
Kapitalmarkt und „vierter Gewalt“

OPEN ACCESS

 Springer

Presseberichterstattung im Kapitalmarktrecht

Robin-René Hartung

Presseberichterstattung im Kapitalmarktrecht

Zwischen Gefahr für den
Kapitalmarkt und „vierter Gewalt“

Robin-René Hartung 
Leibniz Universität Hannover
Hannover, Deutschland

Zugleich: Dissertation, Gottfried Wilhelm Leibniz Universität Hannover, 2025. Die Veröffentlichung wurde unterstützt durch den Open-Access-Publikationsfonds der Leibniz Universität Hannover.



ISBN 978-3-658-47686-1 ISBN 978-3-658-47687-8 (eBook)
<https://doi.org/10.1007/978-3-658-47687-8>

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

© Der/die Herausgeber bzw. der/die Autor(en) 2025. Dieses Buch ist eine Open-Access-Publikation.

Open Access Dieses Buch wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de>) veröffentlicht, welche die Nutzung, Vervielfältigung, Bearbeitung, Verbreitung und Wiedergabe in jeglichem Medium und Format erlaubt, sofern Sie den/die ursprünglichen Autor*in(nen) und die Quelle ordnungsgemäß nennen, einen Link zur Creative Commons Lizenz beifügen und angeben, ob Änderungen vorgenommen wurden.

Die in diesem Buch enthaltenen Bilder und sonstiges Drittmaterial unterliegen ebenfalls der genannten Creative Commons Lizenz, sofern sich aus der Abbildungslegende nichts anderes ergibt. Sofern das betreffende Material nicht unter der genannten Creative Commons Lizenz steht und die betreffende Handlung nicht nach gesetzlichen Vorschriften erlaubt ist, ist für die oben aufgeführten Weiterverwendungen des Materials die Einwilligung des/der betreffenden Rechteinhaber*in einzuholen.

Die Wiedergabe von allgemein beschreibenden Bezeichnungen, Marken, Unternehmensnamen etc. in diesem Werk bedeutet nicht, dass diese frei durch jede Person benutzt werden dürfen. Die Berechtigung zur Benutzung unterliegt, auch ohne gesonderten Hinweis hierzu, den Regeln des Markenrechts. Die Rechte des/der jeweiligen Zeicheninhaber*in sind zu beachten.

Der Verlag, die Autor*innen und die Herausgeber*innen gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag noch die Autor*innen oder die Herausgeber*innen übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen. Der Verlag bleibt im Hinblick auf geografische Zuordnungen und Gebietsbezeichnungen in veröffentlichten Karten und Institutionsadressen neutral.

Planung/Lektorat: Karina Kowatsch

Springer ist ein Imprint der eingetragenen Gesellschaft Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH und ist ein Teil von Springer Nature.

Die Anschrift der Gesellschaft ist: Abraham-Lincoln-Str. 46, 65189 Wiesbaden, Germany

Wenn Sie dieses Produkt entsorgen, geben Sie das Papier bitte zum Recycling.

Vorwort

Die vorliegende Dissertation entstand während meiner Tätigkeit als Referendar am Oberlandesgericht Celle und meiner anschließenden Beschäftigung in der Rechtsabteilung der Continental AG.

Die Veröffentlichung wurde unterstützt durch den Open-Access-Publikationsfonds der Leibniz Universität Hannover.

Mein besonderer Dank gilt zunächst meiner Doktormutter, Frau Prof. Dr. Petra Buck-Heeb, für die Annahme des Promotionsvorhabens, die stets wohlwollende und konstruktive Betreuung sowie die wertvollen Anregungen und Hinweise, die maßgeblich zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen haben. Die unkomplizierte und angenehme Zusammenarbeit hat die Entstehung dieser Dissertation sehr erleichtert.

Ein ebenso danke ich Herrn Prof. Dr. Hans-Patrick Schroeder für die freundliche Übernahme des Zweitgutachtens und sein Interesse an meiner Arbeit.

Mein Dank gilt auch der Rechtsabteilung der Continental AG, die mir ein durchgehend angenehmes Arbeitsumfeld und spannende Einblicke in die Praxis ermöglicht hat.

Ganz besonders bedanken möchte ich mich bei Yvonne Hoffmann und meiner Tante Elke für die Unterstützung beim Korrekturlesen der Arbeit. Eure Hilfe war bei der Korrektur von Rechtschreib- und Grammatikfehlern eine große Hilfe.

Ein besonders herzlicher Dank gilt meinen Eltern, Susanne Moj-Hartung und Helmut Hartung. Ihr habt mich während meines gesamten Studiums und der Promotion in jeder Hinsicht unterstützt und mir stets den Rücken freigehalten. Ohne Eure Hilfe wäre diese Arbeit so nicht zustande gekommen.

Zu guter Letzt möchte ich meiner Verlobten, Irina Hermann, danken. Du warst mir während der gesamten Zeit eine große Stütze und hast mich in all meinen Vorhaben stets unterstützt. Danke für Deine Geduld, Dein Verständnis und Deine Liebe.

Madrid, im Januar 2025

Robin-René Hartung

Vorwort	1
A. Einleitung	12
I. Stärkung des Kapitalmarktes durch Presseberichterstattung	13
II. Presseberichterstattung als Gefahr für den Kapitalmarkt	15
III. Status quo in Literatur und Rechtsprechung	18
IV. Zielsetzung dieser Arbeit	24
V. Beispiele aus der Praxis	26
1. Dan McCrum und Wirecard	27
2. Renate Daum und ComRoad	32
3. Greenpeace und Brent Spar	35
4. NGO und Vinci	37
5. SdK-Affäre	38
6. Sascha Opel – Der Aktionär	39
VI. Zusammenfassung	40
B. Zielkonflikt zwischen Pressefreiheit und Kapitalmarktintegrität	42
I. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	42
1. Geltungsgrund des Insiderrechts	43
a) Fairness im Sinne der Chancengleichheit	43
b) Funktionsschutz	46
aa) Institutionelle Funktionsfähigkeit	47
bb) Allokative Funktionsfähigkeit	49
(1) Informationshändler	50
(2) Utilitätshändler	52
cc) Operative Funktionsfähigkeit und Liquiditätshändler	52
c) Anlegerschutz	54
2. Kritik	55
a) Equal-access-Grundsatz	55
b) Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	56
aa) Informationseffizienz durch Insiderhandel	56
bb) Vergütungsmöglichkeit für Emittenten	58
cc) Mildere Regelungsalternativen	59
c) Anlegerschutz	60
3. Zusammenfassung	62
II. Presse- und Meinungsfreiheit	65

1.	Das Verhältnis von Grundgesetz, EMRK und GRCh	65
a)	Das Verhältnis von nationalem Recht und Unionsrecht	66
b)	Anwendbarkeit der GRCh	66
c)	Das Verhältnis zwischen GRCh und EMRK	67
d)	Presse- und Meinungsfreiheit in GRCh und EMRK	68
e)	Zusammenfassung	68
2.	Schutzbereich	69
a)	Persönlicher Schutzbereich	71
b)	Sachlicher Schutzbereich	71
aa)	Meinungsfreiheit	71
bb)	Informationsfreiheit	72
cc)	Pressefreiheit	73
3.	Eingriff	74
a)	Allgemein	75
b)	Durch die MAR	76
4.	Rechtfertigung	77
a)	Mittel der MAR	77
b)	Zweck der MAR	78
aa)	Aufrechterhaltung der Ordnung	78
bb)	Verhütung von Straftaten	80
cc)	Schutz der Moral und der Rechte anderer	81
dd)	Verhinderung der Verbreitung vertraulicher Informationen	82
5.	Quellenschutz	84
a)	Goodwin vs. UK	84
b)	Voskuli vs. Niederlande	86
c)	Ressiot u.a. vs. Frankreich	87
d)	Nordisk Film & TV vs. Dänemark	88
6.	Whistleblowing	89
7.	Leserbriefe	90
8.	Recherche	91
9.	Pluralistische Medienlandschaft	92
10.	Relevanz der Berufs- und Standesregeln	92
a)	Berücksichtigung journalistischer Selbstregulierung im Rahmen des Art. 10 Abs. 2 EMRK	93
b)	Bewusste Verstöße gegen das Berufsethos	94
11.	Zusammenfassung	95

C. Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen	97
I. Insiderinformation	98
1. Informationen	99
a) Tatsachen	100
b) Drittbezug bei inneren Tatsachen am Beispiel „Scalping“	100
c) Meinungen und Werturteile	106
d) Verwertung öffentlich zugänglicher Informationen	107
aa) Lösung nach dem WpHG aF	108
bb) Auslegung nach Erwägungsgrund Nr. 28 zur MAR	109
cc) Auswirkungen auf Finanzanalysten und Journalisten	111
dd) Teleologische Reduktion von Erwägungsgrund Nr. 28 S. 2 zur MAR	112
ee) Weitere Voraussetzungen der Rückausnahme	114
e) Gerüchte	117
f) Pläne, Vorhaben und Absichten	119
g) Prognosen	119
h) Tipps, Empfehlungen und Ratschläge	120
i) Zeitlich gestreckte Vorgänge	121
j) Unzutreffende Tatsachen	121
2. Nicht öffentlich bekannt	122
a) Bereichsöffentlichkeit § 13 WpHG aF	123
b) Breites Anlegerpublikum	124
c) Zugang zu Informationen für das breite Anlegerpublikum	126
d) Konflikt mit der Pressefreiheit	129
e) Übertragbarkeit der Regeln zur Verbreitung von Ad-hoc-Mitteilungen	131
f) Einzelfälle	133
g) Öffentliche Bekanntheit nach dem Emittentenleitfaden der BaFin	136
h) Soziale Medien	138
aa) Rechtslage in den USA	140
bb) Rechtslage nach der MAR	143
i) Virtuelle Hauptversammlungen	149
3. Präzise Information	149
a) Kursspezifität und Abgrenzung von Kurserheblichkeit	151
b) Lafonta-Entscheidung	155
c) Bereits gegebene Umstände oder eingetretene Ereignisse	156
d) Zukünftige Ereignisse oder Umstände	157
e) Zeitlich gestreckte Vorgänge	161

aa)	Sperrwirkung	164
bb)	Anwendungsfälle	166
cc)	Listing Act	168
f)	AMF/LVMH-Entscheidung	168
4.	Bezug zum Emittenten oder Finanzinstrument	173
5.	Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung	176
a)	Maßstab	180
b)	Der verständige Anleger	184
aa)	Der verständige Anleger als Individuum	184
bb)	Der verständige Anleger als Metapher für einen effizienten Kapitalmarkt	187
cc)	Der verständige Anleger als Abbild des Gesamtmarktes	190
dd)	Stellungnahme	192
c)	Erhebliche Kursbeeinflussung	195
d)	Volatilitätsinformationen	197
e)	Einzelfälle	200
aa)	Kurserheblichkeit von Zwischenschritten	200
bb)	Gerüchte	205
cc)	Prognosen	206
dd)	Dividenden und Kapitalmaßnahmen	208
ee)	Mergers & Acquisitions	209
ff)	Weitere Einzelfälle	210
6.	Weitere Arten von Insiderinformationen	210
a)	Warenderivate	211
b)	Emissionszertifikate	212
c)	Handelsbezogene Informationen	214
aa)	Aktives front running	215
bb)	Passives front running	215
cc)	Squeezing	216
dd)	Weitere Besonderheiten	217
7.	Zusammenfassung und Empfehlungen für die journalistische Praxis	218
II.	Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen	219
1.	Offenlegung von Insiderinformationen	221
2.	Persönlicher Anwendungsbereich	224
a)	Primär- und Sekundärsider	224
b)	Zurechnung des Handelns natürlicher Personen	227
aa)	Rechtliche Anknüpfungspunkte	228

bb)	Verhältnis von Marktmissbrauchsrichtlinie und nationalem Recht	230
cc)	Kriterien für die Zurechnung	231
3.	Unrechtmäßigkeit der Offenlegung	235
a)	Grøngaard und Bang-Entscheidung	236
b)	Im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder Berufes oder der normalen Erfüllung von Aufgaben	239
c)	Marktsondierung	242
d)	Gesetzliche Pflichten und unternehmensinterner Informationsaustausch	243
e)	Verstoß gegen Organisations- oder Verfahrenspflichten	246
f)	Verbundene Unternehmen – insbesondere Konzerne	247
g)	Unternehmensexterne Personen	249
h)	Banken und Wertpapierfirmen	250
4.	Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Medien	252
a)	Offenlegung ad-hoc-pflichtiger Insiderinformationen durch den Emittenten	252
b)	Stellungnahme	256
aa)	Vorrang der Ad-hoc-Mitteilung	256
bb)	Entstehung einer neuen Insiderinformation	258
cc)	Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit – Art. 21 MAR	259
c)	Offenlegung von nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen	263
aa)	Nicht ad-hoc-pflichtige Insiderinformationen	263
bb)	Rechtmäßigkeit der Offenlegung nicht ad-hoc-pflichtiger Insiderinformationen	265
(1)	Vorrang der Ad-hoc-Mitteilung	265
(2)	Regelungszweck des Art. 10 MAR	267
(3)	Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit	269
cc)	Zwischenergebnis	271
d)	Offenlegung durch Dritte gegenüber Medien	272
e)	Offenlegung durch Medien	273
f)	Die AMF/LVMH-Entscheidung	276
aa)	Für journalistische Zwecke	276
bb)	Unerlässlichkeit vs. Erforderlichkeit	277
cc)	Kriterien der Abwägung	278
5.	Verfügen über Informationen	280
6.	Subjektiver Tatbestand	281
7.	Offenlegen von Empfehlungen und Verleitungen	282
8.	Zusammenfassung und Empfehlungen für die journalistische Praxis	285

D. Informationsgestützte Marktmanipulation	287
I. Geltungsgrund des Verbots der Marktmanipulation	288
II. Anwendungsbereich	290
III. Tatbestand	292
1. Verbreitung von Informationen	292
a) Hinreichende Anzahl an Personen	293
b) Marktmanipulation durch Unterlassen - Verschweigen von Informationen	296
c) Erfasster Personenkreis	298
d) Korrektur- und Aktualisierungspflicht	299
2. Senden falscher oder irreführender Signale	301
3. Herbeiführung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus	306
4. Subjektive Voraussetzungen	307
IV. Zusammenfassung und Empfehlungen für die journalistische Praxis	308
E. Anlageempfehlung	310
I. Anlageempfehlung und Anlagestrategieempfehlung	312
II. Anlageempfehlung als Information	316
III. Direkte oder indirekte Handlungsanweisung	317
IV. Bezug zu einem Finanzinstrument oder Emittenten	319
V. Zur Verbreitung vorgesehen	322
VI. Erstellen und Verbreiten von Anlageempfehlungen	324
1. Erstellen einer Anlageempfehlung	324
2. Verbreitung einer Anlageempfehlung	326
VII. Regelungsadressaten	327
1. Qualifizierte Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR	327
2. Nicht-qualifizierte Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR	329
3. Sachverständige nach Art. 1 lit. a) delegierten VO (EU) 2016/958	330
4. Einordnung von Journalisten	332
VIII. Pflichten bei der Erstellung von Anlageempfehlungen	334
1. Allgemeine Darstellungspflichten	335
2. Besondere Darstellungspflichten	338
3. Allgemeine Offenlegungspflichten	339
4. Besondere Offenlegungspflichten	342
5. Allgemeine Sorgfaltspflicht	343
IX. Pflichten bei der Verbreitung von Anlageempfehlungen	344
X. Anwendung auf Journalisten – Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR	345

XI. Rechtsfolgen bei Verstößen	347
XII. Zusammenfassung und Empfehlungen für die journalistische Praxis	348
F. Das Journalistenprivileg - Art. 21 MAR	350
I. Ausgangslage	351
II. Anwendungsbereich	355
III. Offenlegung, Verbreitung, Empfehlung	356
IV. Journalistische Zwecke	357
1. Persönlicher Anwendungsbereich	358
a) Unmittelbar Beteiligte	358
b) Informanten	360
2. Sachlicher Anwendungsbereich	361
V. Andere Ausdrucksformen in den Medien	362
1. Andere Ausdrucksformen	362
2. In den Medien	363
VI. Journalistische Berufs- und Standesregeln	364
1. Erfasste Rechtsquellen	364
a) Erweiterung des örtlichen Geltungsbereichs	365
b) Schaffung einer unionsweit einheitlichen Regelung	366
c) Grenzüberschreitende Sachverhalte	368
d) Verringerung von Compliance-Kosten	370
e) Systematik der Inbezugnahme nationalen Rechts durch die MAR	371
f) Verhältnis zu den Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in anderen Medien	372
g) Regionale Besonderheiten und Einfluss des einzelnen Journalisten	374
h) Einheitliches europäisches Verständnis - Bestimmung unionsweit einheitlicher journalistischer Berufsgrundsätze	375
2. Internationale Vereinigungen	377
a) Media Councils in the Digital Age (MCDA)	377
b) „Mexiko-Erklärung“ von 1980	378
aa) Recht auf wahre Information und die Hingabe an die objektive Realität	378
bb) Die berufliche Integrität des Journalisten	379
cc) Konsequenzen für die Anwendung gem. Art. 21 MAR	379
c) European Federation of Journalists (EFJ)	380
d) International Federation of Journalists (IFJ)	380
aa) Wahrheitspflicht	381

bb)	Verzerren von Tatsachen	382
cc)	Vermeidung von Interessenkonflikten	383
dd)	Verbot von Insiderhandel und Marktmanipulation	384
3.	Die nationalen Pressekodizes	385
a)	Wahrheits- und Sorgfaltspflicht	386
b)	Allgemeine Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten	387
aa)	Frankreich	389
bb)	Malta	390
cc)	Polen	390
dd)	Journalistischer Berufsgrundsatz	391
c)	Embargos	392
d)	Bezugnahmen auf die MAR	395
aa)	Marktmanipulation	396
bb)	Belgien	396
e)	Leitfäden für Finanzmarktjournalismus	398
aa)	Litauen	399
bb)	Belgien (Flandern)	401
(1)	Inanspruchnahme des Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR	401
(2)	Compliance-Beauftragter	402
(3)	Weitergabe von Insiderinformationen	402
(4)	Anforderungen bei der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen	402
cc)	Italien	403
(1)	Zuverlässigkeit von Quellen	403
(2)	Neutralität	404
dd)	Österreich	404
(1)	Indirekte oder implizite Anlageempfehlungen	404
(2)	Interessenkonflikte	407
ee)	Deutschland	407
(1)	Grundsätzlicher Vorrang der Pressefreiheit	407
(2)	Offenlegung von Insiderinformationen	408
(3)	Informationsgestützte Marktmanipulation	409
(4)	Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen	409
(5)	Zwei-Wochen-Frist	411
(6)	Organisations- und Offenlegungspflichten	412
(7)	Sorgfaltspflichten	414
4.	Journalistische Berufs- und Standesregeln auf europäischer Ebene	414

a)	Pflichten	415
b)	Obliegenheiten	416
5.	Folgen der Einhaltung oder des Verstoßes gegen journalistische Berufs- und Standesregeln	417
VII.	Ausnahmen gemäß Art. 21 lit. a) und lit. b) MAR	419
1.	Absicht der Vorteilserlangung Art. 21 lit. a) MAR	420
a)	Veröffentlichungen und Verbreitungen die eigenen Finanzinstrumente betreffen	421
aa)	Beschränkung der Presse- und Meinungsfreiheit	422
bb)	Neutralitätsgebot	424
(1)	Privilegierter Zugang zu Insiderinformationen	425
(2)	Vergleich mit der closed period in Art. 19 Abs. 11 MAR	426
(a)	Ziel und Inhalt der Regelung	427
(b)	Interessenabwägung zwischen Funktionsschutz und Privatautonomie	427
(3)	Übertragbarkeit auf Art. 21 lit. a) MAR	428
cc)	Verhältnis zur Offenlegungspflicht für Anlageempfehlungen	431
dd)	Abstellen auf tatsächliche Beeinflussung	432
b)	Research-Reports	435
2.	Täuschungsabsicht Art. 21 lit. b) MAR	436
VIII.	Auswirkung der Anwendung des Art. 21 MAR	437
1.	Auswirkung auf die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen	439
a)	Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Medien	441
aa)	Der Emittent als journalistische Quelle	441
bb)	Sonstige journalistische Quellen	442
b)	Offenlegung von Insiderinformationen durch Veröffentlichungen in Medien	444
c)	Offenlegung von Insiderinformationen innerhalb von Medien	447
d)	Offenlegung von Insiderinformationen durch Journalisten zur Verifizierung	448
2.	Auswirkung auf die informationsgestützte Marktmanipulation	449
3.	Auswirkungen auf Anlageempfehlungen	451
a)	Abbedingung der delegierten VO (EU) 2016/958 gem. Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR	451
b)	Anwendung des Art. 21 MAR auf die delegierten VO (EU) 2016/958	452
G.	Zusammenfassung	454
I.	Potenzielle Abschreckungswirkung	455
II.	Einhaltung der journalistischen Berufs- und Standesregeln	458
III.	Negative Auswirkungen auf die Integrität der Finanzmärkte	460
IV.	Fazit	461

H.	Literaturverzeichnis	463
I.	Abkürzungsverzeichnis	480
J.	Verzeichnis der nationalen Pressekodizes der EU-Mitgliedsstaaten	482

A. Einleitung

Die Presse- und Meinungsfreiheit ist ein zentraler Bestandteil der freiheitlich demokratischen Grundordnung. Eine freie und kritische Berichterstattung über Themen von öffentlichem Interesse ist notwendig, damit eine demokratische Gesellschaft in die Lage versetzt wird, sich eine Meinung zu bilden und ihren Überzeugungen durch ein entsprechendes Wahlverhalten Ausdruck zu verleihen. Themen von öffentlichem Interesse sind solche, denen eine gesamtgesellschaftliche Bedeutung zukommt und bei denen ein Informationsdefizit der Öffentlichkeit besteht. Durch die Presseberichterstattung wird dieses Informationsdefizit abgebaut und die Öffentlichkeit kann sich eine Meinung zu dem entsprechenden Vorgang bilden. Zudem dient die Presseberichterstattung dazu, Informationen in einen Kontext einzuordnen und zu erklären, wodurch die Presse auch als eine Art Vermittler zwischen den staatlichen Akteuren und der Bevölkerung fungiert. Im Gewaltengefüge eines demokratischen Staates bildet die Presse als Institution neben der Exekutive, Legislative und Judikative gewissermaßen eine weitere „vierte Gewalt“¹, welche für das Volk als „öffentlicher Wachhund“ die anderen drei Gewalten überwacht und über deren Arbeit und gegebenenfalls bestehende Missstände informiert.

So formulierte selbst der russische Präsident Vladimir Putin auf die Frage, welche Voraussetzungen für eine demokratische Gesellschaft, in welcher Meinungsfreiheit herrscht, vorliegen müssen: „Die freie Presse ist ein Teil der Demokratie. Es kann keine Demokratie geben ohne eine freie Presse.“²

Allerdings beschränkt sich das Informationsinteresse der Öffentlichkeit nicht nur auf die Aktivitäten des Staates, sondern umfasst auch das Handeln nichtstaatlicher Akteure, sofern sich dieses auf die Interessen der Öffentlichkeit auswirkt. Das öffentliche Interesse an einem Unternehmen hängt von dessen wirtschaftlicher Bedeutung, wie der Anzahl der geschaffenen Arbeitsplätze, dem generierten Steueraufkommen oder der industriepolitischen Relevanz ab. Ein besonderes öffentliches Interesse folgt zudem aus der Eigenschaft eines Unternehmens als Emittent von Finanzinstrumenten an einem Finanzmarkt.

¹ Aus staatsorganisationsrechtlicher Sicht ist der Begriff „vierte Gewalt“ unzutreffend. Die Verwendung dieses Begriffs lediglich die überragende Bedeutung der Presse für die öffentliche Meinungsbildung verdeutlichen.

² Im Rahmen der Gesprächsrunde „Boulevard Bio“ im Nationaltheater Weimar, am 9. April 2002: Abrufbar unter: <https://www.youtube.com/watch?v=MPP8-vknlMQ&t=216s> ab Minute 3:04 (zuletzt abgerufen am 03.12.2024); Russland belegt in der Rangliste der Pressefreiheit 2024 der Organisation Reporter ohne Grenzen Platz 162 von 180 Staaten https://www.reporter-ohne-grenzen.de/fileadmin/Redaktion/Downloads/Ranglisten/Rangliste_2024/RSF_Rangliste_der_Pressefreiheit_2024.pdf (zuletzt abgerufen am 03.12.2024).

Als Emittent von Finanzinstrumenten eröffnet das Unternehmen einer breiten Öffentlichkeit die Möglichkeit, an der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens zu partizipieren. Die Bereitschaft in ein mit der wirtschaftlichen Entwicklung eines Unternehmens im Zusammenhang stehendes Finanzinstrument zu investieren, setzt voraus, dass sich potenzielle Investoren ein umfassendes Bild von dem Unternehmen machen können und über dessen wirtschaftliche Entwicklung möglichst zeitnah informiert werden. Daher besteht gerade in Bezug auf Emittenten ein besonderes öffentliches Informationsinteresse, welches durch eine entsprechende Berichterstattung zu befriedigen ist. Von besonderem öffentlichem Interesse sind dabei sogenannte Insiderinformationen, also präzise Informationen, die von wirtschaftlicher Relevanz und in der Öffentlichkeit bisher noch nicht bekannt sind und einen konkreten Bezug zu einem Finanzinstrument aufweisen³.

I. Stärkung des Kapitalmarktes durch Presseberichterstattung

In Bezug auf die Berichterstattung über Emittenten und andere für den Kapitalmarkt relevante Themen kommt der Presse neben ihrer Rolle als „öffentlicher Wachhund“ auch die Rolle eines Informationsvermittlers zu, in welcher die Presse die Vielzahl an für den Kapitalmarkt mehr oder weniger relevanten Informationen bündelt und nach ihrer Relevanz sortiert. Diese Bündelung und Klassifizierung von Informationen sind aus der Sicht eines (potenziellen) Anlegers notwendig, da es für diesen kaum möglich ist, alle Informationen über ein potenzielles Investment permanent zu überblicken. Zudem kommt die Presse ihrer Funktion als „vierter Gewalt“ nach, indem sie nicht nur öffentlich zugängliche Informationen bündelt und kategorisiert, sondern durch eigene investigative Recherchen bisher nicht öffentlich bekannte Informationen beschafft und diese der Öffentlichkeit zur Verfügung stellt.

Der durch diese Presseberichterstattung gewährleistete, für alle Marktteilnehmer gleiche Zugang zu relevanten Informationen, ist eine wesentliche Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. Der Kapitalmarkt soll Emittenten Kapital zur Verfügung stellen und Anlegern Renditechancen eröffnen und so zu Wirtschaftswachstum und der Schaffung von Arbeitsplätzen beitragen⁴. Für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ist es von entscheidender Bedeutung, dass es genug Akteure gibt, die grundsätzlich dazu bereit sind, ihr Kapital am Kapitalmarkt anzulegen um damit möglichst hohe Renditen zu erzielen. Umso mehr Kapital auf dem Kapitalmarkt zur Verfügung steht, desto mehr Kapital können Emittenten generieren

³ C.I Insiderinformation.

⁴ Erwägungsgrund Nr. 1 zur MAR.

und dieses für zusätzliche wirtschaftliche Wertschöpfung verwenden. Voraussetzung für die Bereitstellung von Kapital durch Anleger ist jedoch, dass die Anleger auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes vertrauen und nicht befürchten müssen, durch eine systematische Benachteiligung bei dem Zugang zu relevanten Informationen, in erster Linie ihr eingesetztes Kapital zu verlieren. Ohne ein solches Vertrauen der Anleger fehlt es dem Kapitalmarkt an Kapital, wodurch er seiner volkswirtschaftlichen Funktion, Wirtschaftswachstum und Wohlstand zu fördern⁵, nicht nachkommen kann.

Durch die Beschaffung, Aufbereitung und Verbreitung von für den Kapitalmarkt relevanten Informationen trägt die Presseberichterstattung erheblich dazu bei, dass die relevanten Informationen allen (potenziellen) Anlegern nahezu zeitgleich zur Verfügung stehen und baut gegebenenfalls bestehende Informationsasymmetrien zwischen verschiedenen Marktteilnehmern ab. Darüber hinaus werden durch investigative Beiträge bisher nicht bekannte Informationen öffentlich bekannt gemacht, womit die Presseberichterstattung nicht nur das Informationsniveau zwischen den verschiedenen Marktteilnehmern angleicht, sondern dieses auch absolut erhöht.

Diese Verbesserung des Informationsniveaus aller Anleger trägt ebenfalls zur Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes bei. Verständige Anleger stützen ihre Investitionsentscheidungen auf die Informationen, die ihnen zum Zeitpunkt der Investitionsentscheidung zur Verfügung stehen⁶. Anhand dieser Informationen ermitteln Anleger die Emittenten, die mit dem ihnen zur Verfügung gestellten Kapital voraussichtlich die größte Wertschöpfung erzielen werden und stellen diesen ihr Kapital zur Verfügung. Dies führt dazu, dass Emittenten mit einer starken Wertschöpfung mehr Kapital zufließt als solchen mit einer schwachen Wertschöpfung, womit der Kapitalfluss durch die den Marktteilnehmern zur Verfügung stehenden Informationen letztlich gesteuert wird. Diese sogenannte allokative Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes⁷ wird durch die Presseberichterstattung, die zu einer verbesserten Informiertheit der Anleger insgesamt führt, ebenfalls gefördert.

⁵ Erwägungsgrund Nr. 2 zur MAR.

⁶ Erwägungsgrund Nr. 14 zur MAR.

⁷ B.I Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes.

II. Presseberichterstattung als Gefahr für den Kapitalmarkt

Allerdings wirkt sich die Verbreitung von Informationen und damit auch die Presseberichterstattung nicht zwangsläufig positiv auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes aus. Bestimmte Informationen können dazu genutzt werden einzelnen Marktteilnehmern Sondervorteile zu verschaffen, die diese am Kapitalmarkt monetarisieren können. Die Verbreitung solcher Informationen an einen kleinen Kreis von Personen, welche auf Kosten der anderen Marktteilnehmer diese Informationen am Markt verwerten können, beschädigt das Vertrauen der benachteiligten Marktteilnehmer in den Kapitalmarkt und gefährdet dadurch dessen Funktionsfähigkeit⁸.

Einen solchen Sondervorteil stellt der Besitz von Insiderinformationen dar. Eine Insiderinformation ist eine präzise Information mit einem Bezug zu einem Emittenten die, wenn sie öffentlich bekannt werden würde, den Kurs eines Finanzinstruments wahrscheinlich erheblich beeinflussen würde⁹. Investitionsentscheidungen, die aufgrund solcher Insiderinformationen getroffen werden, stellen verbotenen Insiderhandel dar. Die Verbreitung von Insiderinformationen vergrößert den Kreis an Personen, die Zugang zu Insiderinformationen haben und damit auch die Gefahr von Insiderhandel. Um die Gefahr von Insiderhandel und die damit einhergehende Gefahr für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes möglichst gering zu halten, ist die Offenlegung von Insiderinformationen verboten, sofern sie unrechtmäßig erfolgt und die Offenlegung der Insiderinformation nicht dazu führt, dass die Information einem breiten Anlegerpublikum bekannt wird und dadurch ihre Eigenschaft als Insiderinformation verliert.

Dieses Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen¹⁰ gilt grundsätzlich auch für die Presseberichterstattung zu für den Kapitalmarkt relevanten Themen. Dies wirkt sich gleich mehrfach auf die Tätigkeit von Journalisten aus. Insiderinformationen sind aufgrund ihrer Relevanz für den Kapitalmarkt, ihres Bezugs zu einem konkreten Emittenten oder Finanzinstrument und ihrer öffentlichen Unbekanntheit von großem Interesse für die Öffentlichkeit. Journalisten sind bei der Beschaffung dieser Insiderinformationen im Rahmen ihrer journalistischen Recherche darauf angewiesen, dass sie Zugang zu Informationsquellen erhalten, die ihnen diese Insiderinformationen zur Verfügung stellen. Zudem müssen die recherchierten Informationen zur weiteren journalistischen Bearbeitung innerhalb der Redaktion weitergegeben

⁸ Erwägungsgrund Nr. 23 zur MAR.

⁹ Ausführlich: C.I Insiderinformation.

¹⁰ Ausführlich: C. Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.

werden. Auch die journalistische Publikation der Informationen selbst stellt grundsätzlich eine Offenlegung dar und kann mit dem Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen kollidieren. Das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen erfasst journalistische Tätigkeiten somit gleich in mehrfacher Hinsicht.

Neben dem Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen regelt die MAR auch ein Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation¹¹. Demnach ist es verboten, Informationen zu verbreiten, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots oder des Kurses oder der Nachfrage eines Finanzinstruments oder eines mit einem Finanzinstrument verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder Emissionszertifikates geben. Dieses Verbot erstreckt sich auch auf Informationen, bei denen ein solches falsches oder irreführendes Signal wahrscheinlich ist. Ein entsprechendes Verbot gilt für die Verbreitung von Informationen, die ein anormales oder künstliches Kursniveau herbeiführen oder bei denen dies wahrscheinlich ist. Die MAR stellt zudem klar, dass dieses Verbot auch für die Verbreitung von Gerüchten gilt.

Auch das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation kann die journalistische Tätigkeit erheblich beeinträchtigen. Journalisten sind durch ihre Berufs- und Standesregeln zu einer wahrheitsgemäßen Berichterstattung und der dazu notwendigen sorgfältigen Recherche verpflichtet. In Bezug auf den Wahrheitsgehalt der durch die Recherche erlangten Informationen, sind Journalisten jedoch von ihren Informationsquellen abhängig und können deren Angaben regelmäßig nur begrenzt prüfen. Insbesondere bei einer investigativen Recherche und Berichterstattung ist es Journalisten regelmäßig nicht möglich, den Wahrheitsgehalt der Angaben ihrer Quellen zweifelsfrei zu ermitteln. Folglich können Journalisten selbst durch eine äußerst sorgfältige Recherche nicht ausschließen, dass ihre Berichterstattung auf objektiv unwahren Tatsachen beruht.

Um dieser unsicheren Tatsachengrundlage Rechnung zu tragen, können Journalisten durch eine entsprechende Darstellung der Informationen in ihrem journalistischen Werk auf den nicht abschließend geklärten Wahrheitsgehalt der Tatsachengrundlage ihres Berichtes aufmerksam machen. Allerdings schließt auch eine solch transparente Offenlegung der Tatsachengrundlage der Berichterstattung einen Verstoß gegen das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation nicht zwangsläufig aus, da bereits die Wahrscheinlichkeit, dass der Bericht falsche oder

¹¹ Ausführlich: D. Informationsgestützte Marktmanipulation.

irreführende Signale gibt oder ein anormales oder künstliches Kursniveau herbeiführt, ausreicht, um den Tatbestand des Verbotes der informationsgestützten Marktmanipulation zu erfüllen. Die bloße Möglichkeit einer solchen Wirkung lässt sich auch durch eine höchst vorsichtige und transparente Darstellung der unsicheren Tatsachen nicht vollständig ausschließen.

Allerdings setzt das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation im subjektiven Tatbestand voraus, dass die verbreitende Person wusste oder hätte wissen müssen, dass die Verbreitung der Information (wahrscheinlich) falsche oder irreführende Signale gibt oder (wahrscheinlich) ein anormales oder künstliches Kursniveau herbeiführt. Gleichwohl ermöglicht auch diese Begrenzung auf subjektiver Ebene keine vollständig rechtssichere investigative Berichterstattung, da das bloße „wissen müssen“ von den Folgen der Veröffentlichung für die Erfüllung des subjektiven Tatbestandes ausreicht. Folglich erfasst auch das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation journalistische Tätigkeiten, insbesondere die Veröffentlichung von investigativen Recherchen.

Neben dem Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen und dem Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation, definiert die MAR Darstellungs- und Offenlegungspflichten für das Erstellen oder Verbreiten von Anlageempfehlungen oder Anlagestrategieempfehlungen¹². Der Umfang der Darstellungs- und Offenlegungspflichten hängt zum einen davon ab, welche Person eine Anlageempfehlung oder Anlagestrategieempfehlung erstellt oder verbreitet sowie davon, ob die Person eine direkte oder eine indirekte Empfehlung gibt. In der delegierten VO (EU) 2016/958 werden die Darstellungs- und Offenlegungspflichten weiter konkretisiert.

Journalisten können diesen Darstellungs- und Offenlegungspflichten unterliegen, sofern sie direkte Empfehlungen erteilen, also zu einer konkreten Investitionsentscheidung in ein Finanzinstrument raten. Der konkrete Umfang der Darstellungs- und Offenlegungspflichten hängt von der Expertise der veröffentlichenden Person sowie von der Art und Weise der Präsentation der Empfehlung ab. Insbesondere Journalisten von sogenannten Börsenmagazinen wie „Der Aktionär“ oder „Börse-Online“ können von den Darstellungs- und Offenlegungspflichten betroffen sein, da diese ihren Lesern regelmäßig bestimmte Finanzprodukte zum Kauf oder Verkauf empfehlen.

¹² Ausführlich: E. Anlageempfehlung.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die MAR durch das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen in Art. 14 lit. c), 10 MAR, das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation in Art. 15, 12 Abs. 1 lit. c) MAR und die Darstellungs- und Offenlegungspflichten des Art. 20 MAR i.V.m. delegierten VO (EU) 2016/958 auch typische journalistische Tätigkeiten erfasst. Mithin besteht die Gefahr, dass Journalisten durch die Ausübung ihres Berufes gegen die MAR verstoßen und sich dadurch strafbar machen. Diese drohende strafrechtliche Sanktionierung der Berichterstattung kann eine abschreckende Wirkung auf Journalisten entfalten und diese von einer investigativen Recherche und einer kritischen Berichterstattung abhalten. Gerade durch diese kritische Berichterstattung kommt die Presse ihrer Kontrollfunktion als „vierte Gewalt“ nach und befriedigt so das Informationsbedürfnis der Öffentlichkeit, insbesondere wenn diese ohne eine entsprechende (investigative) Presseberichterstattung keine Kenntnis von dem Sachverhalt erlangt hätte.

Dennoch kann der Presseberichterstattung auch kein uneingeschränkter Vorrang vor den Regelungen der MAR gewährt werden. Die MAR soll Marktmissbrauch verhindern und die Integrität des Finanzmarktes sowie das Vertrauen der Anleger in dessen Funktionsfähigkeit stärken. Veröffentlichungen in Medien können dazu genutzt werden, Informationen in relativ kurzer Zeit einer Vielzahl von Personen zugänglich zu machen. Dieser Umstand kann gezielt zur Verbreitung falscher oder irreführender Informationen, insbesondere Anlageempfehlungen oder Anlagestrategieempfehlungen, genutzt werden oder auch dazu, Insiderinformationen einem bestimmten Personenkreis zugänglich zu machen.

Es liegt folglich ein Zielkonflikt zwischen der Gewährleistung der Presse- und Meinungsfreiheit auf der einen Seite und dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes auf der anderen Seite vor. Die Presse- und Meinungsfreiheit darf nicht zur Begehung von Insiderdelikten missbraucht werden und die MAR darf nicht dazu führen, dass kritische Presseberichterstattung aufgrund zu befürchtender strafrechtlicher Konsequenzen wegen eines Verstoßes gegen die MAR unterbleibt. Folglich bedarf es einer differenzierten Abwägung, bei welcher beide Ziele möglichst weitgehend Berücksichtigung finden.

III. Status quo in Literatur und Rechtsprechung

Die Marktmissbrauchsverordnung geht in Art. 21 MAR und Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR sowie in Erwägungsgrund Nr. 77 zur MAR auf diesen Zielkonflikt ein. Art. 21 MAR regelt,

dass wenn für journalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien Informationen offengelegt oder verbreitet oder Informationen gegeben oder verbreitet werden, bei der Beurteilung dieser Offenlegung und Verbreitung von Informationen für den Zweck von Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) und 20 MAR die Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in anderen Medien sowie der journalistischen Berufs- und Standesregeln zu berücksichtigen sind. Art. 21 lit. a) und lit. b) MAR schließt die Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit für die Fälle aus, in denen der betreffenden Person oder einer mit ihr in enger Beziehung stehenden Person ein unmittelbarer oder mittelbarer Vorteil oder Gewinn aus der Offenlegung oder Verbreitung der Information erwächst, sowie für den Fall, dass die Weitergabe oder Verbreitung der Information mit einer Irreführungsabsicht erfolgt. Zudem sieht Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR vor, dass die Regelungen der delegierten VO (EU) 2016/958 keine Anwendung auf Journalisten finden sollen, sofern diese einer gleichwertigen angemessenen Regelung – einschließlich einer gleichwertigen angemessenen Selbstregulierung – in den Mitgliedsstaaten unterliegen und diese eine ähnliche Wirkung wie die delegierten VO (EU) 2016/958 erzielt.

Somit war sich der europäische Gesetzgeber über den Konflikt zwischen einigen Regelungen in der MAR und der Presse- und Meinungsfreiheit durchaus im Klaren. Allerdings gibt er dem Rechtsanwender in Art. 21 und 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR lediglich auf, die Presse- und Meinungsfreiheit bei der Auslegung der MAR zu berücksichtigen. Die Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit bei der Auslegung des europäischen Rechts ergibt sich jedoch bereits aus Art. 6 EUV, womit Art. 21 und 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR insoweit lediglich deklaratorisch sind. Zu der Frage, welche konkreten Auswirkungen die Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit nach Art. 21 MAR auf die Tatbestände der Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) und 20 MAR haben soll, schweigt der europäische Gesetzgeber.

Neben dem Hinweis auf die Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit nimmt der europäische Gesetzgeber in Art. 21 MAR Bezug auf „journalistische Berufs- und Standesregeln“. Allerdings enthalten weder die MAR selbst, noch die Erwägungsgründe zur MAR einen Hinweis darauf, auf welche Regelungen durch diesen Verweis konkret Bezug genommen werden soll und wie die journalistischen Berufs- und Standesregeln bei der Auslegung der Tatbestände der MAR zu berücksichtigen sind. Auch zu dem Verhältnis zwischen den journalistischen Berufs- und Standesregeln und der Presse- und Meinungsfreiheit schweigen sowohl die MAR als auch die Erwägungsgründe.

Insbesondere die Frage, welche konkreten Auswirkungen die Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit und der journalistischen Berufs- und Standesregeln auf die MAR hat und welche Konsequenzen sich daraus für die wirtschaftsjournalistische Praxis ergeben, wurde in der juristischen Literatur und Rechtsprechung zur MAR bisher lediglich ansatzweise diskutiert. Die bisherige Diskussion beschränkte sich im Wesentlichen auf eine Abwägung nach den Umständen des Einzelfalles ohne konkrete Kriterien aufzustellen, welche in der journalistischen Praxis berücksichtigt werden könnten, um einen Verstoß gegen die MAR und die damit einhergehenden Konsequenzen zu vermeiden¹³.

In Bezug auf die journalistischen Berufs- und Standesregeln wird in der Literatur im Wesentlichen auf das Verständnis der Vorgängerregelung in § 20 a Abs. 6 WpHG aF verwiesen, in welcher von „berufsständischen Regeln“ die Rede war. Diese Vorschrift setzte Art. 1 Nr. 2 lit. c) RL 2003/6/EG um, in welchem für die Anwendung auf journalistische Tätigkeiten von der Berücksichtigung der „für ihren Beruf geltenden Regeln“ die Rede war. Demnach seien journalistische Berufs- und Standesregeln nationale und föderale Gesetze sowie Regelungen, die keinen Gesetzesrang haben, wie Pressekodizes oder sonstige Verhaltensregeln, sofern diese konkrete Pflichten und Standards für die journalistische Arbeit beinhalten.

Übertragen auf Art. 21 MAR würde dies für die Bundesrepublik Deutschland bedeuten, dass alle 16 Landespressegesetze sowie der aus der Selbstregulierung der deutschen Presseakteure stammende deutsche Pressekodex journalistische Berufs- und Standesregeln wären, die bei der Auslegung der in Art. 21 MAR genannten Tatbestände zu berücksichtigen wären. Entsprechend müssten in jedem anderen Mitgliedsstaat der Union die jeweiligen nationalen und föderalen Pressegesetze sowie die aus der Selbstregulierung stammenden Pressekodizes berücksichtigt werden. Folglich würden in jedem der 27 Mitgliedsstaaten der Europäischen Union andere journalistische Berufs- und Standesregeln gelten.

Dieses Verständnis bringt eine Vielzahl von Problemen mit sich. Der europäische Gesetzgeber hat in Erwägungsgrund Nr. 5 zur MAR erläutert, dass diese das Ziel hat, ein einheitliches Regelwerk zum Marktmissbrauch in der Union zu kodifizieren, in welchem in allen Mitgliedsstaaten geltende Regeln klar definiert sind. Durch die MAR sollen, infolge der Umsetzung einer

¹³ F.I Ausgangslage.

Richtlinie, voneinander abweichende nationale Vorschriften verhindert werden, sodass einheitliche Bedingungen gewährleistet sind. Die MAR soll zur Folge haben, dass in der gesamten Union alle natürlichen und juristischen Personen die gleichen Regeln zu befolgen haben.

Das bisherige Verständnis der journalistischen Berufs- und Standesregeln torpediert dieses Ziel des Gesetzgebers und würde stattdessen zu einer unüberschaubaren Regelungsvielfalt in der Europäischen Union führen, da in jedem Mitgliedsstaat andere journalistische Berufs- und Standesregeln zu berücksichtigen wären. Zudem stellt sich die Frage, welche nationalen Regelungen bei grenzüberschreitenden Sachverhalten anzuwenden sind und wie mit sich widersprechenden Regelungen umzugehen ist. Durch das Abstellen auf die Regelungen in den jeweiligen Mitgliedsstaaten wird die Anwendung des Art. 21 MAR unnötig verkompliziert, wodurch die ohnehin schon geringe Rechtssicherheit für Journalisten noch weiter reduziert wird¹⁴.

Die Auswirkungen der Anwendung des Art. 21 MAR auf die Tatbestände der Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) und 20 MAR wurden in der Rechtsprechung bisher nur ansatzweise konkretisiert. Hervorzuheben ist dabei die AMF-LVMH Entscheidung¹⁵ des EuGH, in welcher dieser sich zu der Auslegung der Art. 10 und 21 MAR geäußert hat. Konkret nahm der EuGH zu der Frage Stellung, unter welchen Voraussetzungen die Weitergabe einer Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines von einem Journalisten unterzeichneten Artikels, in dem ein Marktgerücht aufgegriffen wird, durch diesen Journalisten an seine übliche Informationsquelle „für journalistische Zwecke“ erfolgt und folglich durch die Privilegierung des Art. 21 MAR erfasst wird. Im Rahmen seiner Entscheidung erläuterte der EuGH die Bedeutung der Presse- und Meinungsfreiheit und die damit einhergehende weite Auslegung des Merkmals „für journalistische Zwecke“¹⁶.

Zur Anwendung des Art. 21 MAR auf das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen führte der EuGH aus, dass für die Frage der Rechtmäßigkeit oder Unrechtmäßigkeit der Offenlegung entscheidend sei, ob die Offenlegung im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben erfolge, wobei Art. 21 MAR zu berücksichtigen sei¹⁷. Es komme demnach einschneidend darauf

¹⁴ F.VI.1.b) Schaffung einer Unionsweit einheitlichen Regelung.

¹⁵ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 = WM 2022, 912.

¹⁶ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 66, 69 = WM 2022, 912 (917, 918).

¹⁷ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 73, 75 = WM 2022, 912 (918).

an, dass zwischen der Offenlegung der Insiderinformation und der Berufsausübung durch den Journalisten ein enger Zusammenhang besteht. Dieser Zusammenhang besteht nach Ansicht des EuGH nur, wenn die Offenlegung der Insiderinformation für die Ausübung des Berufs des Journalisten unerlässlich ist und der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit beachtet wird¹⁸. Dabei sei zu berücksichtigen, dass ein Journalist die Möglichkeit haben müsse, die Informationen, von denen er Kenntnis erlangt hat, zu verifizieren¹⁹.

Im Rahmen der Verhältnismäßigkeitsprüfung sei zudem die potenzielle Abschreckungswirkung des Verbots der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen für die Ausübung der journalistischen Tätigkeit einschließlich vorbereitender Untersuchungstätigkeiten zu berücksichtigen²⁰. Außerdem sei zu prüfen, ob der Journalist die journalistischen Berufs- und Standesregeln beachtet habe, ohne dass deren Beachtung zwangsläufig zu einer Verhältnismäßigkeit der Offenlegung führe²¹. Darüber hinaus seien auch die negativen Auswirkungen der fraglichen Offenlegung der Insiderinformationen auf die Integrität der Finanzmärkte zu berücksichtigen²².

Die AMF/LVMH-Entscheidung des EuGH kann allenfalls als ein Ausgangspunkt für die weitere Konkretisierung der Anwendung des Art. 21 MAR auf Art. 10 MAR genutzt werden. Das Erfordernis der Unerlässlichkeit der Offenlegung für die Ausübung des Berufs des Journalisten hat der EuGH aus seiner bisherigen Rechtsprechung zu Art. 10 MAR übernommen²³. In beiden Entscheidungen bleibt jedoch unklar, welche zusätzlichen Anforderungen sich aus der Unerlässlichkeit der Offenlegung zur Ausübung des Journalistenberufes neben der Beachtung des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes ergeben sollen. Die Unklarheit über die Bedeutung des Kriteriums der Unerlässlichkeit resultiert nicht zuletzt daraus, dass der EuGH selbst – jedenfalls in der deutschen Übersetzung der Entscheidung – das Kriterium der Unerlässlichkeit lediglich einmal benennt²⁴ und anschließend nur noch von der Erforderlichkeit der Offenlegung für die Ausübung des Journalistenberufes spricht²⁵.

¹⁸ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 78 = WM 2022, 912 (918).

¹⁹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 82 = WM 2022, 912 (919).

²⁰ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 85 = WM 2022, 912 (919).

²¹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 86 = WM 2022, 912 (919).

²² EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 87 = WM 2022, 912 (919).

²³ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 78 = WM 2022, 912 (918); EuGH Urteil vom 22. November 2005 – Rs. C-384/02 (Grøngaard/Bang) Rn. 31 und 34 = WM 2006, 612 (615).

²⁴ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 78 = WM 2022, 912 (918).

²⁵ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 81, 83 = WM 2022, 912 (918, 919).

Auch der Hinweis des EuGH, dass die potenzielle Abschreckungswirkung des Insiderrechts für die Ausübung journalistischer Tätigkeiten einschließlich vorbereitender Tätigkeiten zu berücksichtigen sei, bedarf der weiteren Konkretisierung. Insbesondere ist zu klären, welche Folgen die Berücksichtigung dieser potenziellen Abschreckungswirkung auf die Auslegung des Art. 10 MAR hat und welche Konsequenzen sich aus dieser Berücksichtigung für die praktische Ausübung einer journalistischen Tätigkeit ergeben.

Ähnlich vage ist das zweite Kriterium des EuGH, wonach zu prüfen sei, ob der Journalist bei der fraglichen Offenlegung die journalistischen Berufs- und Standesregeln beachtet hat, wobei die Einhaltung journalistischer Berufsregeln nicht ohne Weiteres den Schluss zulasse, dass die Offenlegung der Insiderinformation verhältnismäßig war. Zunächst ist schon nicht klar, auf welche journalistischen Berufs- und Standesregeln abzustellen ist. In Frage kämen neben den föderalen und nationalen Pressekodizes auch Verhaltenskodizes nationaler oder internationaler Journalistenvereinigungen. Zudem erfolgte die der Entscheidung zugrundeliegende Offenlegung durch einen englischen Journalisten, wobei Gegenstand der Information französische Emittenten waren, deren Finanzinstrumente an der Pariser Börse gehandelt wurden. Insofern stellte sich auch die Frage, ob die englischen, die französischen oder beide journalistischen Berufs- und Standesregelwerke anzuwenden waren.

Der EuGH verweist dazu pauschal auf die Ausführungen der Generalanwältin am EuGH Kokott, die in Bezug auf die journalistischen Berufs- und Standesregeln feststellt, dass diese den Konflikt der Pressefreiheit mit dem Insiderrecht nur ansatzweise lösen würden. Dabei nimmt sie neben dem englischen Pressekodex²⁶ auch auf den deutschen Pressekodex Bezug, ohne den französischen zu erwähnen²⁷.

Auch das dritte, durch den EuGH in seiner Entscheidung genannte, Kriterium, wonach auch die negativen Auswirkungen der fraglichen Offenlegung von Insiderinformationen auf die Integrität der Finanzmärkte zu berücksichtigen seien, vermag nicht zu einer verbesserten Rechtssicherheit für Journalisten beizutragen. Die möglichen negativen Auswirkungen der Offenlegung von Insiderinformationen im Vorfeld der Offenlegung zu prognostizieren, dürfte Journalisten

²⁶ Zum Zeitpunkt der Offenlegung der Insiderinformationen war England noch Mitglied der Europäischen Union.

²⁷ Kokott, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 103, Fußnote 75 = BeckRS 2021, 26204.

regelmäßig vor erhebliche Herausforderungen stellen. Zudem ist zu konkretisieren, welche Folgen die Berücksichtigung dieser Auswirkungen auf die Integrität des Finanzmarktes und damit auf die Anwendung des Art. 21 auf Art. 10 MAR hat.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Auswirkungen des Art. 21 MAR auf die Tatbestände der Art. 10, 12 Abs.1 lit. c) und 20 MAR bisher nur abstrakt erläutert worden sind und nur in Bezug auf die Anwendung des Art. 21 MAR auf das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen weitere Kriterien für die Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit aufgestellt worden sind, die ihrerseits einer weiteren Konkretisierung bedürfen. Auf Grundlage des bisherigen Kenntnisstandes ist eine rechtssichere Anwendung des Art. 21 MAR für Journalisten kaum möglich, was zu einer erheblichen Abschreckungswirkung der MAR auf die Ausübung der journalistischen Tätigkeit führt.

IV. Zielsetzung dieser Arbeit

Das Ziel dieser Arbeit ist es, eine Auslegung des Art. 21 MAR zu erarbeiten, welche den Schutz der Presse- und Meinungsfreiheit und den Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes in einen bestmöglichen Ausgleich bringt und dabei ein möglichst hohes Maß an Rechtssicherheit für Journalisten bietet, um die potenziell bestehende hemmende Wirkung des Insiderrechts auf die kritische Presseberichterstattung mit Kapitalmarktbezug möglichst gering zu halten. Um dieses Ziel zu erreichen, bedarf es einer Auslegung des Art. 21 MAR, die einer Safe-Harbor-Regelung jedenfalls so nahekommt, dass sie Journalisten die Möglichkeit bietet, durch eine gewissenhafte und integre Arbeitsweise das Risiko einer strafrechtlichen Verfolgung aufgrund ihrer journalistischen Aktivität praktisch auf Null zu senken. Allerdings bedarf die Anwendung des Art. 21 MAR stets einer Abwägung aller Umstände des Einzelfalles, weshalb diese Arbeit keine schematische Lösung zur Anwendung des Art. 21 MAR präsentiert, sondern die Kriterien herausarbeitet, anhand derer die Anwendung des Art. 21 MAR unter Berücksichtigung der Umstände des jeweiligen Einzelfalles zu erfolgen hat.

Zunächst soll die praktische Relevanz des Themas durch verschiedene Beispiele aus der jüngeren deutschen und europäischen Wirtschaftsgeschichte verdeutlicht werden. Die Beispiele veranschaulichen die ambivalente Wirkung der Presse- und Meinungsfreiheit auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und zeigen, dass die Presse- und Meinungsfreiheit sowohl zu einer Stärkung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes führen als auch eine Gefahr für dessen Funktionsfähigkeit werden kann.

Anschließend nähert sich diese Arbeit dem Zielkonflikt zwischen der Presse- und Meinungsfreiheit und dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, indem zunächst die miteinander kollidierenden Ziele dargestellt werden. Der Schwerpunkt der Darstellung liegt dabei auf dem Geltungsgrund des Insiderrechts und der damit verbundenen Frage, weshalb der Schutz des Kapitalmarktes überhaupt geeignet sein kann, das bedeutende Grundrecht der Presse- und Meinungsfreiheit zu beschränken. Die Darstellung der Presse- und Meinungsfreiheit soll verdeutlichen, welche Aspekte der juristischen Tätigkeit in den Schutzbereich fallen und welche, für die Anwendung des Art. 21 MAR relevanten Konkretisierungen des Grundrechts, durch die Rechtsprechung des EGMR, erfolgt sind.

Nach dem Wortlaut des Art. 21 MAR hat die Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit sowie der journalistischen Berufs- und Standesregeln bei der Beurteilung der Offenlegung und Verbreitung von Informationen für den Zweck von Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) und 20 MAR zu erfolgen. Die Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit sowie der journalistischen Berufs- und Standesregeln erfolgt daher bei der Auslegung des jeweiligen Tatbestandes. Eine umfassende Auslegung des Art. 21 MAR ist daher nicht isoliert möglich, sondern bedarf einer Anwendung des Art. 21 MAR auf einen der in der Norm genannten Tatbestände der MAR.

Ausgangspunkt der Auslegung des Art. 21 MAR ist der jeweilige Verbotstatbestand der MAR, bei dessen Auslegung die Presse- und Meinungsfreiheit und die journalistischen Berufs- und Standesregeln zu berücksichtigen sind. Dieses Werk stellt daher im Anschluss an die Darstellung des Zielkonfliktes die Tatbestände der Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) und 20 MAR dar und geht dabei insbesondere auf die Einschränkungen ein, die diese Tatbestände für die Ausübung der Presse- und Meinungsfreiheit bedeuten können. Die Darstellung der jeweiligen Tatbestände soll die Verständlichkeit des Werkes aus sich heraus sicherstellen und verdeutlicht zugleich die rechtliche Komplexität der Verbotstatbestände, mit welcher sich Journalisten konfrontiert sehen, wenn sie zu für den Kapitalmarkt relevanten Themen berichten. Gerade diese Komplexität der Tatbestände ist ein wesentlicher Grund für die potenzielle Abschreckungswirkung des Insiderrechts auf die Ausübung des Berufes des Journalisten. Diesen ist es als rechtlichen Laien regelmäßig kaum möglich zu einer verlässlichen Einschätzung der Rechtslage zu kommen, selbst wenn sie alle relevanten Tatsachen ermittelt haben.

Auf die Darstellung der für die Auslegung des Art. 21 MAR relevanten Tatbestände folgt die Auslegung des Art. 21 MAR selbst und dessen Anwendung auf eben jene Tatbestände. Dieser Bereich stellt den Kern der Arbeit dar. Der Schwerpunkt liegt dabei auf der Erarbeitung eines einheitlichen Verständnisses der journalistischen Berufs- und Standesregeln innerhalb der Europäischen Union. Nur durch ein solch einheitliches Verständnis kann die mit der MAR beabsichtigte Vollharmonisierung des europäischen Insiderrechts gelingen und ein möglichst großes Maß an Rechtssicherheit für Journalisten geschaffen werden.

Einen weiteren wesentlichen Aspekt dieser Arbeit stellt die Auslegung der Rückausnahmeregelungen in Art. 21 lit. a) und b) MAR dar. Durch diese Regelungen hat der europäische Gesetzgeber der potenziellen Missbrauchsgefahr Rechnung getragen, welche von der Presse- und Meinungsfreiheit ausgeht. An diesen Vorschriften wird eine zentrale Anforderung deutlich, welche die MAR an Journalisten stellt, die zu für den Kapitalmarkt relevanten Themen berichten. Die Privilegierung der journalistischen Tätigkeit durch Art. 21 MAR erfolgt keinesfalls einseitig, sondern geht mit Pflichten für diejenigen Journalisten einher, die von dieser Privilegierung Gebrauch machen wollen.

Schließlich verdichtet diese Arbeit in den Ausführungen zu den Rechtsfolgen des Art. 21 MAR das bisher dargestellte zu einer Konkretisierung der Auswirkungen der Anwendung des Art. 21 MAR auf die Tatbestände der Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) und 20 MAR und geht dabei ausführlich auf die Konsequenzen für die Ausübung der journalistischen Tätigkeit ein. Diese Arbeit zeigt dabei ein Verständnis des Art. 21 MAR auf, welches die Gewährleistung der Presse- und Meinungsfreiheit und des Schutzes der Funktionsfähigkeit bestmöglich in Einklang bringt und gleichzeitig ein Maximum an Rechtssicherheit für Journalisten bietet.

V. Beispiele aus der Praxis

Im Folgenden werden sechs verschiedene Beispiele aus der jüngeren europäischen Wirtschaftsgeschichte dargestellt. Die ersten beiden Beispiele veranschaulichen, wie die Ausübung der Presse- und Meinungsfreiheit zu einer Verbesserung der Informationseffizienz des Kapitalmarktes beitragen kann, indem relevante Informationen der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden. Die Beispiele drei und vier machen deutlich, dass die Presse- und Meinungsfreiheit bewusst und unbewusst dazu genutzt werden kann, den Kurs von Finanzinstrumenten am Kapitalmarkt zu beeinflussen. In den Beispielen fünf und sechs wird schließlich deutlich, wie die

Presse- und Meinungsfreiheit gezielt und in strafbarer Weise zur Begehung von Insiderdelikten und zur persönlichen Bereicherung missbraucht werden kann.

1. Dan McCrum und Wirecard

Ein aktuelles und prominentes Beispiel für die Funktion der Presse als „vierte Gewalt“ ist die Berichterstattung in der Financial Times, durch den Journalisten Dan McCrum, über die Bilanzmanipulation des damaligen DAX-Mitglieds Wirecard AG. McCrum erhielt für diese den Sonderpreis des deutschen Reporterpreises 2020²⁸. In seiner Laudatio lobte der damalige Finanzminister Olaf Scholz „die großen Verdienste McCrums für den Rechtsstaat“²⁹, welche er durch seine beharrliche Investigativrecherche und Berichterstattung über Wirecard erbracht hatte.

Ausgangspunkt der Berichterstattung über Wirecard war der sogenannte Zatarra-Report³⁰, welcher durch die beiden Shortseller Matthew Earl und Fraser Perring unter dem Pseudonym „Zatarra Research and Investigations“ veröffentlicht worden war. McCrum nahm auf den Report selbst und die darin enthaltenen Vorwürfe gegen Wirecard in seinen Beiträgen im FT-Blog Alphaville Bezug³¹. Inhaltlich wurden Wirecard neben der Bilanzfälschung vor allem Beihilfe zur Geldwäsche durch die Finanzierung von Glücksspiel und Pornographie vorgeworfen. Als Kursziel für die Anteile an der Wirecard AG gab der Report null Euro aus³².

Allerdings war der Zatarra-Report anonym veröffentlicht worden und die Autoren hatten ihr – für Shortseller typisches - eigenes wirtschaftliches Interesse an einem Kursverlust der Wirecard-Aktien nicht offengelegt³³. Aufgrund dieses Umstandes fiel die öffentliche Reaktion auf den Zatarra-Report sehr kritisch aus. Das Handelsblatt titelte etwa: „Zweifelhafter Analystenreport prügelt Wirecard-Aktie herunter“³⁴. Hinzu kam, dass ähnliche Vorwürfe gegen Wirecard

²⁸ <https://www.sueddeutsche.de/medien/reporterpreis-dan-mccrum-wirecard-enthuellung-1.5139922> (zuletzt abgerufen am 03.12.2024).

²⁹ McCrum, S. 13.

³⁰ In einer überarbeiteten Version abrufbar unter <https://viceroymresearch.org/wp-content/uploads/2020/07/final-main-report-zatarra-edited-3.pdf> (zuletzt abgerufen am 03.12.2024).

³¹ McCrum, S. 169.

³² McCrum, S. 168.

³³ Zu den Darlegungs- und Offenlegungspflichten bei der Erstellung und Verbreitung von Anlageempfehlungen: E.VIII Pflichten bei der Erstellung von Anlageempfehlungen.

³⁴ https://archiv.handelsblatt.com/document/HBON_c9fca27acaa046a7b149d72663c1b20e52eb2b8e (zuletzt abgerufen am 03.12.2024).

bereits im Jahr 2008 durch einen Newsletter-Autor namens Tobias Bosler erhoben worden waren³⁵.

An dieser Stelle wird der zentrale Unterschied zwischen typischerweise kritischen Research-Reports von Shortsellern und einer kritischen Presseberichterstattung deutlich. Shortseller sind im Gegensatz zur Presse keine neutralen Berichterstatter und verfolgen durch ihre Recherche und Veröffentlichung eigene wirtschaftliche Ziele. Dieser Umstand wirkt sich sowohl auf den Inhalt ihrer Research-Reports aus als auch auf deren Glaubwürdigkeit in der öffentlichen Wahrnehmung. Die Presse, insbesondere Journalisten, sind hingegen durch ihr Standesrecht zu einer neutralen Berichterstattung zur Vermeidung von Interessenkonflikten verpflichtet³⁶.

Auch gegen die Herausgeber des Zatarra-Reports Fraser Perring und Matthew Earl wurden durch die Staatsanwaltschaft München Ermittlungsverfahren wegen Marktmanipulation angestrengt. Ein Amtshilfegesuchen der deutschen Ermittlungsbehörden an ihre britischen Kollegen wurde von diesen mit dem Hinweis abgelehnt, dass die erbetenen Hausdurchsuchungen bei Perring und Earl in der Regel das Vorliegen handfester Beweise voraussetzten³⁷. Die Ermittlungsverfahren wurden schließlich nach Zahlung einer fünfstelligen Geldauflage jeweils eingestellt³⁸.

Die Ermittlungen der BaFin hatten allerdings eine abschreckende Wirkung, insbesondere auf Mathew Earl³⁹. Dieser war davon überzeugt gewesen, dass die BaFin auf Grundlage der Vorwürfe in dem Zatarra-Report ein Ermittlungsverfahren gegen Wirecard anstrengen würde, um diesen nachzugehen. Die BaFin kam jedoch nach einer fast zweijährigen Untersuchung zu dem Ergebnis, dass es keine Anhaltspunkte für die Beteiligung an Geldwäsche oder eine fehlerhafte Bilanzbuchhaltung bei der Wirecard Bank gäbe⁴⁰. Auch ein indischer Pressebericht von Roddy

³⁵ McCrum, S. 170; Dazu ausführlich: A.V.5 5. Sdk-Affäre.

³⁶ Dazu: F.VI.3.b) Allgemeine Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten.

³⁷ McCrum, S. 220.

³⁸ <https://www.manager-magazin.de/finanzen/boerse/wirecard-krimineller-hintergrund-fuer-kursabsturz-im-februar-2016-a-1242977.html> (zuletzt abgerufen am 03.12.2024); <https://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/wirecard-justiz-will-verfahren-gegen-shortseller-perring-einstellen-a-1306894.html> (zuletzt abgerufen am 03.12.2024).

³⁹ McCrum, S. 220.

⁴⁰ McCrum, S. 217; Die Wirecard AG ist nicht als Finanzholding eingestuft worden und war daher nicht Gegenstand der Prüfung <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/finanzaufsicht-bafin-nahm-wirecard-bank-schon-2017-mit-zwei-sonderpruefungen-ins-visier/26006276.html> (zuletzt abgerufen am 03.12.2024).

Boyd „Wirecard AG: The Great Indian shareholder Robbery“⁴¹ welcher die Marktkapitalisierung Wirecard um 1,5 Milliarden Euro reduzierte und darauffolgende Hinweise indischer Whistleblower über das Hinweisgeberportal der BaFin änderten nichts an der damaligen Einschätzung der Behörde⁴². Die Gründe für das Versagen der staatlichen Kontrollmechanismen waren Gegenstand einer umfangreichen Aufarbeitung unter anderem durch einen Untersuchungsausschuss des deutschen Bundestages⁴³ und eines Sonderberichtes des ESMA⁴⁴.

Der Fall der Wirecard AG und insbesondere die unglückliche Rolle der BaFin aber auch der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst&Young, welche die manipulierten Wirecard-Bilanzen jahrelang testiert hatte, obwohl ihr, unter anderem durch Dan McCrum selbst, umfangreiche Dokumente, die die Wirecard AG schwer belasteten, bereits im Januar 2019 zugespielt worden waren⁴⁵, zeigt deutlich, welche enorme Bedeutung eine freie kritische Presse als öffentliche Kontrollinstanz hat. Obwohl sowohl der BaFin als auch den mandatierten Wirtschaftsprüfern die notwendigen Informationen auch in Form von umfangreichen Dokumenten⁴⁶ vorlagen⁴⁷, bedurfte es der intensiven Berichterstattung und der Bereitschaft, insbesondere von Dan McCrum und der FT, hohe wirtschaftliche und berufliche Risiken einzugehen, um die fortlaufende Bilanzmanipulation durch Wirecard aufzudecken.

Dies lag auch an dem beharrlichen Bestreiten der Vorwürfe durch die Wirecard AG⁴⁸ und der Art und Weise, wie Wirecard systematisch und zunächst auch erfolgreich gegen die kritische Berichterstattung vorging. Wirecard nutzte beispielsweise eine Stellungnahmefrist, die ihnen

⁴¹ <https://ffj-online.org/2018/01/23/wirecard-ag-the-great-indian-shareholder-robbery/> (zuletzt abgerufen am 03.12.2024).

⁴² McCrum, S. 228.

⁴³ <https://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2021/kw25-de-3ua-bericht-847030> (zuletzt abgerufen am 03.12.2024).

⁴⁴ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma42-111-5349_fast_track_peer_review_report_-_wirecard.pdf (zuletzt abgerufen am 03.12.2024).

⁴⁵ McCrum, S. 225.

⁴⁶ Unter anderem auch ein umfangreicher interner Ermittlungsbericht der Kanzlei Rajah & Tann, welches Wirecard nie vollständig offengelegt hat sondern sich auf eine Zusammenfassung berief, wonach es keine Hinweise auf Gesetzesverstöße gäbe <https://www.manager-magazin.de/finanzen/boerse/wirecard-aktie-im-plus-finanzaufsicht-bafin-erstattet-anzeige-gegen-ft-journalist-a-1263186.html> (zuletzt abgerufen am 03.12.2024).

⁴⁷ McCrum hatte die Dokumente diversen Behörden und Geschäftspartnern Wirecards zu Verfügung stellt, etwa Visa, Mastercard, Citigroup und diversen Finanzaufsichtsbehörden.

⁴⁸ McCrum, S. 261; <https://www.manager-magazin.de/digitales/it/wirecard-das-250-millionen-euro-raetsel-des-zahlungsdienstleisters-a-1135587.html> (zuletzt abgerufen am 03.12.2024).

zuvor durch die FT gesetzt worden war, aus, um gezielt das Gerücht zu streuen, dass ein kritischer Pressebericht in der FT unmittelbar vor der Veröffentlichung steht⁴⁹. Ziel dieser Informationspolitik war es, Insiderhandel aufgrund dieser Insiderinformation über die bevorstehende Veröffentlichung des Artikels zu ermöglichen, um die Berichterstattung durch die FT so zu diskreditieren⁵⁰.

Mit dieser Informationspolitik hatte Wirecard in Teilen Erfolg. Eine damalige Wertpapieranalystin der Commerzbank, Heike Pauls, bezeichnete die kritische Berichterstattung der FT beispielsweise als „Fake News“ und Dan McCrum als einen „Serientäter“. Zudem mache sie sich mehr Sorgen über die „offenkundige aktive Beteiligung der FT an einer Marktmanipulation als wegen der Anschuldigungen gegen das Unternehmen“⁵¹. Auch die Berichterstattung der deutschen Wirtschaftspresse über die mögliche Bilanzmanipulation bei Wirecard war sehr verhalten. Die FT hatte auch dem Leiter des Investigativressorts des Handelsblatts, Sönke Iwersen, im Juli 2019 Tonbandaufnahmen und einen umfangreichen Fragenkatalog vorgelegt. Dieser enthielt laut McCrum „alles was nötig gewesen wäre, um Wirecard zu Fall zu bringen“⁵². Das Handelsblatt beschränkte sich, wie die übrige deutschsprachige Presse auch, auf eine Berichterstattung über den Konflikt zwischen der Wirecard AG und der FT⁵³.

Dieser Aspekt der Wirecard-Berichterstattung verdeutlicht, dass Presseberichterstattung nicht per se dazu führt, dass ein Sachverhalt weiter aufgeklärt wird. Insbesondere im Fall Wirecard wird deutlich, dass die Presseberichterstattung einem Emittenten auch die Möglichkeit gibt, Einfluss auf die öffentliche Meinung zu nehmen und seine Sicht der Dinge verbreiten zu lassen⁵⁴. Dies ist keinesfalls verwerflich. Vielmehr ist es Bestandteil einer sorgfältigen Recherche,

⁴⁹ Bei dieser Information handelt es sich um eine Insiderinformation, welche nach Art. 14 lit. c), Art. 10 MAR grundsätzlich nicht offengelegt werden darf; Dazu ausführlich: C.II.3 Unrechtmäßigkeit der Offenlegung.

⁵⁰ McCrum, S. 260, 261.

⁵¹ McCrum, S. 262; <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/wirecard-skandal-commerzbank-trennt-sich-von-umstrittener-analystin-fuer-wirecard/26874678.html> (zuletzt abgerufen am 03.12.2024); <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/heike-pauls-wirecard-analystin-verlaesst-nach-rechtsstreit-die-commerzbank-a-f6807e27-0b7e-4a9f-b180-39540a970def> (zuletzt abgerufen am 03.12.2024).

⁵² McCrum, S. 331. Der durch das Handelsblatt daraufhin veröffentlichte Artikel ist abrufbar unter: https://archiv.handelsblatt.com/document/HBON_b8edf4c549d1fb17a0d074351eeec575e2333261 (zuletzt abgerufen am 03.12.2024).

⁵³ Iwersen gab im Branchenmagazin Meedia ein Interview unter dem Titel: „Journalistische Institution im Zwielicht“ – „Handelsblatt“ Investigativchef Iwersen über den Fall Wirecard vs. FT“, abrufbar unter: https://newsletter-journalistische-institution-im-zwielicht-handelsblatt-investigativ-chef-iwersen-uber-den-fall-wirecard-vs-ft/?l=de_DE (zuletzt abgerufen am 03.12.2024).

⁵⁴ Etwa im Rahmen eines Interviews des damaligen Wirecard CEO Markus Braun mit dem Handelsblatt https://archiv.handelsblatt.com/document/HBON_f7c81bd85ccf367c1b8c080c4dd0c0ad0d3fa07a (zuletzt abgerufen am 03.12.2024).

die Protagonisten zum Gegenstand der Berichterstattung zu hören⁵⁵. Zudem bedarf es einer pluralistischen Medienlandschaft mit verschiedenen voneinander unabhängigen und auch miteinander konkurrierenden Medienakteuren, um eine umfassende Information der Öffentlichkeit durch die Presse zu gewährleisten⁵⁶.

Dramatisch wurde diese Entwicklung schließlich im Februar 2019. Wirecard erhob zunächst Schadenersatzklagen sowohl gegen die FT als auch gegen Dan McCrum persönlich⁵⁷. Im April 2019 folgte schließlich eine Strafanzeige der BaFin gegen Dan McCrum und seine Kollegin Stefanie Palma bei der Staatsanwaltschaft München, wegen des Verdachts der Marktmanipulation⁵⁸. Die FT reagierte auf diese Vorwürfe mit einer internen Ermittlung durch die Anwaltskanzlei Reynolds Porter Chamberlain (RPC) um die Vorwürfe auszuräumen und die Reputation der FT und auch von Dan McCrum selbst zu schützen, was auch gelang⁵⁹.

Im Rahmen der internen Untersuchung sollte die Kanzlei prüfen, ob Dan McCrum oder sein Kollege Paul Murphy⁶⁰ sich mit Shortsellern oder anderen Marktteilnehmern abgesprochen hatten, um diesen oder sich selbst einen unmittelbaren oder mittelbaren Vorteil aus der Berichterstattung der FT zu verschaffen. Für die Glaubwürdigkeit McCrums war es dabei von entscheidender Bedeutung, dass er kein finanzielles Eigeninteresse an der Kursentwicklung der Wirecard Aktie hatte⁶¹. Die bereits angesprochene journalistische Neutralität ist insoweit der zentrale Gradmesser für die Glaubwürdigkeit eines Journalisten.

Anfang September 2020 wurden die Ermittlungsverfahren gegen Dan McCrum und Stefanie Palma eingestellt, da deren Berichterstattung „jedenfalls vom Standpunkt der damaligen Infor-

⁵⁵ Dazu: F.VI.3.a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht.

⁵⁶ Zur Vermeidung von Monopolbildung: B.II.9 Pluralistische Medienlandschaft.

⁵⁷ McCrum, S. 293; <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/wirecard-verklagt-die-financial-times-a-1252289.html> (zuletzt abgerufen am 06.10.2024).

⁵⁸ McCrum, S. 295; <https://www.manager-magazin.de/finanzen/boerse/wirecard-aktie-im-plus-finanzaufsicht-ba-fin-erstattet-anzeige-gegen-ft-journalist-a-1263186.html> (zuletzt abgerufen am 06.10.2024); <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/zahlungsdienstleister-staatsanwaltschaft-stellt-ermittlung-gegen-ft-journalisten-zu-wirecard-berichten-ein-26157048.html> (zuletzt abgerufen am 06.10.2024).

⁵⁹ McCrum, S. 331, 356; <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/zahlungsdienstleister-financial-times-lasst-wirecard-berichterstattung-von-externer-kanzlei-ueberpruefen-/24691268.html> (zuletzt abgerufen am 06.10.2024).

⁶⁰ Die ebenfalls beschuldigte Stefania Palma war Korrespondentin der FT in Singapur und hatte einen Großteil der Recherche in Asien übernommen.

⁶¹ Zu der Problematik der Berichterstattung zu Finanzinstrumenten in Eigenbesitz: F.VII.1.a) Veröffentlichungen und Verbreitungen die eigene Finanzinstrumente betreffen.

mationslage aus weder falsch noch irreführend“ gewesen ist. Zudem konnte die Staatsanwaltschaft keine unmittelbaren Kontakte der beschuldigten Journalisten zu Shortsellern feststellen und fand keine Anhaltspunkte dafür, „dass die Beschuldigten selbst bewusst Inhalt und Zeitpunkt ihrer Berichte Dritten bekanntgegeben hätten und damit Insiderinformationen weitergegeben haben“⁶². Nach der späteren Rechtsprechung des EUGH verstößt ein Journalist durch die Offenlegung des Inhalts und des Veröffentlichungszeitpunktes eines Berichts nicht zwangsläufig gegen das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen⁶³.

Die Berichterstattung durch Dan McCrum in der Financial Times ist ein Paradebeispiel für die Notwendigkeit einer freien und kritischen Berichterstattung, insbesondere im Kontext des Kapitalmarktes. McCrum hat durch seine Berichterstattung seinen Informationsquellen innerhalb des Wirecard-Konzerns die nötige öffentliche Sichtbarkeit verschafft, als diese etwa bei der BaFin oder den zuständigen Wirtschaftsprüfern kein Gehör fanden und dadurch einen der größten Börsenskandale Europas aufgedeckt. Als Dan McCrum im Wirecard-Untersuchungsausschuss des Bundestages schließlich gefragt wurde, was man unternehmen könne, um derartige Vorgänge in Zukunft zu verhindern, lautete McCrums Antwort: „Whistleblower schützen und die Vorgänge in Unternehmen sichtbar machen“⁶⁴.

2. Renate Daum und ComRoad

Ein weiteres Beispiel für eine funktionierende Kontrolle durch die Presse, insbesondere durch die engagierte Recherche einer Investigativjournalistin, stellt der Fall ComRoad aus dem Jahr 2002 dar⁶⁵, welcher zahlreiche parallelen zum Fall Wirecard aufweist. Bei ComRoad handelte es sich ebenfalls um ein in München ansässiges Unternehmen, welches große Teile seines Umsatzes - 97 % im Jahr 2000 - schlicht erfunden hatte. Ein Großteil dieser Umsätze sollte aus dem Asiangeschäft des Unternehmens stammen. ComRoad war dabei in einem zum damaligen

⁶² <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/zahlungsdienstleister-staatsanwaltschaft-stellt-ermittlungen-gegen-ft-journalisten-zu-wirecard-berichten-ein/26157048.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/banken/wirecard-skandal-ermittlungen-gegen-financial-times-journalisten-eingestellt-a-6823cc39-0f2e-4395-8fca-b3cadbc8e996> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁶³ C.II.4.f) Die AMF/LVMH-Entscheidung.

⁶⁴ McCrum, S. 438.

⁶⁵ Ein guter Überblick unter: https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzskandale/finanzskandale-6-comroad-die-luftnummern-des-herrn-schnabel-1149409.html?printPagedArticle=true#pageIndex_2 (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

Zeitpunkt innovativen Geschäftsfeld tätig, dem Vertrieb von Telematik⁶⁶ Hard- und Software an Unternehmenskunden und von Navigationssystemen an Endverbraucher.

Das Bekanntwerden der Bilanzmanipulation ging entscheidend auf die Berichterstattung der Journalistin Renate Daum in „Börse-Online“ zurück⁶⁷. Daum begann ihre Recherchen im Jahr 2000 und war zunächst auf die auffällig ambitionierten Gewinn- und Umsatzziele ComRoads sowie die auffällig niedrigen Löhne und die unsaubere Bilanzierung von Umsatzerlösen sowie einem durchgehend negativen Cash Flow der ComRoad AG, trotz eines stetig steigenden Umsatzes und Gewinns, aufmerksam geworden⁶⁸. Wie auch die ersten Veröffentlichungen zu Wirecard fand die kritische Berichterstattung⁶⁹ durch Daum zunächst wenig Beachtung und wurde durch andere Medien zum Teil deutlich kritisiert⁷⁰.

Daum betrieb einen sehr hohen Rechercheaufwand und reiste selbst in die Regionen in Asien, in denen die ComRoad AG offiziell den Großteil ihrer Umsätze erzielte. Für ihre Recherche nutzte Daum eine Vielzahl öffentlicher Quellen wie Registerauszüge, Geschäftsberichte, Pressemitteilungen oder Finanzanalysen⁷¹. Zudem kontaktierte sie regelmäßig das Unternehmen und dessen damaligen CEO und Hauptaktionär Bodo Schnabel⁷². Daum ermittelte und veröffentlichte auf Grundlage dieser Informationen den aus ihrer Sicht maximal möglichen Umsatz der ComRoad AG aus dem Asiengeschäft am 13. Juni 2001 in „Börse Online“ unter der Überschrift: „Asien-Umsätze im Dunklen verborgen“. Daum war dabei der Auffassung, dass sie in dem Artikel keine Insiderinformationen veröffentlichte, da die von ihr verwendeten Informationen öffentlich zugänglich waren und sie lediglich Rückschlüsse aus diesen gezogen hatte⁷³.

Daum erkannte jedoch, dass die Kenntnis des Artikels und des Zeitpunktes der Veröffentlichung eine Insiderinformation darstellte⁷⁴. Im Vorfeld der Veröffentlichung des Artikels weihte Daum daher so wenig Kollegen wie möglich in der Redaktion ein, da sie damit rechnete, dass

⁶⁶ Verbindung von Telekommunikation und Informatik, welche zur computergestützten Verkehrsleitung eingesetzt werden sollte.

⁶⁷ Schröder/Sethe/Daum, S. 9 ff.

⁶⁸ Schröder/Sethe/Daum, S. 10, 11.

⁶⁹ Zunächst hatte Daum in der Süddeutschen Zeitung veröffentlicht.

⁷⁰ Unter anderem wurden Daum Profilierungssucht und mangelnde Objektivität vorgeworfen.

⁷¹ Schröder/Sethe/Daum, S. 14, 15.

⁷² Schröder/Sethe/Daum, S. 15.

⁷³ Schröder/Sethe/Daum, S. 16, wo Daum ausdrücklich auf die „Mosaik-Theorie“ eingeht; Zur Rechtslage heute: C.I.1.d) Verwertung öffentlich zugänglicher Informationen.

⁷⁴ Zu diesem Ergebnis kam auch der EuGH – allerdings erst im Jahr 2022 – in seiner AMF/LVMH-Entscheidung, dazu: C.I.3.f) AMF/LVMH-Entscheidung.

die Veröffentlichung des Artikels geeignet war, den Kurs der ComRoad Aktie erheblich zu beeinflussen, was auch tatsächlich der Fall war. Zudem sah der interne Verhaltenskodex bei „Börse Online“ vor, dass es den Mitarbeitern untersagt war, aus dem Wissen über geplante Veröffentlichungen und deren Inhalt Profit zu schlagen. Die Einhaltung dieses Verhaltenskodex wurde zudem durch die Beobachtung der betreffenden Finanzinstrumente und deren Handelsvolumina intern kontrolliert⁷⁵.

Die Reaktion der ComRoad AG fiel ähnlich wie die der Wirecard AG aus. ComRoad wies die Vorwürfe zurück und warf Daum eine unzureichende Recherche vor und unterstelle die Absicht, einen Sensationsartikel veröffentlichen zu wollen⁷⁶. Auf Grundlage weiterer intensiver Recherchen, zu den von ComRoad behaupteten Geschäftspartnern in Asien, veröffentlichte Daum am 2. August 2001 einen weiteren Artikel bei „Börse Online“ mit dem Titel: „Phantompartner in Asien“, in welchem sie erneut behauptete, dass der Jahresabschluss für das Jahr 2000 auf falschen Zahlen beruhe und der Asienumsatz statt der angegebenen 19,9 Millionen Euro tatsächlich bei geschätzten zwei Millionen Euro gelegen habe⁷⁷.

ComRoad reagierte daraufhin – erneut vergleichbar mit Wirecard – mit rechtlichen Schritten und erwirkte vor dem Landgericht Berlin eine einstweilige Verfügung gegen Daum, welche sie zur Unterlassung der in dem Artikel getätigten Aussagen verpflichtete. Da die in einer eidesstattlichen Versicherung der ComRoad AG angegebenen asiatischen Geschäftspartner jedoch im Widerspruchsverfahren erheblich korrigiert werden mussten, wurde die einstweilige Verfügung schließlich aufgehoben⁷⁸.

Im Rahmen der weiteren außergerichtlichen Korrespondenz zwischen Daum und ComRoad wurde Daum, ähnlich wie McCrum durch Wirecard, mit „ernsten Konsequenzen“ gedroht⁷⁹. Am 31. Januar 2002 veröffentlichte Daum schließlich einen weiteren Artikel in „Börse Online“ mit dem Titel: „Navigation ins nirgendwo“, in welchem sie weitere Rechercheergebnisse mitteilte und die Umsätze ComRoads in Asien erneut anzweifelte⁸⁰. Der Kurs der ComRoad-Aktie

⁷⁵ Schröder/Sethe/Daum, S. 17; Daum und Börse-Online befolgten damit zentrale Obliegenheit journalistischer Berufs- und Standesregeln, dazu: F.VI.4.b) Obliegenheiten.

⁷⁶ Schröder/Sethe/Daum, S. 17.

⁷⁷ Schröder/Sethe/Daum, S. 19.

⁷⁸ Schröder/Sethe/Daum, S. 19, 20.

⁷⁹ Schröder/Sethe/Daum, S. 23.

⁸⁰ Schröder/Sethe/Daum, S. 23.

brach daraufhin um 20 % ein und Daum wurde mit Schadenersatzforderungen und Beschimpfungen konfrontiert⁸¹. Der Abschlussprüfer ComRoads, KPMG, nahm die Berichterstattung Daums jedoch zum Anlass, selbst das Asiengeschäft ComRoads intensiv zu prüfen und legte daraufhin am 19. Februar 2002 das Prüfungsmandat für ComRoad nieder.

Nachdem ein anderer Journalist eine anonyme Strafanzeige erstattet hatte, nahm die Staatsanwaltschaft München Ermittlungen gegen ComRoad und dessen CEO Bodo Schnabel auf. Die Staatsanwaltschaft hatte in Bezug auf die Presseberichterstattung durch Daum zuvor noch erklärt, dass ein Zeitschriftenartikel nicht geeignet sei, einen Anfangsverdacht zu begründen⁸². Letztlich wurde im Rahmen einer Sonderprüfung festgestellt, dass die Umsätze ComRoads aus dem Asiengeschäft fast ausschließlich aus vorgetäuschten Geschäften mit einem von Schnabels Ehefrau geführten Unternehmen mit Sitz in Hongkong stammten. Schnabel wurde am 21. November 2002 wegen Kursbetrugs, Insiderhandels und Betrugs zu sieben Jahren Haft verurteilt⁸³.

Die Fälle von ComRoad und Wirecard zeigen eindrücklich, dass eine kritische Presseberichterstattung eine wichtige zusätzliche Kontrollinstanz darstellt. Ohne die gründliche und langwierige Recherche der Journalisten und deren Ermöglichung durch die jeweiligen Medienverlage sowie die Veröffentlichung der Presseberichte, wären die Skandale rund um ComRoad und Wirecard nicht oder jedenfalls erst deutlich später aufgeklärt worden.

3. Greenpeace und Brent Spar

Allerdings führen kritische Veröffentlichungen zu Emittenten nicht immer zur Aufdeckung von bisher nicht erkannten Missständen. Ein in der Literatur häufiges verwendetes Beispiel⁸⁴ für die Verbreitung von Fehlinformationen mit erheblichen Auswirkungen auf den Kapitalmarkt ist die öffentliche Auseinandersetzung zwischen der Umweltorganisation Greenpeace und dem Shell-Konzern über die Entsorgung der Öl-Plattform Brent Spar⁸⁵.

⁸¹ Schröder/Sethe/Daum, S. 24.

⁸² Schröder/Sethe/Daum, S. 25; In dieser Formulierung unzutreffend, da das Legalitätsprinzip nach § 152 Abs. 2 StPO auf das Vorliegen tatsächlicher Anhaltspunkte abstellt, was eine Presseberichterstattung nicht ausschließt. Gemeint war wohl, dass dieser Presseberichterstattung, nach Auffassung der Staatsanwaltschaft, keine Tatsachen zugrunde lägen, die einen Anfangsverdacht begründen könnten.

⁸³ Schröder/Sethe/Daum, S. 25.

⁸⁴ Etwa: Schröder, NJW 2009, 465 (468); Sturm, ZBB 2010, 20 (33); In den Kommunikationswissenschaften thematisiert von Koch/Denner, 73 (77).

⁸⁵ Eine umfangreiche Übersicht der Ereignisse aus Sicht von Greenpeace unter: <https://www.greenpeace.de/klimaschutz/energiewende/oelausstieg/chronik-konzern-versenkt-image> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

Bei Brent Spar handelte es sich um eine Öllager- und Verladeplattform, welche durch den Mineralölkonzern Royal Dutch Shell plc betrieben wurde. Die Plattform befand sich in der Nordsee nordwestlich von Schottland. Im Februar 1995 teilte Shell mit, dass die Plattform zur Entsorgung im Nordost-Atlantik versenkt werden sollte. Im April 1995 protestieren Greenpeace-Aktivisten mit der Erkletterung der sich im offenen Meer befindlichen Plattform gegen die Entsorgungspläne und die damit einhergehende mögliche Umweltbelastung. Unter Berufung auf Shell UK verbreitete Greenpeace, dass die Plattform insgesamt 100 Tonnen schwermetallhaltige Ölschlämme und rund 20 Tonnen schwachradioaktive Salzablagerungen enthalte. Im Mai 1995 folgten Boykottaufrufe gegen Shell durch Greenpeace. Es kam daraufhin zu diversen Protestaktionen und einem hohen öffentlichen Druck auf Shell sowie einem teilweisen Boykott von Shell-Tankstellen, was zu Umsatzrückgängen und einem erheblichen Kursverlust der Shell-Aktie führte⁸⁶.

Am 16. Juni 1995 gab Greenpeace UK bekannt, dass sich nach ihrer Einschätzung statt der bisher vermuteten 100 Tonnen Rohöl tatsächlich 5500 Tonnen Rohöl auf der Plattform befänden. Diese Meldung wurde am 18. Juni 1995 von Greenpeace Deutschland aufgegriffen und weiterverbreitet. Am 20. Juni 1995 gab Shell bekannt, dass das Unternehmen die Plattform nicht im Atlantik versenken, sondern diese in Norwegen an Land zerlegen wird. Aufgrund einer dort durchgeführten Inventarisierung der Plattform stellte sich die Behauptung, dass sich 5500 Tonnen Rohöl auf der Plattform befunden hätten, als unzutreffend heraus⁸⁷. Der Direktor von Greenpeace Großbritannien entschuldigte sich daraufhin offiziell bei Shell und begründete die falsch veröffentlichten Zahlen mit einer falschen Bewertung der Messergebnisse⁸⁸.

Diese öffentliche Auseinandersetzung zwischen Greenpeace und Shell veranschaulicht, welche Folgen die Verbreitung von (falsch) Informationen auf den Kapitalmarkt haben können, selbst wenn diese Informationen auf den ersten Blick keinen unmittelbaren Bezug zum Kapitalmarkt aufweisen und die verbreitenden Akteure mit der Verbreitung der Information ganz andere Ziele verfolgen. Insbesondere Journalisten trifft daher die Pflicht, Informationen nicht blind zu

⁸⁶ Greenpeace, Brent Spar und die Folgen – Zehn Jahre danach, S. 16 – 19; Abrufbar unter: https://www.greenpeace.de/publikationen/Brent_Spar_und_die_Folgen_1.pdf (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); Schröder, NJW 2009, 465 (468); Sturm, ZBB 2010, 20 (33).

⁸⁷ Greenpeace, Brent Spar und die Folgen – Zehn Jahre danach, S. 20; Abrufbar unter: https://www.greenpeace.de/publikationen/Brent_Spar_und_die_Folgen_1.pdf (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁸⁸ <https://www.spiegel.de/geschichte/besetzung-der-brent-spar-a-948877.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); <https://www.welt.de/print-welt/article661864/Greenpeace-entschuldigt-sich-bei-Shell.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

publizieren, sondern die möglichen Konsequenzen einer Veröffentlichung der Information vorher zu bedenken und gegen das Informationsinteresse der Öffentlichkeit abzuwägen⁸⁹. Dies gilt insbesondere bei dem Umgang und der Veröffentlichung von Insiderinformationen⁹⁰.

4. NGO und Vinci

Die Reaktion des Kapitalmarktes auf die Verbreitung bestimmter Informationen und die daraus resultierenden Konsequenzen können jedoch auch bewusst dazu missbraucht werden, ein Unternehmen zu einem bestimmten Verhalten zu zwingen oder diesem und seinen Aktionären bewusst Schaden zuzufügen. Ein Beispiel für einen solchen Vorgang stellen die Geschehnisse rund um den Vorwurf der Bilanzmanipulation gegen den französischen Baukonzern Vinci im Jahr 2016 dar.

Der Mitarbeiter einer NGO hatte ein gefälschtes Kommuniké verbreitet, in welchem er sich als Pressesprecher des Unternehmens ausgab und behauptete, dass es zu Bilanzmanipulationen gekommen sei und der Jahresabschluss für das Jahr 2015 sowie der Finanzbericht für das erste Halbjahr 2016 erneuert werden müssten und dass Vinci für diese Zeiträume einen Verlust ausweisen müsste. Zudem sei der Finanzchef Vincis entlassen worden. Der Mitarbeiter der NGO hatte diese Information an verschiedene Nachrichtenagenturen und Zeitungen versendet. Unter anderem hatte die Nachrichtenagentur Bloomberg den Inhalt des Kommunikés daraufhin verbreitet⁹¹.

Unmittelbar nach Verbreitung der Nachricht verlor die Vinci Aktie 18 % an Wert. Erst als Vinci die Bloomberg-Meldung etwa eine Stunde später dementierte, erholte sich der Aktienkurs weitestgehend. Der Mitarbeiter der NGO begründete sein Handeln damit, dass er an Vinci habe Rache nehmen wollen, da der Baukonzern sich in Russland und Frankreich Verfehlungen habe zu Schulden kommen lassen und unter anderem in Katar Bauarbeiter unmenschlich behandelte⁹².

⁸⁹ G.III Negative Auswirkungen auf die Integrität der Finanzmärkte.

⁹⁰ Dazu ausführlich: F.VIII Auswirkung der Anwendung des Art. 21 MAR.

⁹¹ <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/dienstleister/baukonzern-vinci-bilanzmanipulation-finanzchef-gefeuert-alles-nur-ein-fake/14881236.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁹² <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/dienstleister/baukonzern-vinci-bilanzmanipulation-finanzchef-gefeuert-alles-nur-ein-fake/14881236.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); Koch/Denner, 73 (77).

Auch wenn es sich bei diesem Vorgang sicherlich um einen Einzelfall handelt, wird dennoch deutlich, wie anfällig die Kurse von Finanzinstrumenten, jedenfalls für kurzzeitige Manipulationen, sind. Umso wichtiger ist es daher, dass Medien, insbesondere wenn sie über eine besonders große Reputation verfügen, Informationen stets sorgfältig auf ihren Wahrheitsgehalt hin überprüfen, auch wenn die Verbreitung der Information sehr zeitnah erfolgen soll⁹³.

5. SdK-Affäre

Ein weiteres Beispiel für den Missbrauch der Pressefreiheit zum Insiderhandel stellt die sogenannte SdK-Affäre dar. Der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. ist eine der größten deutschen Aktionärsvereinigungen und vertritt die Interessen einer Vielzahl von Kleinanlegern.

Im Jahr 2008 kam es, aufgrund einer Strafanzeige durch die Wirecard AG, zu Ermittlungsverfahren gegen SdK-Vertreter, wegen des Verdachts des Insiderhandels und Marktmanipulation. Die Ermittlungen richteten sich unter anderem gegen den damaligen stellvertretenden Vorsitzenden des SdK, Markus Straub. Auslöser des Verfahrens war der Umstand, dass die SdK die Beschlüsse der Hauptversammlung 2008 der Wirecard AG für nichtig erklären lassen wollte, was den Kurs der Wirecard Aktie stark belastete. Gleichzeitig besaß Straub Short-Positionen auf Wirecard Aktien, wodurch er von den Kursverlusten unmittelbar wirtschaftlich profitierte⁹⁴. Aufgrund dieser und ähnlicher Vorgänge in Bezug auf andere Emittenten wurde Straub wegen Marktmanipulation und Insiderhandel in 196 Fällen angeklagt⁹⁵.

Im Jahr 2012 wurden schließlich weitere Personen, von denen bis auf eine Ausnahme alle ehemaligen Funktionäre des SdK waren, wegen Insiderhandels, Marktmanipulation oder Betrug angeklagt. Dem Herausgeber eines Börsenbriefes der SdK, Christoph Öfele, wurde wie Straub vorgeworfen, Insiderwissen aus seiner Tätigkeit für die SdK genutzt zu haben, um Aktien zu erwerben. Die Anklage warf ihm daher Insiderhandel in 92 Fällen vor. Dem aus dem Wirecard-

⁹³ Dazu: F.VI.3.a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht.

⁹⁴ <https://www.juve.de/verfahren/marktmanipulation-prozess-in-sdk-affare-gestartet-erster-angeklagter-kundigt-gestandnis-an/> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); <https://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/a-568926.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/a-719461.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁹⁵ https://archiv.handelsblatt.com/document/HBON_e0301f4d2b03ef19c63867e177a4d28f1cbe9855 (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

Fall bekannten Tobias Bosler wurde Betrug vorgeworfen, da er als Drahtzieher der Insidergeschäfte fungiert haben soll.⁹⁶ Sowohl Straub als auch Bosler sollen dabei mit diversen Börsenjournalisten kooperiert haben, um die Kurse der jeweiligen Finanzinstrumente zu beeinflussen⁹⁷. Straub ist letztlich zu mehr als zwei Jahren Haft und einer Geldstrafe von 36.000,00 Euro verurteilt worden. Bosler erhielt drei Jahre Haft und eine Geldstrafe von 27.000,00 Euro⁹⁸.

Die SdK-Affäre zeigt eindrücklich, wie die Pressefreiheit auch zur persönlichen Bereicherung missbraucht werden kann. Besonders problematisch am Fall der SdK ist, dass die SdK die Interessen von in der Regel weniger erfahrenen Privatanlegern schützen soll und so deren Vertrauen und Repräsentanz am Kapitalmarkt sichern und stärken soll. Gerade dieses Vertrauen in eine informationelle Chancengleichheit auch für private Kleinanleger ist die Grundlage für deren Bereitschaft, Geld am Kapitalmarkt zu investieren und damit dessen Funktionsfähigkeit zu sichern⁹⁹.

6. Sascha Opel – Der Aktionär

Ein Paradebeispiel für den Missbrauch der Pressefreiheit zur Durchführung von Insiderhandel stellt das Verfahren gegen Sascha Opel, den damaligen stellvertretenden Chefredakteur der Finanzzeitschrift „Der Aktionär“, dar. Gegen Opel war im Jahr 2000 ein Haftbefehl erlassen worden, da er zunächst mit Anlegern Investitionen in bestimmte Finanzinstrumente vereinbart hatte und diese Finanzprodukte anschließend durch den damaligen Chefredakteur der Zeitschrift, Bernd Förtsch, hat empfehlen lassen. Durch den aufgrund der Empfehlung des Chefredakteurs steigenden Aktienkurs konnten die Anleger Gewinner erzielen, die sie sich anschließend mit Opel teilten¹⁰⁰. Dieses Vorgehen wird auch als „Scalping“ bezeichnet¹⁰¹. Zusätzlich hatte Opel privat in die betreffenden Finanzinstrumente investiert und so zusätzliche Gewinne erzielt¹⁰².

⁹⁶ https://archiv.handelsblatt.com/document/HBON_e0301f4d2b03ef19c63867e177a4d28f1cbe9855 (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); <https://www.juve.de/verfahren/marktmanipulation-prozess-in-sdk-affare-gestartet-erster-angeklagter-kundigt-gestandnis-an/> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); <https://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/a-809646.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁹⁷ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/steuern-recht/recht/sdk-prozess-erpressen-verwirren-verschweigen/6141220.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁹⁸ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/steuern-recht/recht/insiderhandel-ex-aktionaersschuetzer-straub-verurteilt/6350448.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁹⁹ Dazu: B.I.1 Geltungsgrund des Insiderrechts.

¹⁰⁰ <https://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/a-100658.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

¹⁰¹ Dazu: C.I.1.b) Drittbezug bei inneren Tatsachen am Beispiel „Scalping“.

¹⁰² <https://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/a-192250.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

Opel wurde zunächst vom Landgericht Stuttgart als erster deutscher Börsenjournalist wegen Insiderhandels zu einer Haftstrafe von einem Jahr auf Bewährung verurteilt¹⁰³. Umstritten war dabei insbesondere die Frage, inwieweit die Empfehlungen von Opel und des von ihm instrumentalisierten Chefredakteurs Förtsch tatsächlich dazu geeignet waren, den Kurs der jeweiligen Finanzinstrumente zu beeinflussen¹⁰⁴.

Auf die Revision Opels wurde das Urteil des Landgerichts Stuttgart durch den BGH aufgehoben, da es sich nach damaliger Rechtslage um keinen Insiderhandel, sondern lediglich um eine strafbare Kursmanipulation handelte¹⁰⁵. In seiner Begründung führte der BGH aus, dass das Wissen des Täters, dass er die selbst erworbenen Aktien anschließend zum Kauf empfehlen wird, keine Insiderinformation sei, da es sich um einen rein internen Willensentschluss des Täters handele¹⁰⁶.

VI. Zusammenfassung

Die Beispiele Wirecard und ComRoad veranschaulichen, wie gerade die investigative Presseberichterstattung zu mehr Transparenz und einer gesteigerten Informationseffizienz des Kapitalmarktes beitragen kann. In den Beispielen wurden bestehende Lücken in der Durchsetzung des Insiderrechts durch Presseberichterstattung geschlossen und Sachverhalte veröffentlicht, die bisher nicht bekannt waren. Allerdings zeigen die Beispiele Brent Spar und Vinci, dass sich die Verbreitung von Informationen durch die Medien auch ungewollt auf den Finanzmarkt auswirken kann und dass diese Wirkung von Informationen auch dazu missbraucht werden kann, Emittenten und Marktteilnehmern gezielt Schaden zuzufügen. Die Beispiele der SdK-Affäre und der Berichterstattung durch Sascha Opel zeigen schließlich, dass die Pressefreiheit auch gezielt dazu missbraucht werden kann, sich oder Dritten einen rechtswidrigen Vermögensvorteil zu verschaffen. Die Gefahr für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, die von der Presse- und Meinungsfreiheit ausgeht, ist daher keinesfalls ein rein theoretisches Problem, sondern vielmehr ein solches mit hoher praktischer Relevanz.

¹⁰³ <https://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/a-211598.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

¹⁰⁴ Dazu: C.I.5 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung.

¹⁰⁵ BGH, Urteil vom 6. November 2003 – 1 StR 24/03 = BKR 2004, 74.

¹⁰⁶ BGH, Urteil vom 6. November 2003 – 1 StR 24/03 = BKR 2004, 74 (76); Ausführlich zu dieser Problematik und der heutigen Rechtslage: C.I.1.b) Drittbezug bei inneren Tatsachen am Beispiel des „Scalping“.

Das folgende Kapitel beschäftigt sich mit dem dieser Arbeit zugrundeliegenden Zielkonflikt zwischen dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes auf der einen und der Gewährleistung der Presse- und Meinungsfreiheit auf der anderen Seite. Dieser Zielkonflikt bildet den Ausgangspunkt für die Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit bei der Anwendung des Art. 21 MAR. Um durch die Anwendung des Art. 21 MAR zu einem angemessenen Ausgleich zwischen den beiden kollidierenden Zielen zu kommen, muss zunächst der Geltungsgrund des Insiderrechts und damit des Schutzes der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes herausgearbeitet werden. Ausgehend von der Bedeutung des Kapitalmarktes insgesamt und der Schädlichkeit von Insiderdelikten für dessen Funktionsfähigkeit wird anschließend auch auf die Presse- und Meinungsfreiheit eingegangen. Insbesondere die Rechtsprechung des EGMR zu bestimmten Aspekten der Presse- und Meinungsfreiheit sind für die Herleitung von journalistischen Verhaltensweisen, die von Art. 21 MAR erfasst und geschützt werden, von entscheidender Bedeutung.

Dieses Kapitel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de>) veröffentlicht.



B. Zielkonflikt zwischen Pressefreiheit und Kapitalmarktintegrität

Zunächst sind die miteinander kollidierenden Ziele, also das Ziel des Schutzes der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und das Ziel der Gewährleistung der Presse- und Meinungsfreiheit genauer zu beleuchten. In Bezug auf den Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes sollen die Geltungsgründe des Insiderrechts herausgearbeitet werden, welche eine Beschränkung der Presse- und Meinungsfreiheit rechtfertigen können. Bei der Erläuterung der Presse- und Meinungsfreiheit liegt der Fokus darauf, herauszuarbeiten, welche Aspekte der journalistischen Tätigkeit in den Schutzbereich dieses Grundrechts fallen und wie das Grundrecht durch die bisherige Rechtsprechung des EGMR konkretisiert worden ist.

I. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes

Der Begriff des Kapitalmarktes ist im Gesetz nicht definiert. Kapital ist Vermögen, welches Ertrag abwirft. Es kann in Form von Geld- und Wertpapieren oder als reales Gut, beispielsweise als Immobilie oder Rohstoff existieren. Das aus Geld oder geldwerten Titeln bestehende Vermögen ist das Geld- oder Finanzkapital. Auf dem Kapitalmarkt wird nur das Finanzkapital gehandelt. Deshalb handelt es sich bei Kapitalmärkten immer um Finanzmärkte¹⁰⁷. Sowohl das WpHG (§ 2 Abs. 1), als auch die MAR (Art. 1 MAR) verwenden jeweils den Begriff Finanzmarkt.

Der vorherrschende Zweck der MAR besteht in der Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. Der Kapitalmarkt soll laut Erwägungsgrund Nr. 1 zur MAR einen echten Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen ermöglichen, welcher aus Sicht des europäischen Gesetzgebers für das Wirtschaftswachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen in der Union von entscheidender Bedeutung ist. In Erwägungsgrund Nr. 24 zur MAR wird als Ziel der MAR ausgegeben: „die Integrität des Finanzmarktes zu schützen und das Vertrauen der Investoren zu stärken, das wiederum auf der Gewissheit beruht, dass die Investoren gleichbehandelt und vor der missbräuchlichen Verwendung von Insiderinformationen geschützt werden.“

Laut Erwägungsgrund Nr. 2 zur MAR ist die Marktintegrität Voraussetzung für einen integrierten effizienten und transparenten Finanzmarkt. Die Regelungen der MAR lassen sich grob in Handelsverbote, Offenlegungsverbote und Verleitungsverbote unterteilen¹⁰⁸. Sie verbietet grundsätzlich die Verwertung und Offenlegung nicht öffentlich bekannter und kursrelevanter

¹⁰⁷ Kumpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Oulds, Rn. 10.1.; Ellenberger/Bunte/Seiler/Geier, § 83 Rn. 2, 3.

¹⁰⁸ Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 11.

Informationen. Hinzu kommen personenbezogene Handelsverbote und Publizitätspflichten für Emittenten und Personen, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformation haben.

1. Geltungsgrund des Insiderrechts

Das Verbot von Insidergeschäften wird unterschiedlich begründet. Es gibt das rechtsdogmatische Argument, wonach das Verbot von Insidergeschäften der Fairness halber begründet sei. Darüber hinaus gibt es auch rechtsökonomische Argumente wie den Anlegerschutz und den Schutz des Kapitalmarkts selbst. Diese Aspekte werden häufig kumulativ unter dem Begriff „Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes“ zusammengefasst und zur Begründung des Insiderrechts herangezogen.

a) Fairness im Sinne der Chancengleichheit

Ein ethisch-normativer Geltungsgrund des Insiderrechts wird in dem Gebot der Fairness gesehen, welcher häufig mit dem Gebot der Chancengleichheit der Marktteilnehmer beim Zugang zu kursrelevanten Informationen (equal access) kombiniert wird¹⁰⁹. Demnach müssten auf dem Markt faire Bedingungen für alle tatsächlichen und potenziellen Teilnehmer herrschen. Mit Fairness ist gemeint, dass alle potenziellen Anleger den Wert eines Produkts auf der gleichen Tatsachenbasis beurteilen sollten. Unfair wäre es demnach, wenn Tatsachen nur bestimmten Marktakteuren bekannt wären, die dann die Möglichkeit hätten, diese Tatsache bei ihren Entscheidungen zu berücksichtigen. In einem fairen Markt dürfe es im Sinne der Waffengleichheit möglichst keine Informationsasymmetrien geben. Vielmehr sollten alle Marktteilnehmer ihre Entscheidungen auf der Grundlage der gleichen Informationen treffen können¹¹⁰.

Auch nach der Gesetzesbegründung soll das Vertrauen der Investoren geschützt werden, welches auf der Gewissheit beruhe, dass (potenzielle) Investoren gleichbehandelt und vor missbräuchlicher Verwendung von Insiderinformationen geschützt würden¹¹¹. Der EuGH¹¹² betont, dass das Verbot des Insiderhandels die Gleichheit der Vertragspartner bei einem Börsenge-

¹⁰⁹ *Caspari*: NZG 2005, 98, 102; *Lenenbach*, ZIP 2003, 244; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 20; Klöhn/Klöhn, vor Art. 7 Rn. 27; Seibst/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 1; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpfan*, § 86 Rn. 3; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 9.

¹¹⁰ Seibst/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 3; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 5 Rn. 4; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 9; *Caspari*, NZG 2005, 98, 100; *Lenenbach*, ZIP 2003, 243.

¹¹¹ Erwägungsgrund 24 MAR.

¹¹² EuGH, Urteil vom 23. Dezember 2009 – Rs. C-45/08, Rn. 49 (Spector Photo Group NV) = ZIP 2010, 78 (81); EuGH, Urteil vom 10. Mai 2007 – Rs. C-391/04, Rn. 38 (Georgakis) = ZIP 2007, 1207 (1209).

schäft gewährleisten solle. Es solle verhindert werden, dass derjenige, der über Insiderinformationen verfüge, diesen Informationsvorsprung dazu nutze, zum Nachteil schlechter informierter Anleger einen finanziellen Vorteil am Kapitalmarkt zu erzielen. Die Ausnutzung eines Sonderwissens zur Erzielung von Profiten wird demnach als unethisch abgelehnt und soll durch das Insiderrecht verhindert werden. Wirtschaftsethische Studien¹¹³ bestätigen diese Wertung.

Teile der Literatur lehnen das Fairnessargument ab, da es zu unbestimmt und unwissenschaftlich sei. Es sei völlig unkonturiert und könne nicht die Grenzen des Insiderrechts aufzeigen¹¹⁴. Außerdem wird in Frage gestellt, ob die allgemein ablehnende Haltung gegenüber Insiderhandel tatsächlich auf einem verletzten Bedürfnis nach Fairness basiert oder nicht vielmehr auf Neid gegenüber den Personen, die vom Insiderhandel profitieren¹¹⁵. Im Duden¹¹⁶ wird Fairness definiert als „anständiges Verhalten; gerechte, ehrliche Handlungen anderen gegenüber“. Was im Einzelfall anständig, gerecht oder ehrlich ist, kann je nach Perspektive anders beurteilt werden.

Überdies unterliegt die moralische Beurteilung bestimmter Handlungen einer gesellschaftlichen Dynamik. Demnach kann sich die Auffassung darüber, was fair ist, laufend ändern. Der Maßstab für Fairness müsste laufend ermittelt und gegebenenfalls angepasst werden, was zu Rechtsunsicherheit führen würde. Ob die Abneigung gegen den Insiderhandel auf einem verletzten Fairness-Gefühl oder auf Neid basiert, ändert nichts an der gesamtgesellschaftlichen Abneigung. Sie beruht auf dem relativ konstanten Umstand, dass ungleiche Voraussetzungen als unfair empfunden werden. Dies kann jedoch allenfalls eine abstrakte Rechtfertigung für das Insiderrecht darstellen. Um die Grenzen der Berechtigung des Insiderhandels trennscharf zu ermitteln, ist das Kriterium der Fairness zu unbestimmt.

Auch der Ansatz, dass alle Marktteilnehmer den gleichen Zugang zu Informationen haben sollten (equal access) ist nicht unumstritten, da nicht klar werde, warum ausgerechnet auf Kapital-

¹¹³ Wirtschaftsethische Untersuchung in *Abdalmohammadi/Sultan*, JBE 37, 165-173(2002), wonach Marktteilnehmer, die über Insiderinformationen verfügen, diese nutzen, um nach Meinung der Autoren „unethisch“ Vorteile zu generieren; so auch *Lee*, 2002 Columbia Law Review, p. 119.

¹¹⁴ *Ott/Schäfer*, ZBB 1991, 266, 229; *Klöhn/Klöhn*, vor Art. 7 Rn. 29; *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 4.

¹¹⁵ *Klöhn/Klöhn*, vor Art. 7 Rn. 29; *Klöhn*, S. 19 f, wonach es grundsätzlich Abneigung gegenüber Personen gäbe, die ohne einen eigenen Beitrag zu leisten, finanziell profitieren.

¹¹⁶ <https://www.duden.de/rechtschreibung/Fairness> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

märkten ein Informationsvorsprung unfair sein solle. Als Vergleich wird das allgemeine Vertragsrecht herangezogen, welches gerade keine Pflicht enthalte, seinen Vertragspartner auf den gleichen Informationsstand zu bringen, bevor man einen Vertrag abschließe (*caveat emptor*)¹¹⁷.

Dem kann jedoch entgegengehalten werden, dass der Allgemeine Teil des BGB in Form der Aufklärungspflichten aus § 242 BGB nicht jedes Informationsgefälle hinnimmt. Demnach besteht eine Aufklärungspflicht, wenn der Vertragspartner nach Treu und Glauben und den im Verkehr herrschenden Anschauungen redlicherweise Aufklärung erwarten darf¹¹⁸. Diese Aufklärungspflicht erstreckt sich auf alle Umstände, die für den Vertragsschluss von wesentlicher Bedeutung sind¹¹⁹. Dem BGB liegt somit zwar die Wertung zugrunde, dass Informationsgefälle nicht per se ausgeglichen werden müssen. Allerdings muss ein Informationsgefälle im Hinblick auf wesentliche Umstände sehr wohl durch eine entsprechende Aufklärung ausgeglichen werden. Die dem Vertragsschluss maßgeblich zugrunde liegenden Tatsachen müssen also beiden Parteien bekannt sein. Es muss bei einem Autokauf beispielsweise darüber aufgeklärt werden, wenn ein Auto keinen Motor hat, nicht aber über das Potenzial des Autos einmal ein begehrtes Sammlerstück zu werden.

Das BGB akzeptiert somit ein gewisses Informationsgefälle, beschränkt die Ausnutzung dieses Wissens jedoch, soweit es um wesentliche Umstände des Vertrages geht. Das kapitalmarktrechtliche Gebot des equal access unterscheidet sich in seiner Wertung somit kaum von der des BGB. Demnach sollen Marktteilnehmer lediglich die Möglichkeit haben, die gleiche Tatsachengrundlage für ihre Investmententscheidung zu erlangen. Welche Rückschlüsse ein Marktteilnehmer aus diesen einer Investmententscheidung zugrunde liegenden Umständen zieht und ob er die notwendigen Ressourcen aufwendet, um diese Tatsachen zu ermitteln, ist ihm selbst überlassen.

Insofern akzeptiert auch das Insiderrecht, dass es Informationsunterschiede zwischen Marktteilnehmern im Hinblick auf sekundäre Kenntnisse oder die wirtschaftliche Prognosefähigkeit gibt. Lediglich die Tatsachen, auf denen diese Prognosen beruhen, sollen für alle Marktteilnehmer

¹¹⁷ Trüg, S. 26 ff.; zustimmend Klöhn/Klöhn, vor Art. 7 Rn. 29; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 4; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.1 Rn. 20.

¹¹⁸ BGH, Urteil vom 13. Juli 1988 - VII ZR 224/87 = NJW 1989, 763; BAG, Urteil vom 14. Juli 2005 - 8 AZR 300/04 = NZA 05, 1298 (1300).

¹¹⁹ Grüneberg/Grüneberg, § 242 Rn. 37; MüKo/Bachmann, § 242 Rn. 121 ff.

mer zumindest theoretisch zugänglich sein. Auch das BGB akzeptiert die unbegrenzte Ausnutzung eines Sonderwissens nicht und verpflichtet vielmehr zu einer Aufklärung über für den Vertragsschluss wesentliche Umstände nach Treu und Glauben. Eine Auskunftspflicht über Umstände, die die zukünftige Wertentwicklung des Vertragsgegenstands betreffen, enthält weder das BGB noch das Insiderrecht.

Insofern kann von einer wertungsmäßigen Diskrepanz zwischen dem Insiderrecht und dem allgemeinen Vertragsrecht in Bezug auf die Ausnutzung von Sonderwissen keine Rede sein. Die Verortung der Aufklärungspflicht über wesentliche Umstände unter Treu und Glauben spricht vielmehr dafür, dass es gerade dem Anstandsgefühl aller billig und gerecht Denkenden entspricht, dass Sonderwissen im Hinblick auf wesentliche Vertragsumstände gerade nicht ausgenutzt werden darf, sondern vielmehr darüber aufgeklärt werden muss.

b) Funktionsschutz

In Art. 1 MAR wird die Sicherstellung der Integrität der Finanzmärkte sowie der Anlegerschutz und eine Stärkung des Vertrauens der Anleger in diese Märkte als Ziel der MAR formuliert. Nach Erwägungsgrund Nr. 24 zur MAR vertrauen (potenzielle) Investoren darauf, dass sie gleichbehandelt werden und dass sie vor missbräuchlicher Verwendung von Insiderinformationen geschützt werden. Das Vertrauen der (potenziellen) Investoren setzt jedoch einen funktionierenden Kapitalmarkt voraus. Demnach sind der Anlegerschutz und der Funktionsschutz eng miteinander verknüpft¹²⁰.

Ein weiterer Geltungsgrund des Insiderrechts wird in der Abwendung eines Schadens für Börse und Kapitalmarkt gesehen¹²¹. Ökonomisch soll der Kapitalmarkt eine möglichst hohe Kapitalallokation herbeiführen¹²². Der Kapitalmarkt soll als eine Art Vermittler zwischen Kapitalgebern und Kapitalempfängern fungieren. Idealerweise empfangen diejenigen Emittenten besonders viel Kapital, bei denen die höchste Rendite bei hinreichender Sicherheit zu erwarten ist. Von einer solchen Kapitalallokation profitieren sowohl die Emittenten als auch die Anleger.

¹²⁰ *Buck-Heeb*, § 1 Rn. 6; *Klöhn/Klöhn*, Einleitung Rn. 70; *Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 1 Rn. 2.

¹²¹ *Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 1 Rn. 3; *Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan*, § 83, Rn. 72, 73; *Grechenig*, ZBB 2010, 232, 235.

¹²² *Buck-Heeb*, § 1 Rn. 11; *Klöhn/Klöhn*, Einleitung Rn. 71; *Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 1 Rn. 2.

Für Emittenten bietet der Kapitalmarkt eine attraktive Finanzierungsmöglichkeit. Von dieser Möglichkeit macht zunehmend auch die öffentliche Hand Gebrauch (Securitization). Insbesondere für junge Unternehmen bieten Finanzierungen über Private Equity-Kapital einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft, Venture-Capital Investoren oder Crowdinvestings enorme Wachstumschancen¹²³. Gerade im Hinblick auf wirtschaftliche Transformationsprozesse hängt die Innovationskraft einer Wirtschaftslandschaft eng mit dem für die Innovation zur Verfügung stehenden Kapital zusammen.

Gleichzeitig bietet der Kapitalmarkt für Anleger gerade in Zeiten niedriger Zinsen eine attraktive Investitionsmöglichkeit. Wie der Gesetzgeber in Erwägungsgrund Nr. 2 zur MAR deutlich macht, hängt die Bereitschaft Kapital bereitzustellen vom Vertrauen der Öffentlichkeit in einen (möglichst) reibungslos funktionierenden Wertpapiermarkt ab. Dieses Vertrauen basiert hauptsächlich auf drei Eigenschaften des Kapitalmarkts: Der institutionellen Funktionsfähigkeit, der operativen Funktionsfähigkeit und der allokativen Funktionsfähigkeit¹²⁴.

aa) Institutionelle Funktionsfähigkeit

Die institutionelle Funktionsfähigkeit besteht darin, dass der Kapitalmarkt die grundlegenden Voraussetzungen für Investitionen schaffen soll. Demnach sollte der Zugang zum Kapitalmarkt sowohl für (potenzielle) Emittenten als auch für (potenzielle) Anleger möglichst ungehindert sein¹²⁵. Dies ist dann der Fall, wenn Anlageprodukte ähnlich aufgebaut sind und somit miteinander verglichen werden können. Je transparenter und nachvollziehbarer die Anlageprodukte werden, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass Anleger bereit sind, Kapital zur Verfügung zu stellen. Demnach steigt mit einer erhöhten Verkehrsfähigkeit der Anlageprodukte auch die zur Verfügung stehende Liquidität, also die Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarkts.

Die Liquidität hängt sowohl von der Vielfalt der Angebote (Marktbreite), als auch von der Anzahl der Investoren und des angelegten und anlageseuchenden Kapitals (Markttiefe) ab¹²⁶. Die Markttiefe ist unmittelbar mit dem Vertrauen der Anleger in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes verknüpft. Je mehr Vertrauen die Anleger in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts haben, desto eher sind sie bereit, ihr Kapital zur Verfügung zu stellen. Gleichzeitig muss

¹²³ *Buck-Heeb*, § 1 Rn. 2; *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217 (220).

¹²⁴ *Buck-Heeb*, § 1 Rn. 7; *Klöhn/Klöhn*, Einleitung Rn. 71; *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217 (220).

¹²⁵ *Buck-Heeb*, § 1 Rn. 8; *Ellenberger/Bunte/Seiler/Geier*, § 83 Rn. 76.

¹²⁶ *Buck-Heeb*, § 1 Rn. 8; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Oulds*, 11.58.

eine gewisse Markttiefe vorhanden sein, damit der Kapitalmarkt für Emittenten attraktiv genug ist. Marktbreite und Markttiefe bedingen sich wechselseitig.

Auch in diesem Zusammenhang kann der Equal-access-Ansatz fruchtbar gemacht werden. Ein verständiger Anleger wird sich vor einer Transaktion über das Finanzinstrument informieren wollen. Auf Basis der ihm zur Verfügung stehenden Informationen nimmt er eine Bewertung des Finanzinstrumentes vor. Er vergleicht anschließend seine Bewertung mit der Bewertung des Kapitalmarkts, also den aktuellen Preis am Markt mit dem Preis, den er für den Fundamentalwert hält. Der Fundamentalwert ist jener Wert, auf den sich alle Marktteilnehmer vernünftigerweise einigen würden, wenn sie über alle relevanten Informationen verfügen würden¹²⁷. Je nachdem welche Differenz sich aus diesen Bewertungen ergibt, entscheidet sich ein verständiger Anleger¹²⁸ für oder gegen eine Investition.

Dabei muss der verständige Anleger berücksichtigen, dass sich seine Annahmen auch als falsch herausstellen können. Dieses Risiko korreliert mit der Menge und der Qualität der Informationen, die ihm zur Verfügung stehen und seiner Fähigkeit, diese zu bewerten. Durch den Equal-access-Ansatz soll jedem Anleger die gleiche Menge und die gleiche Qualität an Informationen zur Verfügung gestellt werden. Demnach hätte jeder Anleger die gleiche Chance, auf einer zutreffenden Tatsachengrundlage eine Bewertung eines Finanzprodukts vorzunehmen. Die Chancen, eine bessere Bewertung als diejenige des Kapitalmarktes vorzunehmen und dadurch Renditen einzufahren, wären durch den Equal-access-Ansatz für jeden Anleger potenziell gleich.

Diese Gleichheit wird zum einen als fair empfunden und führt zum anderen zu einer erhöhten Anlagebereitschaft bei verständigen Anlegern¹²⁹. Selbst wenn ein verständiger Anleger Verluste erleidet, hatte er wenigstens die Chance, diese anhand der ihm zur Verfügung stehenden Informationen einzupreisen. Die durch die steigende Markttiefe ebenfalls steigende Marktbreite führt letztlich zu einer immer stärker werdenden Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. Diese kann, wie in Erwägungsgrund Nr. 1 zur MAR erwartet, zur Schaffung von Arbeitsplätzen und Wohlstand in der EU führen, zumal Arbeitnehmer zugleich auch Anleger sein können und sich so gewissermaßen ihre eigenen Arbeitsplätze schaffen können.

¹²⁷ Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 72; Gerke, S. 335 ff.; Brealey/Myers/Allen, p. 56ff.; 192 ff.

¹²⁸ Zu dem Begriff des verständigen Anlegers ausführlich: C.I.5.b) Der verständige Anleger.

¹²⁹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 15.

Wie in Erwägungsgrund Nr. 2 zur MAR deutlich wird, geht der europäische Gesetzgeber davon aus, dass Marktmissbrauch das Vertrauen der Öffentlichkeit in den Kapitalmarkt untergräbt und zu einer geringeren Investitionsbereitschaft führt. Dem haben sich auch der EuGH¹³⁰ sowie Teile der Literatur¹³¹ angeschlossen. Allerdings gibt es keine klare empirische Evidenz für eine Verbesserung der Markttiefe durch die Einführung des Insiderrechts¹³². Manche Autoren bezeichnen das Insiderhandelsverbot dennoch als Gütesiegel eines jeden entwickelten Kapitalmarktes¹³³. Relevant wird ein solches Gütesiegel vor dem Hintergrund, dass auch die jeweiligen Marktplätze für Kapitalmarktprodukte in einer Konkurrenz zueinanderstehen. Gerade durch die Digitalisierung hat sich dieser Trend noch verstärkt. So ist es ohne weiteres denkbar, dass die Anleger an dem Handelsplatz investieren, den sie für besonders vertrauenswürdig halten, unabhängig davon, von wo aus sie dies tun. Dies hat auch der deutsche Gesetzgeber erkannt und sieht im Insiderrecht eine „Verbesserung der Attraktivität und internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland“¹³⁴.

bb) Allokative Funktionsfähigkeit

Aus volkswirtschaftlicher Sicht verfolgt der Kapitalmarkt das Ziel, die Ersparnisse privater Haushalte für die volkswirtschaftliche Wertschöpfung nutzbar zu machen. Dies soll geschehen, indem private Ersparnisse zur Finanzierung unternehmerischer Investitionen umgeschichtet werden.¹³⁵ Diese Umschichtung sollte jedoch keinesfalls zufällig passieren. Vielmehr besteht auch ein volkswirtschaftliches Interesse daran, dass die Investitionen vor allem in solche Emittenten fließen, die besonders gute wirtschaftliche Perspektiven haben¹³⁶. Gleichzeitig besteht kein Interesse daran, Emittenten Kapital zur Verfügung zu stellen, die kaum Aussichten auf wirtschaftlichen Erfolg haben, da ein erhöhtes Verlustrisiko für Investitionen in solche Emittenten besteht.

¹³⁰ EuGH Urteil vom 22. November 2005 – Rs. C-384/02 (Grøngaard/Bang) Rn. 33 = ZIP 2006, 123 (125); EuGH Urteil vom 10. Mai 2007 – Rs. C-391/04 (Georgakis) Rn. 37 = ZIP 2007, 1207 (1209); EuGH Urteil vom 23. Dezember 2009 – Rs. C-45/08 (Spector Photo Group) Rn. 37 = EuZW 2010, 227 (230).

¹³¹ *Caspari*, ZGR 1994, 530 (537); *Assmann*, AG 1994, 196, 201; *Schwarck/Zimmer/Schwarck/Zimmer*, Vor § 12 Rn. 12.

¹³² Gute Übersicht Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 134, 135.

¹³³ *Schwarck/Zimmer/Schwarck/Zimmer*, Vor § 12 Rn. 12; *Caspari*, ZGR 1994, 530 (537); Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 40.

¹³⁴ Begr RegE 2. FMFG BT-DrS. 12/6679, S. 1; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 17.

¹³⁵ *Merkel/Rossbach*, JuS 2003, 217 (220); *Schwarck/Zimmer/Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 1 Rn. 2; Klöhn/Klöhn, Einleitung Rn. 71; Ellenberger/Bunte/Seiler/Geier, § 83 Rn. 74.

¹³⁶ *Buck-Heeb*, § 1 Rn. 10.

Dieses Verlustrisiko ist durch den jeweiligen Anleger selbst zu tragen. Allerdings können „Skandale“ und die damit verbundenen Verluste zu einem generellen Misstrauen gegenüber dem Kapitalmarkt als Altersvorsorgemodell führen, was sich negativ auf die Markttiefe auswirken würde. Um diesen Effekt zu begrenzen, sollte das verfügbare Kapital nicht blind gestreut werden, sondern vielmehr den wirtschaftlich erfolversprechendsten Emittenten zur Verfügung gestellt werden. Wenn die Anleger von dem wirtschaftlichen Erfolg des Emittenten profitieren, wird ihr Vertrauen in den Kapitalmarkt weiter gestärkt und ihre Investitionsbereitschaft gefördert.

Diese Steuerung erfolgt, indem möglichst viele Informationen möglichst schnell in die Preisbildung auf dem Kapitalmarkt eingearbeitet werden. Dieser Vorgang nennt sich Informations-effizienz¹³⁷. Je schneller der Kapitalmarkt auf tatsächliche wirtschaftliche Entwicklungen reagiert, desto effizienter ist er. Neben der Bewertung der gegenwärtigen wirtschaftlichen Situation des Emittenten stellt der Markt gleichzeitig auch eine Prognose über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung des Emittenten an. Die Herstellung der Informationseffizienz erfolgt nach dem Informationsarbitrage-Modell¹³⁸. Dieses differenziert modellartig zwischen drei verschiedenen Arten von Akteuren. Den Informationshändlern, den Utilitätshändlern und Liquiditätsanbietern.

(1) Informationshändler

Informationshändler richten ihre Investitionsentscheidungen nach den ihnen zur Verfügung stehenden Informationen. Sie versuchen durch das systematische Sammeln und Bewerten von Informationen einen Informationsvorteil zu erarbeiten, den sie anschließend durch ihre Investitionen verwerten wollen¹³⁹. Bei der Bewertung der Informationen gehen sie von einem effizienten Markt aus. Ein Informationshändler sucht systematisch nach unterbewerteten Investitionsmöglichkeiten. Unterbewertet ist ein Finanzprodukt, wenn es unter dem Fundamentalwert gehandelt wird. Gelingt es einem Informationshändler ein Finanzprodukt zu finden, dass unter seinem Fundamentalwert gehandelt wird, also unterbewertet ist, investiert er in dieses. Wenn

¹³⁷ Sapusek, 2.1 S. 9; ebenso: Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 77.

¹³⁸ Klöhn, S. 26 f.; Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 84; grundlegend Grossman/Stiglitz, American, Economic Review, 393 (1980).

¹³⁹ Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 85.

sich der Marktpreis dem Fundamentalwert des Finanzprodukts annähert oder diesen sogar übersteigt, kann der Informationshändler das Finanzprodukt gewinnbringend verkaufen¹⁴⁰. Die Chance diesen Gewinn zu realisieren nennt sich Arbitragemöglichkeit¹⁴¹. Der Informationshändler versucht durch die Gewinnerzielung die vorherigen Investitionen in den Aufbau eines Informationsvorsprungs gegenüber dem Markt zu amortisieren.

Innerhalb der Informationshändler wird zwischen Insidern und Outsidern differenziert¹⁴². Insider erlangen Informationen über die Emittenten eher zufällig durch ihre anderweitige Tätigkeit. Diese Insiderinformationen sind dann nur einem begrenzten Kreis, den Insidern, bekannt. Diese können dann beeinflussen, ob und in welchem Tempo die Informationen öffentlich werden. Outsider haben keinen solch direkten Zugang zu Informationen, sondern müssen diese durch eine systematische Recherche erlangen, wobei sie in unmittelbarer Konkurrenz zueinanderstehen, und nur Informationen erhalten können, die bereits veröffentlicht worden sind¹⁴³. Teilweise wird außerdem zwischen tatsächlich informierten Händlern (Arbitrageure) und solchen Händlern differenziert, die lediglich glauben, dass sie eine kursrelevante Information hätten (noise trader). Noise trader treffen ihre Entscheidungen auf Basis von Trends oder spekulativen Rückschlüssen welche an sich keine Informationen im eigentlichen Sinne darstellen¹⁴⁴.

Informationshändler tragen zu einer Steigerung der Markteffizienz bei, da sie laufend Informationen sammeln, interpretieren und ihre Ergebnisse durch ihre Investmententscheidungen in den Markt einbringen¹⁴⁵. Sobald sie zu dem Ergebnis kommen, dass der Marktpreis eines Finanzprodukts von dessen Fundamentalwert abweicht, bietet sich eine Arbitragemöglichkeit, welche sie durch entsprechenden Handel ausbeuten können, bis der Marktpreis wieder dem Fundamentalwert entspricht und die Arbitragemöglichkeit verschwunden ist. Sie sorgen daher durch ihr Investitionsverhalten dafür, dass sich der Marktpreis immer wieder dem Fundamentalwert annähert¹⁴⁶.

¹⁴⁰ Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 85.

¹⁴¹ Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 85.

¹⁴² Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 86.

¹⁴³ Dazu weiter Klöhn, ZHR 177 (2013), 349, 355 ff. mwN.

¹⁴⁴ Kyle, p. 1315 differenziert noch in eine weitere Gruppe sogenannte „market makers“ die für eine relativ hohe Markteffizienz sorgen; Ausführlich: C.I.5.b)cc) Der verständige Anleger als Abbild des Gesamtmarktes.

¹⁴⁵ Gilson/Kraakman, 70 Virginia Law Review, 549; Klöhn, S. 61 f.

¹⁴⁶ Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 88.

(2) Utilitätshändler

Utilitätshändler agieren passiver und versuchen durch ein möglichst breit diversifiziertes Portfolio eine marktübliche Rendite zu erzielen¹⁴⁷. Es handelt sich dabei meist um nicht professionelle Anleger, die eine eher geringe Bereitschaft haben, in die systematische Suche nach kursrelevanten Informationen und deren Interpretation zu investieren. Vielmehr verfolgen sie eine langfristige Strategie und zeigen im Hinblick auf kurzlebige Informationen ein rationales Desinteresse¹⁴⁸. Eine andere Art von Utilitätshandel ist das sogenannte Hedging, bei dem durch die Kombination negativ korrelierter Einzelpositionen das Risiko bei Kursschwankungen begrenzt werden soll¹⁴⁹. Auch diese Akteure suchen und bewerten die Informationen über Emittenten nicht aktiv, da sie sich ja gerade gegen steigende und fallende Bewertungen absichern.

cc) Operative Funktionsfähigkeit und Liquiditätshändler

Das Kapitalmarktrecht soll außerdem die operative oder operationale¹⁵⁰ Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts stärken. Insbesondere sollen Transaktionskosten so gering wie möglich gehalten werden. Diese Transaktionskosten müssen die Marktteilnehmer in ihre Investitionen einpreisen. Je geringer diese Transaktionskosten ausfallen, desto höher ist die mögliche Rendite. Durch die Steigerung dieser Renditechance soll der Kapitalmarkt für Anleger möglichst attraktiv sein¹⁵¹.

Sowohl im klassischen Dealer-Markt als auch im Order-Markt wird der Handel meist über professionelle Liquiditätsanbieter abgewickelt. Sie verpflichten sich in der Regel gegenüber den Marktplatzbetreibern dazu Liquidität bereitzustellen, um einen schnellen und reibungslosen Handel zu gewährleisten¹⁵². Das Geschäftsmodell besteht darin, dass die professionellen Liquiditätsanbieter als Intermediäre zwischen Käufern und Verkäufern agieren. Die Liquiditätsanbieter verkaufen die Finanzprodukte zu einem in der Regel höheren Briefkurs (bid) und kaufen Finanzprodukte zu einem niedrigeren Geldkurs (ask). Die Differenz zwischen diesen beiden Preisen wird als Geld-Brief-Spanne oder bid-ask-spread bezeichnet¹⁵³. Rentabel wird das Ge-

¹⁴⁷ Klöhn/Klöhn, Vor, Art. 7 Rn. 87; Klöhn, ZHR 177 (2013), 349, 355 ff.

¹⁴⁸ Klöhn/Klöhn, Vor, Art. 7 Rn. 87; Klöhn, ZHR 177 (2013), 349, 355 ff.

¹⁴⁹ Berger, I.A. S. 4 ff.

¹⁵⁰ So: Buck-Heeb, § 1 Rn. 9.

¹⁵¹ Buck-Heeb, § 1 Rn. 9; Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Oulds, 11.74; Ellenberger/Bunte/Seiler/Geier, § 83 Rn. 75.

¹⁵² Harris, S. 281.

¹⁵³ Harris, S. 283; Fugger, Börsenlexikon, Geld-Brief-Spanne; Klöhn/Klöhn, Vor, Art. 7 Rn. 91.

schäftsmodell dadurch, dass die Liquiditätsanbieter die gehandelten Finanzprodukte zum niedrigeren ask-Kurs einkaufen und zum höheren bid-Kurs wieder verkaufen. Die Differenz, also der bid-ask-spread, verbleibt als Rendite beim Liquiditätsanbieter.

Ziel des Liquiditätshändlers ist demnach ein möglichst hoher Umsatz und eine entsprechend hohe Rendite aus dem bid-ask-spread. Dies funktioniert jedoch nur, wenn der Liquiditätshändler ein ausgeglichenes Verhältnis zwischen gekauften und verkauften Finanzprodukten schafft (two-sided order flow), da anderenfalls keine Umsätze generiert werden. Durch dieses Streben nach einem ausgeglichenen Verhältnis von Angebot und Nachfrage finden sie letztlich den Marktpreis und versuchen diesen für sich selbst kalkulierbar, also stabil zu halten und senken somit die Volatilität des gehandelten Produktes¹⁵⁴.

Folglich sind plötzliche Kursschwankungen für das Geschäftsmodell der Liquiditätshändler abträglich, da beispielsweise bei einem stark steigenden Kurs der Liquiditätshändler seinen bid-Kurs anpassen muss, da er andernfalls Gefahr läuft, zu einem zu niedrigen Preis zu verkaufen und somit gerade keinen für ihn positiven bid-ask-spread erwirtschaftet. Besonders groß ist dieses Risiko bei Geschäften mit informierten Händlern, da diese schon vor den Liquiditätsanbietern Kenntnis von einem wahrscheinlich steigenden oder fallenden Kurs haben. Dieses Risiko kann ein Liquiditätshändler auf mehrere Arten begrenzen.

Zum einen setzen Liquiditätshändler sowohl limit-buy orders als auch limit-sell orders, mit denen sie das Gesamtvolumen der gehandelten Produkte und das damit verbundene Risiko begrenzen. Außerdem können die Liquiditätshändler sich durch eine Erhöhung des bid-ask-spread gegen Schwankungen absichern¹⁵⁵. Ein größerer bid-ask-spread erhöht jedoch die Transaktionskosten für die Marktteilnehmer und macht den Handel somit weniger attraktiv, was letztlich zu einer geringeren Markttiefe führt.

Insiderhandel ist für professionelle Liquiditätshändler besonders gefährlich, da diese im Falle einer großen Informationsasymmetrie Gefahr laufen, außerhalb ihres bid-ask-spread zu handeln und somit massive Verluste zu erleiden. Dem begegnen Liquiditätshändler durch die Erhöhung des bid-ask-spread, also mit einer Erhöhung der Transaktionskosten. Alternativ können sie auch

¹⁵⁴ Harris, S. 283; Fugger, Börsenlexikon, Volatilität; Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 90.

¹⁵⁵ Kyle, p. 1315, 1985; Harris, S. 298 - 300; Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 92; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 6.

die buy- und sell-limits heruntersetzen, was zu einer Verringerung der Markttiefe führt¹⁵⁶. Im Ergebnis führt Insiderhandel zu steigenden Transaktionskosten und einer Verringerung der Markttiefe und schadet so der operativen Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes.

c) Anlegerschutz

Ein weiterer Geltungsgrund des Insiderrechts ist der institutionelle Anlegerschutz. Das Insiderrecht soll vor allem die Gesamtheit der Anleger und deren Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes schützen¹⁵⁷. Dies ergibt sich auch aus Erwägungsgrund Nr. 2 zur MAR, welcher auf das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Märkte abstellt. Dies wird in Erwägungsgrund Nr. 24 weiter konkretisiert, wonach das Vertrauen der Investoren geschützt werden solle, welches auf der Gewissheit beruhe, dass die Investoren gleichbehandelt und vor einer missbräuchlichen Verwendung von Insiderinformationen geschützt würden. In Art. 1 MAR wird der Anlegerschutz explizit als Ziel der MAR benannt.

Die MAR ordnet das Insiderhandelsverbot als Marktdelikt ein und nicht etwa als Unterfall des Betrugs oder Delikt gegen den Emittenten¹⁵⁸. Ein Individualschutz des einzelnen Anlegers ist nur in Ausnahmefällen vorgesehen¹⁵⁹. Der Geltungsgrund des Anlegerschutzes ist untrennbar mit dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes verbunden¹⁶⁰. Das Vertrauen der Anleger in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes führt zu Investitionsbereitschaft und damit zu einer größeren Markttiefe. Für dieses Vertrauen ist auch der Equal-access-Ansatz von Bedeutung, da die Anleger bei einem schon institutionell angelegten Informationsgefälle dauerhaft benachteiligt wären und so systematisch Geld an Insider verlieren würden.

¹⁵⁶ Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 92; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 6; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 3; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 5 Rn. 4.

¹⁵⁷ Buck-Heeb, § 1 Rn. 12; Kümple/Mülbert/Früh/Seyfried/Oulds, 11.81; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Art. 2, Rn. 2; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 11; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brel-lochs, § 1 Rn. 10.

¹⁵⁸ Assmann/Schütze/Buck-Heeb § 8 Rn. 15; Klöhn/Klöhn, Vor, Art. 7 Rn. 46.

¹⁵⁹ Dazu ausführlich Buck-Heeb, § 1 Rn. 13-19; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Kap. 7.1 Rn. 18.

¹⁶⁰ Buck-Heeb, § 1 Rn. 12; Ellenberger/Bunte/Seiler/Geier, § 83 Rn. 72; Schwark/Zimmer/Böse/Jansen, WpHG, § 119 Rn. 2; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 4; Ellenberger/Bunte/Seiler/Geier, § 83 Rn. 72; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 5 Rn. 5.

2. Kritik

Die Diskussion über die Notwendigkeit eines Verbots des Insiderhandels begann in Deutschland im Laufe der siebziger Jahre¹⁶¹. Teilweise wurde vertreten, dass Insiderhandel die Informationseffizienz des Kapitalmarktes verbessere und gleichzeitig ein attraktives Vergütungsmodell für die Vorstände von Emittenten sei¹⁶². Das Verbot des Insiderhandels ist heute sowohl vom Gesetzgeber¹⁶³ als auch von der Literatur¹⁶⁴ anerkannt.

a) Equal-access-Grundsatz

Die Vorstellung des europäischen Gesetzgebers, dass das Vertrauen der Investoren in den Finanzmarkt darauf beruhe, dass die Investoren gleichbehandelt würden, wird teilweise für abwegig gehalten¹⁶⁵. Der Informationszugang sei auch im Hinblick auf öffentlich verfügbare Informationen höchst ungleich und Gegenstand einer ökonomischen Entscheidung. Die Informationsbeschaffung setze ihrerseits den Einsatz ökonomischer Ressourcen voraus. Märkte würden darauf basieren, dass die Marktteilnehmer unterschiedliche Information hätten und unterschiedlich stark in Informationsbeschaffung investieren würden¹⁶⁶.

Diese Ansicht verkennt, dass der Equal-access-Grundsatz lediglich voraussetzt, dass alle Marktteilnehmer zumindest die theoretische Möglichkeit haben, alle Informationen über ein Finanzprodukt einzuholen, die den anderen Marktteilnehmern ebenfalls zur Verfügung stehen. Ob dies im Hinblick auf die dafür aufzuwendenden Ressourcen sinnvoll ist, ist wiederum Gegenstand einer Investmententscheidung. Der Equal-access-Grundsatz wendet sich somit nicht gegen ein Informationsgefälle an sich. Vielmehr soll jeder Marktteilnehmer die Möglichkeit haben, ein solches Informationsgefälle zu beseitigen.

Im Übrigen ist ein Informationsgefälle auch keine Voraussetzung für einen funktionierenden Markt. Die Information an sich führt noch nicht zwangsläufig zu einer Investmententscheidung.

¹⁶¹ Zunächst *Manne*, Insider Trading and the stock Market (1966); in Deutschland *Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht (1973), *Lahmann*, Insiderhandel: Ökonomische Analyse eines ordnungspolitischen Dilemmas (1994); rechtsvergleichend zu den USA *Hartmann*, Juristische und ökonomische Regelungsprobleme des Insiderhandels (1999); *Trüg*, Konzeption und Struktur des Insiderstrafrechts.

¹⁶² Vor allem *Manne*, Insider Trading and the Stock Market, passim; *Manne* 44 (6) Harvard Business Review, 133 (1966); Zusammenfassend: Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 93, 94.

¹⁶³ Insbesondere Erwägungsgründe Nr. 1, 2, 23, 24 zur MAR.

¹⁶⁴ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 20 - 26; Schwark/Zimmer/Böse/Jansen, WpHG, § 119 Rn. 2, 3; Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Oulds, 11.53 ff.; Klöhn/Klöhn, Vor. Art. 7 Rn. 25 ff.

¹⁶⁵ Etwa: Assmann/Schneider/Mülbert/Sporr, WpHG, § 119 Rn. 87; Ähnlich: Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Kap. 7.1 Rn. 20.

¹⁶⁶ Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 96 - 98 mwN.

Vielmehr ist denkbar, dass ein und dieselbe Information von den Marktteilnehmern unterschiedlich interpretiert wird. Der Erfolg eines Investments hängt demnach davon ab, wie viel ein Marktteilnehmer im Vorfeld in die Beschaffung und Interpretation von Information investiert hat und mit welchen Fähigkeiten er diese letztlich bewertet und umgesetzt hat. Insiderinformation stehen ausschließlich den Insidern zur Verfügung und können durch Marktteilnehmer auch unter Aufwendung von Ressourcen nicht in Erfahrung gebracht werden. Deshalb ist der Insiderhandel weder mit dem Equal-access-Grundsatz noch mit der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes oder dem Anlegerschutz vereinbar.

b) Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes

Teilweise wird bestritten, dass Insiderhandel die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes beeinträchtigt. Vielmehr könne Insiderhandel die Informationseffizienz des Kapitalmarktes sogar verbessern und stelle zudem eine gute Vergütungsmöglichkeit für Vorstände und andere Führungskräfte dar. Als mildere Regelungsalternativen zu einer strafrechtlichen Verfolgung von Insiderdelikten werden eine zivilrechtliche Ahndung oder eine Selbstregulierung der Marktteilnehmer vorgeschlagen.

aa) Informationseffizienz durch Insiderhandel

Die Kritiker des Insiderrechts führen an, dass Insiderhandel die Informationseffizienz des Kapitalmarktes steigern würde, da Insider neue Informationen schneller und genauer einarbeiten würden und diese Informationen auch besser interpretieren könnten als Outsider¹⁶⁷. Bei Insiderhandel handele es sich um einen Mechanismus, der zu einem optimalen Ausgleich zwischen dem Informationsbedürfnis des Marktes und den Geheimhaltungsinteressen des Emittenten führe. Durch den Insiderhandel würden Informationen in den Marktpreis eingearbeitet werden, ohne dass der Emittent diese veröffentlichen müsse. Dadurch würde sich der Emittent das Haftungsrisiko im Hinblick auf unterbleibende oder fehlerhafte Veröffentlichungen sparen¹⁶⁸. Insiderhandel würde ferner die operative Funktionsfähigkeit nicht verschlechtern, da Kapitalmärkte mit Insiderhandel informationseffizienter seien und daher weniger volatil¹⁶⁹.

¹⁶⁷ Manne, S. 81 ff.; Manne, Harvard Business Review, 113, 44 (6), 1966, Fischl/Carlton, p. 857 ff.; dem folgend Schneider, DB 1993, 1429-1435; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 12.

¹⁶⁸ Manne, S. 80 ff.; Fischl/Carlton, p. 857, 768, zustimmend: Macey, 105 Michigan Law Review, Issue 8; wohl zustimmend: Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Kap. 7.1 Rn. 21.

¹⁶⁹ Demsetz, The American Economic Review, Vol. 76, No.2; Leland, Journal of Political economy, Vol.100, Issue 4, 859-887.

Diese Ansicht hat sich jedoch nicht durchgesetzt. Zum einen haben Insider ein Interesse daran, dass die ihnen exklusiv zur Verfügung stehende Information möglichst lange eine Insiderinformation bleibt. Sie werden die Insiderinformation daher nicht schlagartig ausbeuten, sondern vielmehr möglichst unauffällig versuchen, möglichst viele Finanzprodukte zu handeln, bevor die Insiderinformation öffentlich wird und sich die Arbitragemöglichkeit wieder schließt¹⁷⁰.

Ein weiteres überzeugendes Argument gegen Informationseffizienz durch Insiderhandel lautet, dass Insidern nur eine begrenzte Liquidität zur Verfügung steht. Diese wird in der Regel nicht ausreichen, um den Börsenwert an den Fundamentalwert anzugleichen¹⁷¹. Überdies wird teilweise bezweifelt, dass ein Insider Insiderinformationen besser interpretieren könne als ein Outsider. Dies wird damit begründet, dass der Insider dazu tendieren wird, die eigene Insiderinformation zu überschätzen, da er sich durch diese eine möglichst große Arbitragemöglichkeit erhofft¹⁷². Das Insiderwissen erschöpft sich in der Regel in Kenntnissen über den eigenen Emittenten. Wie der Emittent im Gesamtmarkt einzuordnen ist, wird von einer externen Perspektive besser zu beurteilen sein.

Erschwerend kommt hinzu, dass Insiderhandel die Herstellung von Informationseffizienz durch Informationshändler verhindert, da deren Geschäftsmodell nicht konkurrenzfähig ist. Die Insider verfügen über exklusive Informationen, ohne dafür Ressourcen aufwenden zu müssen. Die Informationshändler könnten diese Informationen selbst dann nicht erlangen, wenn sie unter Aufwand von Ressourcen danach suchen würden. Außerdem können die Insider die Arbitragemöglichkeit, die sich aus der Information ergibt, ausbeuten, bevor diese den Informationshändlern überhaupt zugänglich werden. Informationshändler sind den Insidern daher systematisch unterlegen und werden durch sie aus dem Markt gedrängt¹⁷³. Aus volkswirtschaftlicher Sicht sind Informationshändler den Insiderhändlern aus den genannten Gründen vorzuziehen und werden von der MAR entsprechend privilegiert¹⁷⁴.

¹⁷⁰ So *Prentice/Donelson*, S. 19; *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 13.; a.A. *Manne*, S. 80 ff, wonach Insider dazu tendieren die Information so schnell es geht auszubuten, da sie damit rechnen müssen, dass die Information dem Rest des Marktes bekannt werden würde.

¹⁷¹ *Prentice/Donelson*, S. 19; *Kritisch* *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 13.

¹⁷² *Goshen/Parchomovsky*, Virginia Law Review, Vol. 87, No.7 (2001).

¹⁷³ So auch: *Klöhn/Klöhn*, Vor, Art. 7 Rn. 110, 111 mwN; *Klöhn*, ZHR 177, 349, 372 ff.; *Schwark/Zimmer/Böse/Jansen*, WpHG, § 119 Rn. 3; *Hopt*, AG 1995, 353 (357); *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 6; im Ergebnis auch: *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb*, § 8 Rn. 18.

¹⁷⁴ *Goshen/Parchomovsky*, Virginia Law Review, Vol. 87, No.7 (2001), 1229, (1246, 1247); dem folgend *Klöhn/Klöhn*, Vor, Art. 7 Rn. 112, 113, mwN.; Zur Notwendigkeit von Informationshändler: B.I.1.b)bb(1) Informationshändler.

bb) Vergütungsmöglichkeit für Emittenten

Gegen ein Verbot von Insiderhandel wird weiter angeführt, dass Insiderhandel den Emittenten eine Vergütungsmöglichkeit insbesondere für Vorstände eröffne, die den üblichen Vergütungsmethoden überlegen sei¹⁷⁵. Der Vorteil dieser Vergütungsmethode sei, dass die Vorstände stärker an das Unternehmen gebunden werden und deren Vergütung stärker an den Erfolg des Unternehmens gekoppelt wird. Die Vorstände sollen keine direkte Vergütung in Form eines Gehalts oder Sonderzahlungen erhalten. Stattdessen sollen sie die Chance bekommen, Insiderhandel zu betreiben.

Die Vorstände hätten so die Möglichkeit, ihnen zur Verfügung stehende Insiderinformationen am Kapitalmarkt auszubeuten. Aus dieser Ausbeutung würden sie dann eine indirekte Vergütung erhalten, die aus dem Kapitalmarkt fließt und den Emittenten nicht belastet. Für den Fall, dass die Vorstände selbst nicht genügend Liquidität aufbringen können, hätten sie die Möglichkeit, durch den Verkauf der Information eine indirekte Vergütung zu erwirtschaften¹⁷⁶.

Die Vorteile eines solchen Vergütungssystems bestünden darin, dass der Emittent finanziell entlastet werden würde und die Vergütung stattdessen durch jene Aktionäre gezahlt werden würde, die den Insiderhandel betreibenden Vorständen unterbewertete Aktien verkaufen. Ferner würde das unternehmerische Risiko durch die Vorstände selbst mitgetragen werden, da sie bei einem fallenden Börsenwert des Emittenten unmittelbare private Vermögenseinbußen erleiden würden. Die Vorstände hätten somit ein höchst eigenes wirtschaftliches Interesse am Erfolg des Emittenten¹⁷⁷.

Dem kann entgegengehalten werden, dass bei einer Kopplung der Vergütung der Vorstände an den Aktienwert die Interessen der Gläubiger und Arbeitnehmer des Emittenten unberücksichtigt blieben, da deren Interessen im Aktienkurs nicht reflektiert werden¹⁷⁸. Diese Interessen sind aus volkswirtschaftlicher Sicht in jedem Fall zu berücksichtigen. Zudem können die positiven Effekte einer erfolgsabhängigen Vergütung auch durch die Vereinbarung von Aktienoptionen

¹⁷⁵ Manne, S. 120 - 124; Fischl/Carlton, p. 857 (863- 882); Hopt, AG 1995, 353 (355); Im Ergebnis ablehnend: Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 8.

¹⁷⁶ Manne, S. 141.

¹⁷⁷ Klöhn/Klöhn, Vor, Art. 7 Rn. 104 mwN; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 8.

¹⁷⁸ So auch Klöhn/Klöhn, Vor, Art. 7 Rn. 117 mwN; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 9.

für Führungskräfte erzielt werden. Die Legalisierung des Insiderhandels ist dazu nicht erforderlich.

Das zentrale Problem an einer Vergütung der Vorstände durch Insiderhandel besteht jedoch darin, dass Vorstände durch Insiderhandel nicht nur von steigenden Kursen profitieren können, sondern auch von fallenden, indem sie entsprechende Short-Positionen eingehen¹⁷⁹. Somit steht ein zentrales Argument der Befürworter dieses Arguments auf tönernen Füßen. Die Vorstände würden von einem besonders volatilen Kurs profitieren, der entsprechend hohe Arbitragemöglichkeiten bietet¹⁸⁰. Eine hohe Volatilität würde jedoch auch zu hohen Transaktionskosten führen und wirkt auf die meisten Anleger abschreckend, was sich negativ auf den Unternehmenswert auswirkt.

Ferner gibt es zahlreiche ökonomische Argumente, die dafürsprechen, dass eine Vergütung des Vorstandes durch Insiderhandel Fehlanreize für diesen setzen würde. Ganz allgemein würde der Vorstand dahingehend motiviert werden, seine individuellen Profitmöglichkeiten am Kapitalmarkt zu maximieren, anstatt langfristig Werte zu schaffen¹⁸¹. Dies hätte die betriebswirtschaftliche Konsequenz, dass langfristige Investitionen oder eine solide Eigenkapitalisierung für höhere Dividenden geopfert werden würden¹⁸². Zudem würde ein Anreiz zur Intransparenz innerhalb des Emittenten geschaffen werden, da die Vorstände ein Interesse daran hätten, die Insiderinformationen möglichst lange geheim zu halten¹⁸³. Auch für die Vorstände selbst hätte eine Vergütung durch Insiderhandel den Nachteil, dass ihre Vergütung dadurch höchst unsicher würde, was konservative Manager von einem Engagement abhalten könnte¹⁸⁴.

cc) Mildere Regelungsalternativen

Ein weiteres Argument gegen das Verbot des Insiderhandels ist, dass es mildere Regelungsalternativen gäbe, die weniger in das „natürliche Marktgeschehen“ eingreifen würden. So wird vertreten, dass ein Verbot des Insiderhandels nicht notwendig sei, da sich die Marktteilnehmer

¹⁷⁹ Hopt, ZGR 1991, 17 (24); Hopt, AG 1995, 353 (356); Brockman/Tresl/Unlw, Journal of Corporate Finance, 2014, Vol. 29, Issue C, 263 (283); zustimmend: Klöhn/Klöhn, Vor, Art. 7 Rn. 118.

¹⁸⁰ a.A. Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 14.

¹⁸¹ Goshen/Parchomovsky, Virginia Law Review, Vol. 87, No.7 (2001), 1229, (1247); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 9.

¹⁸² Schotland, Virginia Law Review, Vol. 53, No.7 1425 (1452).

¹⁸³ Brudney, Harvard Law Review Vol. 93, No. 2 322 (362); Schotland, Virginia Law Review, Vol. 53, No.7 1425, (1452).

¹⁸⁴ Clark, p. 273 ff.

selbst schützen könnten oder zumindest eine Prämie für das übernommene höhere Risiko erhalten könnten¹⁸⁵.

Das Argument überzeugt jedoch nicht, da jener Prämie für das übernommene Risiko auch eine entsprechende Verlustgefahr gegenübersteht und sich die gesamtwirtschaftliche Wertschöpfung so nicht erhöht. Überdies führt das insgesamt steigende Risiko zu einer größeren Unsicherheit, insbesondere bei nichtprofessionellen Anlegern. Ein erhöhtes Risiko vergrößert zudem den bid-ask-spread und führt damit zu einer Verschlechterung der operativen Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes¹⁸⁶.

Alternativ zu einem Verbot des Insiderhandels wurde auch eine Selbstregulierung diskutiert¹⁸⁷. Diese Möglichkeit konnte sich jedoch nicht durchsetzen, da sich die Selbstregulierung in der Vergangenheit mangels effektiver Durchsetzungsmechanismen als wenig zielführend erwiesen hat¹⁸⁸. Ein ähnliches Problem stellt sich bei einer Verfolgung von Insiderverstößen durch private Schadenersatzansprüche¹⁸⁹. Diese wären für einen Anleger kaum realisierbar, da er sowohl im Hinblick auf die haftungsbegründende als auch auf die haftungsausfüllende Kausalität beweisbelastet wäre¹⁹⁰. Auch die Einordnung als Straftat, im Falle einer vorsätzlichen Begehung, überzeugt, da die bei Ordnungswidrigkeiten verhängten Bußgelder, je nach Arbitragemöglichkeit, regelmäßig nicht ausreichende Abschreckungswirkung besitzen¹⁹¹.

c) Anlegerschutz

Gegen die Verschlechterung des Anlegerschutzes durch Insiderhandel wird vorgebracht, dass es sich beim Insiderhandel um ein „Verbrechen ohne Opfer“ (victimless crime) handele¹⁹². Das Argument dafür lautet, dass der Insider den einzelnen Anleger nicht zum Geschäft verleitet hätte¹⁹³. Vielmehr sei es in einem computergesteuerten Matchingsystem bloßer Zufall, dass der

¹⁸⁵ Oberender/Daumann, ORDO Vol. 43, 255 (264, 265); dagegen Hopt, ZHR, 135 (145); Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 21.

¹⁸⁶ Siehe B.I.1.b)cc) Operative Funktionsfähigkeit.

¹⁸⁷ Claussen, ZBB 1992, 73, (77).

¹⁸⁸ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 24 mwN; Zu einer dennoch möglichen Selbstregulierung im Rahmen der MAR: F.VIII.3.a) Abbedingung der delegierten VO (EU) 2016/958 gem. Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR.

¹⁸⁹ Tountopoulos, RIW 2013, 33 (42); Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 25.

¹⁹⁰ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 25.

¹⁹¹ So auch Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 26.

¹⁹² Manne, S. 61; Fischl/Carlton, p. 857, 880; Baetge/Hopt, S. 1, 5; Marsch-Barner/Schäfer/Schäfer, Rn. 14.107; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 17; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 4.

¹⁹³ Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 99 mwN; Assmann/Schütz/Buck-Heeb, § 8 Rn. 17 mwN.

verkaufende Handelspartner ein Insider gewesen sei. Der Marktteilnehmer hätte das Geschäft zu denselben Konditionen auch mit einem anderen Marktteilnehmer abgeschlossen. Teilweise wird sogar vertreten, dass, wenn Insider durch Insiderhandel Kapitalmarktpreise bewegen können, Marktteilnehmer vom Insiderhandel sogar profitieren können. Sofern das Risiko unter Insiderhandel zu leiden und die Chance vom diesem zu profitieren gleich groß seien, gäbe es die Möglichkeit, durch Diversifizierung des Portfolios den Schaden zu eliminieren, wodurch der Insiderhandel kein Opfer hätte¹⁹⁴.

Diese Argumentation vermag jedoch nicht zu überzeugen, denn Insiderhandel schädigt sämtliche Informationshändler. Das Geschäftsmodell der Informationshändler besteht darin, dass sie systematisch Informationen sammeln und bewerten und diese dann entweder entgeltlich an Dritte weitergeben oder selbst für Transaktionen nutzen. Der so generierte Informationsvorsprung beinhaltet Arbitragemöglichkeiten, die gleichzeitig den Wert der Informationen widerspiegeln. Ihre Tätigkeit ist für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes von essenzieller Bedeutung, da die durch sie zusammengetragenen Informationen durch die Verwendung am Markt in den Marktpreis eingearbeitet werden. Informationshändler sorgen demnach für einen informationseffizienten Kapitalmarkt¹⁹⁵.

Das Geschäftsmodell der Informationshändler funktioniert nicht mehr, wenn andere Marktteilnehmer den Informationshändlern unzugängliche Informationen nutzen und dadurch übervorteilt werden¹⁹⁶. Der Insider verfügt nicht nur über Informationen, die ein Informationshändler selbst unter Aufwendung größter Ressourcen nicht auf legalem Wege erhalten könnte, sondern er besitzt diese, ohne dafür Ressourcen aufgewendet zu haben. Vielmehr erlangt der Insider diese Kenntnisse als Nebenprodukt seiner Haupttätigkeit. Er muss nicht einmal gezielt nach ihnen suchen. Hinzukommt, dass der Insider diese Informationen exklusiv besitzt. Er kann daher Finanzprodukte zu einem Preis erwerben, von dem er weiß, dass dieser nicht zutrifft¹⁹⁷. Der Informationshändler hat keine Chance, eine ähnliche Arbitragemöglichkeit durch seine Recherche und Analyse zu erarbeiten. Vielmehr ist er dem Monopol des Insiders auf die jeweilige Information ausgesetzt.

¹⁹⁴ Klöhn/Klöhn, Vor Art. 7 Rn. 100, *Klöhn*, ZHR 117, 348, 372 ff. (mit einem genauen Szenario zur Risikodiversifizierung).

¹⁹⁵ B.I.1.b)bb)(1) Informationshändler.

¹⁹⁶ *Beneke/Thelen*, BKR 2017, 12 (16) mwN.

¹⁹⁷ *Beneke/Thelen*, BKR 2017, 12 (16) mwN

Auch das Argument, dass der Marktteilnehmer das Geschäft auch ohne den Insider getätigt hätte, vermag die Schädlichkeit des Insiderhandels für den Kapitalmarkt nicht zu entkräften. Mit Abschluss des Geschäfts verursacht der Insider einen unmittelbaren Schaden, da er Dritten durch die Tötigung des Geschäfts diese Transaktion versperrt. Sowohl die gehandelten Finanzprodukte als auch der an dem Geschäft mit dem Insider beteiligte Marktteilnehmer stehen für alle Informationshändler nicht mehr als Handelspartner zur Verfügung. Zudem hat der Handel des Insiders auch Auswirkungen auf den Preis des gehandelten Produktes, welcher sich je nach Volumen dem Fundamentalwert annähert und die Arbitragemöglichkeit zunichtemacht. Der so eintretende Vermögensschaden entfällt nicht durch eine später eintretende Reserveursache. Diese ist daher unbeachtlich¹⁹⁸.

3. Zusammenfassung

Die MAR soll durch die Verhinderung von Marktmissbrauch einen möglichst integrierten, effizienten und transparenten europäischen Kapitalmarkt schaffen und erhalten, welcher Voraussetzung für wirtschaftliches Wachstum und Arbeitsplätze in der Europäischen Union ist¹⁹⁹. Der Kapitalmarkt soll dies durch Kapitalallokation erreichen. Er soll eine Verbindung zwischen den Marktteilnehmern sein, die Geld investieren möchten, und Emittenten, die nach einer Finanzierungsmöglichkeit suchen. Für die Investoren bietet der Kapitalmarkt eine Anlagemöglichkeit, die gerade in einer Niedrigzinsphase attraktive Renditen ermöglicht. Davon machen neben institutionellen Anlegern auch immer mehr Privatpersonen Gebrauch.

Für die Emittenten stellt der Kapitalmarkt eine Möglichkeit dar, neue Finanzierungsquellen zu erschließen. Diese Möglichkeit wird, neben privatwirtschaftlichen Unternehmen auch durch die öffentliche Hand zunehmend in Anspruch genommen. Der Kapitalmarkt kann diese Funktion jedoch nur erfüllen, wenn die Marktteilnehmer bereit sind, ihr Geld zu investieren. Diese Investitionsbereitschaft setzt Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes voraus. Die Marktteilnehmer vertrauen darauf, dass sie grundsätzlich gleichbehandelt werden und vor Marktmissbrauch geschützt werden. Nach dem Equal-access-Ansatz haben alle Marktteilnehmer die gleiche Chance, an Informationen über Finanzprodukte zu gelangen. Ob sie diese auch tatsächlich einholen und richtig interpretieren, bleibt in ihrer eigenen Verantwortung.

¹⁹⁸ BGH, Urteil vom 07. Juni 1988 – IX ZR 144/87 = NJW 1988, 3265 (3266) mwN.

¹⁹⁹ Erwägungsgründe 1 und 2 zur MAR.

Der Kapitalmarkt selbst muss in institutioneller, operativer und allokativer Hinsicht funktionsfähig sein. Institutionell funktionsfähig ist der Kapitalmarkt, indem er einen niedrigschwelligen Zugang zu Investitionen bzw. Finanzierungsmöglichkeiten bietet. Je mehr Investoren bereit sind, Geld auf dem Kapitalmarkt zur Verfügung zu stellen, desto liquider ist der Markt und desto größer ist seine Markttiefe. Die Markttiefe hängt wiederum von der Marktbreite, also der Summe der Investitionsmöglichkeiten ab. Marktbreite und Markttiefe bedingen sich daher und führen wechselseitig zu einer höheren Liquidität des Kapitalmarktes und damit zu mehr Investitionschancen bzw. Finanzierungsmöglichkeiten. Marktmissbrauch führt zu einem Vertrauensverlust der Marktteilnehmer, die im schlimmsten Fall ihr Kapital aus dem Markt abziehen und somit dessen Funktionsfähigkeit verschlechtern.

Der Kapitalmarkt hat ferner eine alloкатive Komponente. Das Kapital soll nicht zufällig investiert werden. Vielmehr soll denjenigen Emittenten möglichst viel Kapital zur Verfügung gestellt werden, die für einen verständigen Anleger, das beste Verhältnis zwischen Chance und Risiko bieten. Dies geschieht durch Informationseffizienz, wonach Informationen über Emittenten in deren Bewertung am Kapitalmarkt eingearbeitet werden. Idealerweise spiegelt die Bewertung eines Emittenten am Kapitalmarkt dessen wirtschaftliche Situation wider und privilegiert somit automatisch wirtschaftlich starke Emittenten und sortiert wirtschaftlich schwache Emittenten aus.

Insiderhandel verhindert jedoch, dass Informationen über Emittenten möglichst schnell in deren Bewertung eingepreist werden, da die Informationen gerade nicht dem gesamten Markt zur Verfügung stehen, sondern lediglich den Insidern. Diese verfolgen in erster Linie das Ziel, möglichst hohe Profite zu erwirtschaften und zwar unter Ausnutzung der „falschen“ Bewertung durch den Kapitalmarkt.

Die Investoren stellen dem Markt Liquidität zur Verfügung, um Renditen zu erwirtschaften. Je größer diese Renditen sind, desto größer ist auch die Bereitschaft, am Kapitalmarkt zu investieren. Der Kapitalmarkt muss daher auch operativ funktionsfähig sein und möglichst kostengünstigen Handel ermöglichen, da hohe Kosten die Rendite schmälern und damit auch die Attraktivität für Investoren. Insiderhandel führt dazu, dass die Kosten für Handelstransaktionen steigen, da die Liquiditätshändler, die die Geschäfte abwickeln, sich gegenüber übervorteilten Insidern schützen müssen.

Die Investitionsbereitschaft der Marktteilnehmer setzt auch ein Mindestmaß an Anlegerschutz voraus. Dies beinhaltet nicht den Schutz vor Verlusten durch nachteilige Investitionen, sondern den Schutz davor, auf Grundlage falscher Informationen Investmententscheidungen zu treffen. Dieses Vertrauen der Marktteilnehmer in die Richtigkeit und Aktualität der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen ist Grundlage dafür, dass sie überhaupt Investmententscheidungen treffen können.

Ohne einen funktionierenden Anlegerschutz ist der Kapitalmarkt auch nicht funktionsfähig. Marktteilnehmer sind nicht bereit Geld zu investieren, wenn sie nicht vor Insidern geschützt werden, die ihnen aufgrund exklusiver Informationen überlegen sind. Bei mangelndem Anlegerschutz ziehen sich die Anleger aus dem Kapitalmarkt zurück und dieser ist nicht mehr funktionsfähig. Die MAR soll das Vertrauen in den Anlegerschutz und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes stärken und so die Liquidität immer weiter erhöhen, was zu einer Maximierung des Wohlstandes in der Europäischen Union führen soll.

Der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes dient daher dem Schutz von Arbeitsplätzen und der Schaffung von Wohlstand in der Europäischen Union. Umgekehrt bedeutet die Gefährdung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes eine Gefährdung des volkswirtschaftlichen Wohlstandes. Der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ist somit von besonderem öffentlichem Interesse und kann aufgrund seiner gesamtgesellschaftlichen Bedeutung eine Einschränkung der Presse- und Meinungsfreiheit rechtfertigen.

Diese volkswirtschaftliche Bedeutung des Kapitalmarktes und das damit einhergehende Verbot von Insiderdelikten zum Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes sind bei der Anwendung des Art. 21 MAR gewissermaßen zu Lasten des Journalisten zu berücksichtigen und gegen die Presse- und Meinungsfreiheit abzuwägen. Die erläuterten Praxisbeispiele SdK-Affäre²⁰⁰ sowie der Fall Sascha Opel²⁰¹ haben gezeigt, wie journalistische Veröffentlichungen die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes gefährden können. Allerdings können der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und die Ausübung der Presse- und Meinungsfreiheit auch durchaus Hand in Hand gehen, wie die Fälle Wirecard²⁰² und ComRoad²⁰³ gezeigt haben.

²⁰⁰ A.V.5 SdK-Affäre.

²⁰¹ A.V.6 Sascha Opel – Der Aktionär.

²⁰² A.V.1 Dan McCrum und Wirecard.

²⁰³ A.V.2 Renate Daum und ComRoad.

Im Folgenden soll daher nun die andere Seite des Zielkonfliktes, die Presse- und Meinungsfreiheit, erläutert werden.

II. Presse- und Meinungsfreiheit

Dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes steht die Gewährleistung der Presse- und Meinungsfreiheit gegenüber. Diese ist in Art. 5 Abs. 1 und 2 GG sowie in Art. 10 EMRK und Art. 11 GRCh garantiert. Für die Auslegung des Art. 21 MAR ist zunächst zu ermitteln, welche der genannten Rechtsquellen bei dessen Anwendung zu berücksichtigen sind. Ferner wurden durch die Rechtsprechung zentrale Aspekte der Pressefreiheit, wie der Quellenschutz, der Umgang mit Whistleblowern, die Anforderungen und Grenzen der journalistischen Recherche und die Relevanz der journalistischen Berufs- und Standesregeln konkretisiert. Diese Ausprägungen der Pressefreiheit sind gerade für den investigativen Wirtschaftsjournalismus von entscheidender Bedeutung und müssen daher bei der Anwendung des Art. 21 MAR berücksichtigt werden.

1. Das Verhältnis von Grundgesetz, EMRK und GRCh

Der Wortlaut des Art. 21 MAR verweist auf „die Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung“. Es gilt zunächst das Verhältnis der verschiedenen Grundrechtsgarantien zu klären und zu ermitteln, welche dieser Rechtsgrundlagen zur Auslegung der MAR heranzuziehen ist.

Die im Grundgesetz verankerten Grundrechte stehen an der Spitze der deutschen Normenhierarchie. Bei der EMRK handelt es sich um einen völkerrechtlichen Vertrag, welcher die unterzeichnenden Staaten zur Achtung der Menschenrechte verpflichtet²⁰⁴. Die 16 Zusatzprotokolle der EMRK, welche den Ursprungsvertrag modifizieren oder erweitern, bilden jeweils eigene völkerrechtliche Verträge. Der Bundesgesetzgeber hat sowohl die EMRK als auch die Zusatzprotokolle durch förmliche Bundesgesetze ratifiziert. Sie haben daher gem. Art. 59 Abs. 2 GG den Rang eines Bundesgesetzes und binden somit gem. Art. 20 Abs. 3 GG sowohl die Judikative als auch die Exekutive. Dank der Meistbegünstigungsklausel in Art. 53 EMRK kann die EMRK den nationalen Grundrechtsschutz nicht beschneiden, sondern lediglich erweitern. Eine entsprechende Regelung enthält auch die GRCh in Art. 53.

²⁰⁴ Vgl. Art. 1 EMRK.

a) Das Verhältnis von nationalem Recht und Unionsrecht

Grundsätzlich genießt das Unionsrecht einen Anwendungsvorrang gegenüber dem nationalen Recht²⁰⁵. Ein ebenfalls in Betracht kommender absoluter Anwendungsvorrang wurde durch die Rechtsprechung des BVerfG in seinen Solange I und Solange II Entscheidungen eingeschränkt.

In seinem Solange I Beschluss²⁰⁶ stellte der zweite Senat des BVerfG klar, dass, solange die Gemeinschaft über keinen dem Grundgesetz adäquaten Grundrechtskatalog verfügt, eine Kontrolle von abgeleitetem Gemeinschaftsrecht am Maßstab der nationalen Grundrechte durch das BVerfG erfolgt. Im Jahr 1986 passte der Zweite Senat seine Rechtsprechung an den weiterentwickelten Grundrechtsschutz auf europäischer Ebene an²⁰⁷ und beschloss in seiner Solange II Entscheidung, dass der Grundrechtsvorbehalt aus der Solange I Entscheidung nicht aktiviert werde, „solange die Europäischen Gemeinschaften, insbesondere die Rechtsprechung des Gerichtshof der Gemeinschaften einen wirksamen Schutz der Grundrechte gegenüber der Hoheitsgewalt der Gemeinschaften generell gewährleisten, der dem vom Grundgesetz als unabdingbar gebotenen Grundrechtsschutz im wesentlichen gleichzuachten ist“.

Später konkretisiert der zweite Senat, dass der Grundrechtsschutz auf europäischer Ebene im Hinblick auf ein einzelnes Grundrecht generell nicht gewährleistet sein muss, damit zulässigerweise eine Verfassungsbeschwerde vor dem BVerfG erhoben werden kann. Sofern der oder die Beschwerdeführende nicht nachweisen kann, dass, bezogen auf das jeweils geltend gemachte Grundrecht, ein generelles Defizit beim europäischen Grundrechtsschutz besteht, sind sowohl eine Verfassungsbeschwerde als auch eine entsprechende Richtervorlage unzulässig²⁰⁸.

b) Anwendbarkeit der GRCh

Die GRCh ist gem. Art. 6 EUV Teil des europäischen Primärrechts. Sie bindet gem. Art. 51 Abs.1 GRCh die Organe, Einrichtungen und sonstigen Stellen der Europäischen Union sowie der Mitgliedsstaaten, allerdings ausschließlich bei der Durchführung des Rechts der Union. Eine Durchführung von Unionsrecht liegt vor, wenn Mitgliedsstaaten Richtlinien umsetzen, die ihnen für die Umsetzung in nationales Recht zwingende Vorgaben machen²⁰⁹. Ferner liegt sie

²⁰⁵ EuGH, Urteil vom 17. Dezember 1970 – Rechtssache 11/70 = NJW 1971, 343 (344); EuGH, Urteil vom 20. September 2016 - C-8/15 P, C-9/15 P, C-10/15 P (Ledra Advertising ua/Kommission und EZB) Rn.67 = NJW 2016, 3291 (3294); *Ludwigs/Sikora*, JuS 2017, 385 (387).

²⁰⁶ BVerfG, Beschluss vom 29. Mai 1974 – 2 BvL 52/71 = NJW 1974, 1697 (1699) Solange I.

²⁰⁷ BVerfG, Beschluss vom 22. Oktober 1986 – 2 BvR 197/83 = NJW 1987, 577 (580, 581) Solange II.

²⁰⁸ BVerfG, Beschluss vom 07. Juni 2000 – 2 BvL 1/97 = NJW 2000, 3124 (3125).

²⁰⁹ *Ludwigs/Sikora*, JuS 2017, 385, 388.

vor, wenn Mitgliedsstaaten nach dem Grundsatz des indirekten Vollzugs (Art. 291 Abs. 1 AEUV), Unionsrecht verwaltungsmäßig durchführen.

Bei dem Erlass von Verwaltungsakten die auf einer EU-Verordnung basieren, findet die GRCh Anwendung²¹⁰. Die GRCh ist dann auch Gegenstand einer gerichtlichen Überprüfung durch nationale Gerichte oder gegebenenfalls durch den EuGH. Insbesondere wenn Unionsrecht aufgrund einer Unvereinbarkeit mit der GRCh nicht angewendet werden soll, ist dies dem EuGH aufgrund seines Verwerfungsmonopols²¹¹ spätestens vorzulegen. Da es sich bei der MAR um eine Verordnung im Sinne des Art. 288 Abs. 1 S. 1 AEUV handelt, sind bei der Auslegung der MAR gem. Art. 6 EUV die Grundrechte aus der GRCh zu beachten.

c) Das Verhältnis zwischen GRCh und EMRK

Die EU ist formell nicht an die EMRK gebunden, da der in Art. 6 Abs. 2 EUV anvisierte Beitritt der EU bisher nicht erfolgt ist. Allerdings wird in Art. 6 Abs. 3 EUV festgestellt, dass auch die EMRK als allgemeiner Grundsatz Teil des Unionsrechts sei. Die GRCh selbst nimmt mehrfach Bezug auf die EMRK. So ist in Art. 52 Abs. 3 GRCh normiert, dass jene Grundrechte, die sowohl in der EMRK als auch in der GRCh normiert sind, die gleiche Bedeutung und Tragweite haben, wie sie ihnen in den genannten Konventionen verliehen wird. Art. 52 Abs. 3 GRCh ist daher als eine Garantie eines europäischen Mindeststandards von Grundrechten auf Basis der Menschenrechtskonvention zu verstehen²¹². Teilweise wird in der Literatur auch von der EMRK als „mittelbarer Bestandteil des EU-Rechts“ gesprochen²¹³. Dies ist jedoch mit Vorsicht zu genießen, da der Beitritt der EU zur EMRK gerade noch nicht erfolgt ist. Die EMRK ist jedenfalls auch nach Ansicht des EuGH bei der Auslegung der GRCh, insbesondere bei Art. 11 GRCh, zu beachten²¹⁴.

Auch die jeweils zuständigen Gerichte, EuGH und EGMR berücksichtigen wechselseitig die jeweils andere Rechtsprechung. Beispielsweise war der EuGH in seiner Rechtsprechung zum

²¹⁰ BVerfG, Beschluss vom 13. März 2007 – 1 BvF 1/05 = NVwZ 2007, 937 (938, 939) = JuS 2007, 1052 (1054, 1055).

²¹¹ EuGH, Urteil vom 22. Oktober 1987 – Rs 314/85 (Foto-Frost) Rn. 15 ff. = NJW 1988, 1451 (1452).

²¹² EuGH, Urteil vom 05. April 2017 – C-217/15, C-350/15 Rn. 26 = BeckRS 105871; EuGH, Urteil vom 15. Februar 2016 – C-601/15 Rn. 77 = NVwZ 2016, 1789 (1793).

²¹³ *Nietsch*, BKR 2022, 611 (617); Im Ergebnis ebenso: Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 9; *Callewaert*, EuGRZ 2003, 198 (200); *Ludwigs/Sikora*, JuS 2017, 385 (393).

²¹⁴ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 67 = WM 2022, 912 (917).

Wohnungsgrundrecht zunächst davon ausgegangen, dass Geschäftsräume nicht in den sachlichen Anwendungsbereich fallen würden²¹⁵. Als der EGMR die Gegenauffassung vertrat²¹⁶, passte der EuGH seine Rechtsprechung daraufhin an²¹⁷. Auch der EGMR berücksichtigt die Entscheidungen des EuGH, etwa dessen Rechtsprechung zur Datenspeicherung bei der Auslegung des Rechts auf anonyme Kommunikation nach Art. 8 und 10 EMRK²¹⁸.

d) Presse- und Meinungsfreiheit in GRCh und EMRK

Das Recht auf Presse- und Meinungsfreiheit ist in Art. 11 GRCh und Art. 10 EMRK geregelt, wobei Art. 11 GRCh dem Art. 10 EMRK entspricht. Auf diesen Umstand wird in den Erläuterungen zu Art. 11 GRCh hingewiesen.

Dort wird unter Verweis auf Art. 52 Abs. 3 GRCh festgestellt, dass das Grundrecht aus Art. 11 GRCh „die gleiche Bedeutung und Tragweite wie das durch die EMRK garantierte Recht“ haben soll. Der Wortlaut des Art. 11 GRCh enthält jedoch, im Gegensatz zu Art. 10 EMRK, keine geschriebenen Schrankenbestimmungen. Die Erläuterung zu Art. 11 GRCh nimmt allerdings ausdrücklich auf die Schrankenbestimmungen in Art. 10 Abs. 1 S. 3 und Abs. 2 EMRK Bezug und erklärt diese für auf Art. 11 GRCh anwendbar. Inhaltlich sind die GRCh und EMRK im Hinblick auf die Presse- und Meinungsfreiheit daher identisch.

Die MAR selbst verweist in Erwägungsgrund Nr. 77 explizit auf die GRCh, wonach die MAR im Einklang mit den Rechten und Grundsätzen aus der GRCh ausgelegt und angewendet werden soll. Anschließend wird klargestellt, dass die MAR, sofern sie sich auf die Presse- und Meinungsfreiheit und auf Vorschriften oder Regeln für den Journalistenberuf bezieht, im Einklang mit den Garantien der Union und der Mitgliedsstaaten auszulegen ist. Der Erwägungsgrund Nr. 77 verweist dazu explizit auf Art. 11 GRCh und „andere einschlägige Bestimmungen“, was neben den nationalen Grundrechtsgarantien den Art. 10 EMRK meint.

e) Zusammenfassung

Den Anknüpfungspunkt für die Reichweite der Presse- und Meinungsfreiheit bilden Art. 11 GRCh und Art. 10 EMRK. Die GRCh ist gem. Art. 6 EUV Teil des europäischen Primärrechts

²¹⁵ EuGH, Urteil vom 21. September 1989 – Rs 46/87 u. 227/88 = NJW 1989, 3080 (3082).

²¹⁶ EGMR, Urteil vom 16. Dezember 1992 – 72/1991/324/394 Rn. 27 ff. = NJW 1993, 718 (719).

²¹⁷ EuGH, Urteil vom 22. Oktober 2002 – Rs. C-94/00, Rn. 27 ff. = NJW 2003, 35 (36) = JuS 2004, 66 (67).

²¹⁸ EGMR, Urteil vom 30. Januar 2020 – 50001/12 Rn. 93, 94 (Breyer/Deutschland) = NJW 2021, 999 (1003).

und bindet gem. Art. 51 Abs. 1 S. 1 GRCh den europäischen Gesetzgeber. Dabei sind die EMRK und die GRCh eng miteinander verknüpft. Die GRCh regelt in Art. 52 Abs. 3 explizit, dass, soweit ein Grundrecht sowohl in der GRCh als auch in der EMRK enthalten ist, die Bedeutung und Tragweite dieses Grundrechts sich nach dem Inhalt der EMRK richtet. Art. 11 der GRCh, welcher die Presse- und Meinungsfreiheit regelt, stimmt mit dem Wortlaut des Art. 10 EMRK weitgehend überein.

Lediglich die Schrankenbestimmungen des Art. 10 Abs. 1 S. 3 und Abs. 2 EMRK sind in Art. 11 GRCh nicht enthalten. Nach den Erläuterungen zu Art. 11 GRCh sind diese jedoch auch auf die GRCh entsprechend anzuwenden. Somit ergibt sich keine wesentliche Abweichung des Schutzniveaus zwischen Art. 11 GRCh und Art. 10 EMRK. Sowohl die GRCh als auch die EMRK enthalten jeweils Meistbegünstigungsklauseln, wonach weder die GRCh noch die EMRK so auszulegen sind, dass sie Grundrechte aus anderen Rechtsquellen einschränken. Aus diesem Grund ist auch das Grundrecht aus Art. 5 Abs. 1 und 2 GG zumindest subsidiär bei der Auslegung der MAR zu beachten.

2. Schutzbereich

Die EMRK soll die Grundpfeiler einer europäischen normativen Werteordnung bilden, welche die politische Demokratie stärkt und zu einer pluralistischen Gesellschaft beiträgt. In einer pluralistischen Gesellschaft sind der Austausch politischer Programme und die Debatte über diese unverzichtbar. Dabei wird der Schutzbereich der Meinungsfreiheit sehr weit gezogen und umfasst auch die Vorstellung und Erörterung unterschiedlicher politischer Programme, selbst wenn diese die aktuelle Organisation eines Staates in Frage stellen, vorausgesetzt, sie richtet sich nicht gegen die Demokratie selbst²¹⁹.

Der EGMR betont weiter, dass der Presse eine wesentliche Rolle in einer demokratischen Gesellschaft zukommt. Sie habe die Funktion, Informationen und Ideen über alle Fragen von öffentlichem Interesse zu verbreiten. Dabei dürfe sie jedoch gewisse Grenzen nicht überschreiten, um den Schutz des guten Rufs und der Rechte anderer sicherzustellen. Die Presse habe die

²¹⁹ EGMR, Urteil vom 7. Juni 2012 – 38433/09 (Centro Europa 7 S. r.l ua/Italien) Rn. 129 = NvwZ-RR 2014, 48 (52).

Aufgabe, unter Beachtung ihrer Pflichten und Verantwortung Informationen und Ideen zu allen Fragen von allgemeinem Interesse mitzuteilen²²⁰.

Neben dieser meinungsbildenden Funktion übe die Presse auch eine öffentliche Kontrolle über die Regierung²²¹ und die Justiz²²² aus. Sie trage als „öffentlicher Wachhund“ zu einer effektiven Kontrolle der staatlichen Institutionen bei²²³. Sie wird daher neben Exekutive, Judikative und Legislative auch als „vierte Gewalt“ bezeichnet²²⁴. Wie die in der Einleitung erläuterten Beispiele zeigen, umfasst die Kontrollreichweite der Berichterstattung nicht nur staatliches Handeln, sondern sämtliche Themen von gesellschaftlicher Relevanz und damit auch die Wirtschaftsberichterstattung.

Die kritische Berichterstattung über die Geschäftspraktiken der Unternehmen war dabei regelmäßig Ausgangspunkt für ein regulatorisches Eingreifen der zuständigen Institutionen. Der EGMR betont die besondere Bedeutung von Rundfunk und Fernsehen, da Ton und Bild die Wirkung der Berichterstattung verstärken würden, zumal die Übertragung unmittelbar in die häusliche Privatsphäre erfolgt²²⁵. Auch das Internet nehme als Informationsmedium eine besondere Rolle ein, da es einfach zugänglich sei und über eine enorme Speicherkapazität verfüge²²⁶.

²²⁰ EGMR, Urteil vom 10. Juli 2014 – 48311/10DE (Axel Springer AG/Deutschland (Nr. 2)) Rn. 55 = BeckRS 2015, 5968.

²²¹ EGMR, Urteil vom 8. Juni 2014 – 53413/11 (Sik/Türkei) Rn. 103.

²²² EGMR, Urteil vom 18. September 2012 – 3084/07 (Falter Zeitschrift GmbH/Österreich (Nr.2)) Rn. 38 = BeckRS 2012, 216972.

²²³ EGMR, Urteil vom 16. Juli 2013 – 1562/10, (Remuszko/Polen) Rn. 61 = BeckRS 2013, 202725.

²²⁴ Thielmann, HRRS 2012, 149; Bäcker, Vorgänge (2010), Nr. 4. 16; Mit Bezug zum Angelsächsischen Raum: Ridder, ZfP 2014, 263 ff.

²²⁵ EGMR, (GK) Urteil vom 7. Juni 2012 – 38433/09 (Centro Europa 7 S. r.l ua/Italien) Rn. 132 = NVwZ-RR 2014, 48 (52).

²²⁶ EGMR Entscheidung vom 11. März 2014 – 20877/10 (Akdeniz/Türkei) Rn. 24 = BeckRS 2014, 128254.

a) Persönlicher Schutzbereich

Der persönliche Schutzbereich der Presse- und Meinungsfreiheit umfasst alle natürlichen und juristischen Personen²²⁷. Die Staatsangehörigkeit ist dabei unerheblich. Es sind sowohl Ausländer aus Nicht-EU-Mitgliedsstaaten umfasst²²⁸ als auch öffentlich-rechtliche Rundfunkanstalten, solange sie staatsfern sind²²⁹. Außerdem sind auch Angehörige des öffentlichen Dienstes umfasst, wobei sich aus dieser Stellung und der Ausübung von hoheitlicher Gewalt ein Rechtfertigungsgrund nach Art. 10 Abs. 2 EMRK ergeben kann²³⁰. Sonderstatusverhältnisse, in denen ein Grundrechtsschutz nur eingeschränkt bestehen soll, kennt die EMRK nicht²³¹. Allerdings können Beschränkungen für Mitarbeiter des öffentlichen Dienstes bestehen, welche aus ihrer Stellung und der Ausübung von Hoheitsgewalt resultieren. Diese Beschränkungen müssen jedoch im Einklang mit Art. 10 Abs. 2 EMRK stehen²³².

b) Sachlicher Schutzbereich

Nach seinem Wortlaut beinhaltet der sachliche Schutzbereich des Art. 11 Abs. 1 GRCh das Recht auf freie Meinungsäußerung sowie das Recht auf freie Kommunikation von Informationen und Ideen. In Art. 11 Abs. 2 GRCh wird außerdem die Freiheit der Medien erwähnt.

aa) Meinungsfreiheit

Die Meinungsfreiheit schützt vor allem Werturteile. Dies beinhaltet jede Ansicht, Überzeugung, Stellungnahme oder Tatsachenäußerung, die Ausdruck eines subjektiven Dafürhaltens ist²³³. Geschützt ist sowohl das Bilden und Haben einer Meinung (forum internum) als auch das Äußern und Verbreiten einer Meinung (forum externum)²³⁴. Die Meinungsfreiheit umfasst außerdem auch das Nicht-Haben einer Meinung und schützt den Grundrechtsträger somit vor staatlicher Indoktrinierung²³⁵. Der Inhalt und die Fundiertheit einer Meinung sind für den

²²⁷ EGMR, Urteil vom 18. Dezember 2012 – 3111/10 (Ahmet Yildirim/Türkei) Rn. 50.

²²⁸ EuGH, Urteil vom 13. Dezember 1989, Rs. C – 100/88 Rn. 9 ff. (Oyowe & Traore/Kommission) = BeckRS 2004, 70615.

²²⁹ EGMR, Urteil vom 29. März 2011 – 50084/06 (RTBF/Belgien) Rn. 5, 94 = BeckRS 2011, 145011 (Rundfunkanstalt, die in der Wallonie (Belgien) ein Format zur kritischen Berichterstattung über die Justiz produziert und ausstrahlt).

²³⁰ EGMR, Urteil vom 26. September 1995 – 17851/91 (Vogt/Deutschland) Rn. 53 = NJW 1996, 375 (377).

²³¹ Franzen/Gallner/Oetker/Schubert, Art. 10 EMRK Rn. 4.

²³² EGMR, Urteil vom 26. September 1995 – 17851/91 (Vogt/Deutschland) Rn. 53 = NJW 1996, 375 (377).

²³³ EGMR, (GK) Urteil vom 17. Dezember 2004 – 29017/99 Rn. 78 (Pedersen, Baadsgaard/Dänemark) = NJW 2006, 1645 (1649).

²³⁴ Pechstein/Nowak/Häde/Thiele, Art. 11 GRC, Rn. 10 m.w.N.

²³⁵ EGMR, Urteil vom 7. Dezember 1976 – 5095/71, 5920/72, 5926/72 Rn. 54 (Kjeldsen, Busk Madsen und Pedersen/Dänemark) = BeckRS 1976, 107958 (Regelung der Sexualerziehung an Volksschulen in Dänemark).

Schutzbereich unerheblich. Das Grundrecht beinhaltet somit alle Arten von Meinungen, unabhängig von dem vom Äußernden verfolgten Zweck und der Rolle, in der die Meinung geäußert wird²³⁶. Darunter fallen auch politische und kommerzielle Inhalte²³⁷, sowohl im privaten als auch im beruflichen Kontext. Insbesondere Anwälte²³⁸, Parteien eines Rechtsstreits²³⁹, Beamte²⁴⁰ und auch Richter²⁴¹ können sich auf die Meinungsfreiheit berufen. Ebenfalls geschützt sind die Art und Weise der Meinungsäußerung sowie die Mittel²⁴², welche dafür genutzt werden. Der EGMR versteht die Meinungsfreiheit als technologieoffen und wendet diese daher auch auf Inhalte im Internet und auf Internetarchive an²⁴³.

Auch falsche Tatsachen sind vom Schutzbereich der Meinungsfreiheit umfasst²⁴⁴. Allerdings ist die Rechtfertigung eines Eingriffes in diesen Fällen nach Art. 10 Abs. 2 EMRK möglich. Die Grenze des Schutzbereichs ist jedoch spätestens beim Missbrauch der Meinungsfreiheit gem. Art. 54 GRCh zu ziehen. Demnach ist die GRCh so auszulegen, dass kein Grundrecht dazu ermächtigt, eine Tätigkeit auszuüben oder eine Handlung vorzunehmen, die darauf abzielt, die in der GRCh anerkannten Rechte und Freiheiten abzuschaffen oder sie stärker einzuschränken, als dies in der Charta vorgesehen ist. Die EMRK enthält in Art. 17 eine im Wesentlichen gleiche Bestimmung.

bb) Informationsfreiheit

In Art. 11 Abs. 1 S. 2 GRCh sind zudem das Recht auf Weitergabe von Informationen (aktive Informationsfreiheit) und das Recht auf Empfang von Informationen (passive Informationsfreiheit) geregelt²⁴⁵. Die Systematik entspricht im Wesentlichen der der Meinungsfreiheit²⁴⁶. Die

²³⁶ EGMR, Urteil vom 18. Oktober 2011 – 10247/09 (Sosinowska/Polen) Rn. 68 = BeckRS 2011, 143347;

EGMR, Urteil vom 18. Dezember 2012 – 3111/10 Rn. 50 (Ahmet Yildirim/Türkei).

²³⁷ EGMR, Urteil vom 23. Mai 1991, Beschwerde-Nr. 11662/85, Ser. A no. 204, Rn. 53 ff (Oberschlick/Österreich); EGMR, Urteil vom 8. Juli 2008, Beschwerde-Nr. 33629/06, Rep. 2008-IV, 173, Rn. 29 (Vajnai/Ungarn); EuGH, Urteil vom 12. Dezember 2006, Rs. C – 380/03 Slg. 2006, I – 11573 Rn. 154 (Deutschland/Parlament und Rat).

²³⁸ EGMR, Urteil vom 9. April 2013 – 10656/05, Rn. 29 – (Andreiescu/Rumänien).

²³⁹ EGMR, Urteil vom 11. März 2014 – 11503/12, Rn. 30 – (Lolo/Polen).

²⁴⁰ EGMR, Urteil vom 9. Juli 2013 – 51160/06, Rn. 69 – (Giovanni/Italien).

²⁴¹ EGMR, Urteil vom 27. Mai 2014 – 20261/12, Rn. 88 – (Baka/Ungarn).

²⁴² EGMR, Urteil vom 15. Mai 2014 – 19554/05, Rn. 64 – (Taranenko/Russland).

²⁴³ EGMR, Urteil vom 16. Juli 2013 – 33846/07, Rn. 59 – Węgrzynowski ua/Polen.

²⁴⁴ EGMR, Urteil vom 6. September 2005 – 65518/01, Slg 05-VIII Rn. 113 – (Salov/Ukraine).

²⁴⁵ Meyer-Ladewig/Nettesheim/von Raumer/*Daiber*, Art. 10 EMRK Rn. 16.

²⁴⁶ *Grabenwarter/Pabel*, EMRK, § 23 Rn. 8; Pechstein/Nowak/Häde/*Thiele*, Art. 11 GRC, Rn. 13.

passive Informationsfreiheit umfasst das Recht, sich um Informationen zu bemühen²⁴⁷. Allerdings gilt dies nur für Informationen aus allgemein zugänglichen Quellen²⁴⁸. Diese dürfen aktiv gesucht, gesammelt und gespeichert werden²⁴⁹. In den Schutzbereich der aktiven Informationsfreiheit fallen nicht nur die Weitergabe von Informationen an die Allgemeinheit, sondern auch die Kommunikation mit einem einzelnen Empfänger²⁵⁰, sowie die Kommunikation mit ausländischen Geheimdiensten²⁵¹. Die Weitergabe von Informationen erstreckt sich auch auf das Verlegen von Druckwerken²⁵² sowie das Bereitstellen einer Internetplattform²⁵³.

cc) Pressefreiheit

Art. 11 Abs. 2 der GRCh beinhaltet außerdem das ausdrückliche Gebot, die Freiheit der Medien und ihre Pluralität zu achten. Art. 10 EMRK ordnet die Pressefreiheit als Ausdrucksform der Meinungsfreiheit ein und garantiert diese daher nur implizit²⁵⁴. Der Grundrechtskonvent hat durch die Ausgliederung in einen eigenen Absatz die Medienfreiheit dogmatisch von der Meinungsfreiheit emanzipiert, was auf den grundrechtlichen Schutz jedoch bisher keinen Einfluss hatte²⁵⁵.

In den Erläuterungen zu Art. 11 Abs. 2 GRCh wird klargestellt, dass diese ausdrückliche Regelung zur Freiheit der Medien auf die Rechtsprechung des EuGH zurückgeht, der sich eher an den wirtschaftlichen Grundfreiheiten orientiert²⁵⁶. Der Begriff der Medien ist offen für mediale Weiterentwicklungen und umfasst daher die gesamte an die Allgemeinheit gerichtete Kommunikation²⁵⁷. Unter Medien fallen somit neben klassischen Ausprägungen, wie Presse, Rundfunk und Film, auch modernere Formen wie digitale oder soziale Medien²⁵⁸.

²⁴⁷ EuGH, Urteil vom 30. April 1996, Rs. C – 58/94 Slg. 1996, I – 2169 Rn. 34 ff. (Niederlande/Rat).

²⁴⁸ EGMR, Urteil vom 26. März 1987, Beschwerde-Nr. 9248/81 Ser. A no. 116 Rn. 74 (Leander/Schweden); Grabenwarter/*Pabel*, § 23 Rn. 9.

²⁴⁹ Pechstein/Nowak/Häde/*Thiele*, Art. 11 GRC, Rn. 13 m.w.N.

²⁵⁰ EGMR, Urteil vom 17. Januar 2008 – 25145/05, Rn. 39 – (Vasilakis/Griechenland).

²⁵¹ EGMR, Urteil vom 3. November 2009 – 23693/03, Rn. 45 – (Bojolyan/Armenien).

²⁵² EGMR, Urteil vom 14. Oktober 2010 – 4260/04, Rn. 42 – (Andrushko/Russland).

²⁵³ EGMR, Urteil vom 19. Februar 2013 – 40397/12 – Neij ua/Schweden.

²⁵⁴ Ehlers/*Plünder*, § 17 Rn. 15; Pechstein/Nowak/Häde/*Thiele*, Art. 11 GRC, Rn. 15; Meyer/Hölscheid/*Bernsdorff*, Art. 11 Rn. 16.

²⁵⁵ So auch Meyer/Hölscheid/*Bernsdorff*, Art. 11 Rn. 16.

²⁵⁶ EuGH, Urteil vom 25. Juli 1991, Rs. C – 288/89 Slg. 1991, I – 4007 Rn. 23 ff. (Stichting Collectieve Antennevoorziening Gouda u.a./Commissariaat voor de Media); Nach Ansicht des EuGH sollte die Ausübung einer Tätigkeit in einem TV-Format durch den freien Dienstleistungsverkehr im Sinne der Art. 56 ff. AEUV hergestellt werden; Ehlers/*Plünder*, § 17 Rn. 17.

²⁵⁷ Meyer/Hölscheid/*Bernsdorff*, Charta der Grundrechte der Europäischen Union, Art. 11 Rn. 18.

²⁵⁸ Pechstein/Nowak/Häde/*Thiele*, Art. 11 GRC, Rn. 16 m.w.N.; Meyer/Hölscheid/*Bernsdorff*, Art. 11 Rn. 18.

Insbesondere Finanzblogs sowie der Kurznachrichtendienst Twitter (X), welcher in der Berichterstattung über kapitalmarktrechtliche Themen eine immer größere Rolle spielt²⁵⁹, fallen in den sachlichen Anwendungsbereich der Pressefreiheit²⁶⁰. Der Schutzbereich beinhaltet alle mit der Eigenart der Medienarbeit zusammenhängenden Tätigkeiten von der Informationsbeschaffung bis zur Verbreitung der Nachricht. Auch Recherchen im Vorfeld einer Veröffentlichung fallen in den Schutzbereich des Art. 10 Abs. 2 EMRK sowie die Ausgestaltung des Vertriebs und die Gestaltung von Text- und Bildberichterstattung²⁶¹.

Die Verlinkung fremder Inhalte durch Hyperlinks ist ebenfalls vom Schutzbereich der Pressefreiheit umfasst, sofern durch den Hyperlink lediglich auf die Existenz weiterer Quellen zu einem bestimmten Thema hingewiesen wird. Durch diese Hinweise auf weitere Quellen zum Inhalt des Artikels erhält der Leser zusätzliche Informationen, welche ihn in die Lage versetzen, sich ein umfassenderes Bild vom jeweiligen Sachverhalt zu machen. Diese Möglichkeit fördert die Authentizität und Transparenz der Berichterstattung²⁶². Dabei ist es auch bei kontroversen Inhalten der Hyperlinks nicht erforderlich, dass sich der Verfasser des Artikels zum Inhalt des Hyperlinks positioniert oder gar distanziert²⁶³. Die Entscheidung über die Art und Weise der Berichterstattung, insbesondere welche Informationen in einem Pressebericht enthalten sein müssen, obliegt der Presse selbst und darf auch nicht durch die Rechtsprechung eingeschränkt werden²⁶⁴.

3. Eingriff

Jede einem Grundrechtsadressaten zurechenbare Handlung sowie jedes zurechenbare Unterlassen, welches darauf gerichtet ist, die Ausübung der in Art. 11 GRCh geschützten Rechte zu

²⁵⁹ Vgl. Erwägungsgrund Nr. 48 zur MAR; C.I.2.h) Soziale Netzwerke; Zur Bedeutung aus wirtschaftlicher Perspektive: *De Souza Soares*, Twitter, Manager Magazin, 04/21, S. 47 ff.

²⁶⁰ *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2244.

²⁶¹ EGMR Urteil vom 8. Oktober 2009, Nr. 12675/05 Rn. 39 – (Gsell/Schweiz); Vereitelung des Zugangs zum Weltwirtschaftsforum in Davos 2001; EGMR Urteil vom 22. November 2007, Nr. 64752/01 Rn. 49 ff. – (Voskuil/The Netherlands); EGMR Urteil vom 11. Januar 2000, Nr. 31457/96 Rn. 39 f. (New Verlags GmbH & Co. KG/Austria); EGMR, Urteil vom 24. Juni 2014 – 27329/96, Rn. 62 – (Rosianu/Rumänien); zustimmend: Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 21, Rn. 8; *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241 (2244); *Klöhn/Klöhn*, Art. 21, Rn. 19; Ehlers/*Plünder*, § 17 Rn. 15.

²⁶² EGMR Urteil vom 4. Dezember 2018, Nr. 11257/16, Rn. 76 ff. – (Magyar Jeti Zrt/Hungary); zuvor schon zustimmend: *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2244; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 21, Rn. 8.

²⁶³ So ausdrücklich: EGMR, Urteil vom 4. Dezember 2018, Nr. 11257/16, Rn. 80, 83 – (Magyar Jeti Zrt/Hungary); ebenso: *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2244; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 21, Rn. 8; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 6.2.

²⁶⁴ EGMR, Urteil vom 10. Juli 2014 – 48311/10DE (Axel Springer AG/Deutschland (Nr. 2)) Rn. 65 = BeckRS 2015, 5968

erschweren oder unmöglich zu machen, stellt einen Eingriff in das Grundrecht auf Presse-, Meinungs- und Informationsfreiheit dar²⁶⁵. Art. 52 Abs. 3 GRCh verweist, was die Tragweite und Bedeutung derjenigen Grundrechte angeht, die auch in der EMRK garantiert werden, auf Art. 10 Abs. 2 EMRK. Dort wird zunächst darauf hingewiesen, dass mit der Ausübung der Presse- und Meinungsfreiheit Pflichten und Verantwortung verbunden sind. Als mögliche Eingriffe werden Formvorschriften, Bedingungen, Einschränkungen oder Strafandrohungen genannt, wobei diese Aufzählung nicht abschließend ist²⁶⁶. Gemäß den Erläuterungen zu Art. 11 GRCh sind auch andere eingreifende Maßnahmen möglich, sofern diese nicht über die in Art. 10 Abs. 2 EMRK beispielhaft genannten Eingriffe hinausgehen.

a) Allgemein

Grundrechtsadressaten sind gemäß Art. 51 Abs. 1 S. 1 GRCh die Organe, Einrichtungen und sonstigen Stellen der Europäischen Union. Die Mitgliedsstaaten sind nur dann Grundrechtsadressaten der GRCh, wenn sie das Recht der Europäischen Union umsetzen.

Der EGMR vertritt einen weiten Eingriffsbegriff, wonach ein Eingriff in die Presse- und Meinungsfreiheit auch dann vorliegt, wenn eine Maßnahme einen Journalisten nicht nur in seiner Eigenschaft als Journalist betrifft, sondern darüber hinaus auch einen allgemeinen Geltungsgehalt hat²⁶⁷. Insbesondere stellen gerichtliche Publikationsverbote²⁶⁸ sowie straf- oder zivilrechtliche Verurteilungen aufgrund von Äußerungsdelikten²⁶⁹ unmittelbare Eingriffe in die Meinungsfreiheit dar.

Als Eingriff in die Informationsfreiheit wertete der EGMR außerdem Maßnahmen, die die Kenntnisnahme von allgemein zugänglichen Informationen erschweren oder unmöglich machen, wie die Weigerung der Herausgabe von bereits veröffentlichten Dokumenten²⁷⁰. Einen Eingriff in die Meinungsfreiheit bejahte der EGMR auch für solche Maßnahmen, die eine hemmende Wirkung auf eine zukünftige Meinungsäußerung haben könnten, wie finanzielle Besser- oder Schlechterstellung sowie arbeitsrechtliche oder beamtenrechtliche Konsequenzen. Aller-

²⁶⁵ Pechstein/Nowak/Häde/Thiele, Art. 11 GRCh, Rn. 18.

²⁶⁶ Karpstein/Mayer/Mensing, Art. 10 Rn. 25; Pechstein/Nowak/Häde/Thiele, Art. 11 GRC, Rn. 18.

²⁶⁷ EGMR, Urteil vom 8. Oktober 2009, Beschwerde-Nr. 12675/05 Rn. 39 (Gsell/Schweiz).

²⁶⁸ EGMR, Urteil vom 26. November 1991, Beschwerde-Nr. 13585/88 Rn. 48 (Observer und Guardian/Vereinigtes Königreich).

²⁶⁹ EGMR, Urteil vom 2. Dezember 2008, Beschwerde-Nr. 18620/03 (Juppala/Finnland) Rn. 41.

²⁷⁰ Pechstein/Nowak/Häde/Thiele, Art. 11 GRC, Rn. 18 mwN.

dings schützt Art. 10 EMRK nicht vor einer Nichteinstellung in den öffentlichen Dienst aufgrund einer Meinungsäußerung, die Rückschlüsse auf eine politische Gesinnung zulassen²⁷¹. Anknüpfend an diesen Gedanken hat auch der EuGH in seiner AMF/LVMH-Entscheidung klargestellt, dass schon von dem Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformation selbst eine Abschreckungswirkung auf Journalisten ausgeht²⁷².

b) Durch die MAR

Die MAR enthält zahlreiche Regelungen darüber, ob, wann und wie Insiderinformationen veröffentlicht werden dürfen oder auch müssen. Wie Erwägungsgrund Nr. 24 verdeutlicht, soll dadurch die Integrität des Finanzmarktes vor der missbräuchlichen Verwendung von Insiderinformationen geschützt werden²⁷³. Letztlich soll die MAR also auch den Missbrauch der Presse-, Meinungs- und Informationsfreiheit zum Zwecke der Marktmanipulation verhindern. Die Problematik besteht jedoch darin, dass die Verhinderung des Missbrauchs dieser Grundfreiheiten mit einem Eingriff in diese einhergeht.

Art. 14 lit. c) i.V.m. Art. 10 MAR verbieten die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen. Personen, die über Insiderinformationen verfügen und zumindest wissen müssten, dass es sich um Insiderinformationen handelt, dürfen diese anderen Personen gegenüber nicht offenlegen²⁷⁴. Gemäß Art. 10 Abs. 2 MAR fällt auch das Vervielfältigen von Empfehlungen, die auf Insiderinformationen beruhen oder das Verleiten dazu unter den Begriff der unrechtmäßigen Offenlegung²⁷⁵.

Sollte ein Journalist im Rahmen seiner Recherche auf Informationen stoßen, die möglicherweise Insiderinformationen darstellen, stellen sich für diesen somit zahlreiche insiderrechtliche Fragen, welche die Beschaffung der (Insider-)Informationen²⁷⁶, deren journalistische Verwendung innerhalb der Redaktion²⁷⁷ und auch deren Veröffentlichung durch die Publikation selbst betreffen²⁷⁸. Neben den Rechtsfragen im Zusammenhang mit dem Verbot der unrechtmäßigen

²⁷¹ EGMR, Urteil vom 26. September 1995, Beschwerde-Nr. 17851/91 Rn. 43 (Vogt/Deutschland) = NJW 1996, 375; Mitgliedschaft und politisches Engagement einer auf Lebenszeit verbeamteten Lehrerin in der Deutschen Kommunistischen Partei (DKP).

²⁷² EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 85 = WM 2022, 912 (918).

²⁷³ Zum Zweck der MAR siehe B.I Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes.

²⁷⁴ C.II Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.

²⁷⁵ C.II.7 Offenlegen von Empfehlungen und Verleitungen.

²⁷⁶ C.II.4.c) Offenlegung von nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen; F.VIII.1 Auswirkungen auf die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.

²⁷⁷ F.VIII.1.c) Offenlegung von Insiderinformationen innerhalb von Medien.

²⁷⁸ F.VIII.1.b) Offenlegung von Insiderinformationen durch Veröffentlichung in den Medien.

Offenlegung von Insiderinformationen stellen sich weitere Fragen im Hinblick auf das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation nach Art. 15, 12 Abs. 1 lit. c) MAR. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn sich journalistische Erzeugnisse nach ihrer Veröffentlichung als falsch oder irreführend herausstellen²⁷⁹, wie beispielsweise in dem eingangs dargestellten Fall Greenpeace und Brent Spar²⁸⁰.

Ferner können Journalisten, sofern sie Anlageempfehlungen im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR erstellen oder verbreiten²⁸¹, weiteren Darstellungs- und Offenlegungspflichten nach Art. 20 Abs. 3 UAbs. 3 MAR i.V.m. der delegierten VO (EU) 2016/958 unterliegen²⁸². All diese Pflichten können, vor dem Hintergrund der Strafandrohung der §§ 119, 120 WpHG dazu führen, dass Journalisten von einer Recherche oder Veröffentlichung abgehalten werden²⁸³, was einen Eingriff in die Presse- und Meinungsfreiheit darstellt.

4. Rechtfertigung

Art. 10 Abs. 2 EMRK, auf welchen in den Erläuterungen zu Art. 11 GRCh Bezug genommen wird, stellt zunächst fest, dass die Ausübung der Presse-, Meinungs- und Informationsfreiheit in besonderem Maße mit Pflichten und Verantwortung verbunden ist. Sie kann Formvorschriften, Bedingungen, Einschränkungen oder Strafandrohungen unterworfen werden, die gesetzlich vorgesehen und in einer demokratischen Gesellschaft notwendig sind. Die Notwendigkeit für die demokratische Gesellschaft wird anschließend spezifiziert. Unter anderem werden die Aufrechterhaltung der Ordnung, die Verhütung von Straftaten, der Schutz der Moral und der Rechte anderer sowie die Verhinderung der Verbreitung vertraulicher Informationen als notwendige Bestandteile einer demokratischen Gesellschaft benannt.

a) Mittel der MAR

Als zulässige Mittel für die Einschränkung der Presse-, Meinungs- und Informationsfreiheit nennt Art. 10 Abs. 2 EMRK Formvorschriften, Bedingungen, Einschränkungen und Strafandrohungen, die gesetzlich vorgesehen sein müssen. Die MAR ist eine europäische Verordnung,

²⁷⁹ F.VIII.2 Auswirkungen auf die informationsgestützte Marktmanipulation; zu § 20 a Abs. 6 WpHG a.F.: Flaig, S. 91 ff.

²⁸⁰ A.V.3 Greenpeace und Brent Spar.

²⁸¹ E.I Anlageempfehlung und Anlagestrategieempfehlung.

²⁸² E.VIII Pflichten bei der Erstellung von Anlageempfehlungen.

²⁸³ Eine Abschreckungswirkung ausdrücklich bejahend: EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 85 = WM 2022, 912 (918); G.I Potenzielle Abschreckungswirkung.

die gestützt auf Art. 114 AEUV, durch das europäische Parlament und den Rat, nach ordentlichem Gesetzgebungsverfahren und Anhörung der entsprechenden Ausschüsse, verabschiedet worden ist. Die Regelungen der MAR sind somit gesetzlich vorgesehen im Sinne des Art. 10 Abs. 2 EMRK und entsprechend demokratisch legitimiert.

b) Zweck der MAR

Mit diesen Eingriffen in die Presse-, Meinungs- und Informationsfreiheit verfolgt die MAR, ausweislich des Erwägungsgrundes Nr. 2, das Ziel, ein reibungsloses Funktionieren der Wertpapiermärkte zu gewährleisten und Vertrauen der Öffentlichkeit in diese Märkte zu schaffen, was letztlich zu Wirtschaftswachstum und Wohlstand führen sollte. Laut Erwägungsgrund Nr. 1 sei für das Wirtschaftswachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen in der Union ein echter Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen von entscheidender Bedeutung, wobei mit echter ein real funktionierender gemeint sein dürfte. Diese Funktionsfähigkeit verknüpft der europäische Gesetzgeber in Erwägungsgrund Nr. 24 mit einer allgemeinen Gewissheit für Marktteilnehmer, dass sie gleichbehandelt und vor der missbräuchlichen Verwendung von Insiderinformationen geschützt werden.

aa) Aufrechterhaltung der Ordnung

Laut Art. 10 Abs. 2 EMRK ist ein Eingriff gerechtfertigt, wenn dieser zur Aufrechterhaltung der Ordnung notwendig ist. Was genau unter Ordnung zu verstehen ist, geht weder aus der EMRK noch aus der GRCh selbst hervor. In Art. 10 Abs. 2 EMRK wird der Begriff der Ordnung unmittelbar nach dem der öffentlichen Sicherheit genannt, was nahelegt, dass Ordnung die Ordnung der Öffentlichkeit meint oder eben die öffentliche Ordnung.

Der Begriff der öffentlichen Ordnung wird nicht nur als Schrankenregelung für gemeinschaftsrechtliche Grundfreiheiten verwendet, sondern auch im Kontext des Polizei- und Gefahrenabwehrrechts sowie im Zivilrecht, wo er als eine Art moralische Schranke durch die §§ 134, 138 BGB Anwendung findet²⁸⁴. In diesen verschiedenen Ausprägungen meint der Begriff der öffentlichen Ordnung, dass ein staatlicher Souveränitätsträger dazu ermächtigt wird, seine Regelungen und deren Beachtung, die aus dessen Sicht eine unerlässliche Voraussetzung für ein geordnetes staatsbürgerliches Zusammenleben sind, gegen Eingriffe von außen zu schützen²⁸⁵.

²⁸⁴ Grüneberg/Ellenberger, § 134 Rn. 3, 4, § 138 Rn. 42 wobei die Begriffe öffentliche Ordnung und Rechtsordnung synonym verwendet werden.

²⁸⁵ Frey/Pfeifer, EuR 6/2015, S. 732 mwN.

Im Kontext der MAR sind diese unerlässlichen Regelungen die Grundprinzipien eines integrierten, effizienten und transparenten Finanzmarktes, welcher nach den Erwägungsgründen Nr. 1 und 2 zur MAR von entscheidender Bedeutung für das Wirtschaftswachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen in der Europäischen Union ist. Die Herbeiführung eines ausgewogenen Wirtschaftswachstums sowie von Preisstabilität und die Herstellung von weitestgehender Vollbeschäftigung auf dem europäischen Arbeitsmarkt werden in Art. 3 Abs. 3 S. 2 EUV als Ziele der Europäischen Union definiert. Gemäß Art. 3 Abs. 3 S. 1 EUV ist das Ziel der Europäischen Union die Errichtung eines europäischen Binnenmarktes.

Die Errichtung eines solchen und der damit verbundene Wohlstandszuwachs der Allgemeinheit ist Grundlage für ein geordnetes Zusammenleben und den Erhalt des sozialen Friedens innerhalb der europäischen Gemeinschaft. Neben einer Wertegemeinschaft soll die Europäische Union auch eine Wirtschaftsgemeinschaft sein. Innerhalb dieser Wirtschaftsgemeinschaft sollen möglichst viele Personen am wirtschaftlichen Fortschritt partizipieren. Da der europäische Gesetzgeber die Herstellung und Vertiefung dieser Werte- und Wirtschaftsgemeinschaft als Grundlage der europäischen Vereinigung definiert hat, stellen Maßnahmen, die die Erreichung und Verteidigung dieser Gemeinschaft zum Ziel haben, die öffentliche Ordnung im Sinne der EMRK dar.

Nach den Erwägungsgründen Nr. 23, 24 und 25 zur MAR führt Marktmissbrauch dazu, dass die Partizipation der Allgemeinheit am wirtschaftlichen Fortschritt innerhalb der Europäischen Union gefährdet wird, da einzelne Marktteilnehmer ihre Informationsvorsprünge systematisch ausnutzen, um finanziell davon zu profitieren²⁸⁶. Die MAR soll dies gerade verhindern, um das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu sichern, welcher eine Grundlage für Wirtschaftswachstum und Wohlstand innerhalb der Europäischen Union ist²⁸⁷. Die Verbotsnormen der MAR, die einen Eingriff in die Presse-, Meinungs- und Informationsfreiheit darstellen, dienen demnach der Aufrechterhaltung der Ordnung im Sinne des Art. 10 Abs. 2 EMRK, da sie die Partizipation der Allgemeinheit an dem durch den Kapitalmarkt generierten Wohlstandszugewinn ermöglichen.

²⁸⁶ Siehe B.I.1 Geltungsgrund des Insiderrechts.

²⁸⁷ So auch Erwägungsgrund Nr. 2 zur MAR.

bb) Verhütung von Straftaten

Als ein weiteres legitimes Ziel eines Eingriffes in die Presse-, Meinungs- und Informationsfreiheit nennt Art. 10 Abs. 2 EMRK die Verhütung von Straftaten. Allerdings greift die MAR i.V.m. den §§ 119, 120 WpHG gerade durch die Schaffung von neuen Straftatbeständen in die Presse-, Meinungs- und Informationsfreiheit ein. Die MAR selbst enthält insbesondere in Art. 14 und 15 Verbotsnormen, die jedoch keine Straftatbestände darstellen, da es dem europäischen Gesetzgeber an der entsprechenden Gesetzgebungskompetenz fehlt²⁸⁸.

Vielmehr wurde mit der Richtlinie 2014/57/EU vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulationen (CRIM-MAD) ein einheitlicher Rahmen für die nationale strafrechtliche Ahndung von Marktmissbrauch geschaffen, welcher von der Bundesrepublik Deutschland durch das erste Gesetz zur Novellierung der Finanzmarktvorschriften (1. FiMaNoG) in deutsches Recht umgesetzt wurde. Mit dem zweiten Gesetz zur Novellierung der Finanzmarktvorschriften (2. FiMaNoG) wurden die Straftatbestände §§ 119, 120 WpHG geschaffen²⁸⁹.

In § 119 Abs. 3 WpHG wird unmittelbar auf Art. 14 MAR verwiesen und eine Strafandrohung für einen Verstoß gegen diesen Artikel von bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe normiert. § 120 Abs. 3 WpHG, der Ordnungswidrigkeiten regelt, nimmt ebenfalls unmittelbar Bezug auf Art. 14 MAR. Somit füllt die MAR die Straftatbestände im WpHG selbst aus. Die Straf- und Ordnungswidrigkeitsvorschriften des WpHG sollen die Einhaltung der Verbote in Art. 14 und 15 MAR durchsetzen. Die MAR in Verbindung mit den §§ 119, 120 WpHG verhindert daher nur solche Straftaten, die sie selbst als Straftat definieren. Dies kann keinesfalls für den Rechtfertigungsgrund der Verhütung von Straftaten gemäß Art. 10 Abs. 2 EMRK genügen.

Anderenfalls würde jeder legislative Eingriff in die Presse-, Meinungs- und Informationsfreiheit, der sich zu seiner Durchsetzung der Schaffung von Straftatbeständen bedient, den Rechtfertigungsgrund der Verhütung von Straftaten für sich fruchtbar machen können. Der Rechtfertigungsgrund zielt jedoch vielmehr darauf ab, dass jene beschränkenden Maßnahmen gerecht-

²⁸⁸ Nach Art. 4 Abs. 1, 2, Art. 5 Abs. 1, 2 EUV gilt der Grundsatz der begrenzten Einzelermächtigung, wonach die EU eine Gesetzgebungskompetenz nur besitzt, wenn die Mitgliedsstaaten sie ermächtigt haben. Für das Strafrecht ist dies nicht der Fall. So auch Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO Nr. 596/2014, Art. 1, Rn. 5.

²⁸⁹ Schwark/Zimmer/Böse/Jansen, WpHG, § 119 Rn. 1; Park/Eggers, Vorbemerkungen Kapitalmarktsstrafrecht, Rn. 3.

fertigt sein sollen, die zur Verhinderung von Straftaten dienen, die außerhalb der beschränkten Maßnahme selbst liegen. Den Grundrechtsverpflichteten soll die Möglichkeit gegeben werden, zur effektiven Verhütung von Straftaten notwendige Maßnahmen zu ergreifen, die Art. 10 Abs. 1 EMRK beschränken können. Die Verhütung von Straftaten würde aber zum Selbstzweck werden, wenn die einschränkende Maßnahme selbst Straftatbestände normiert, welche lediglich den Verstoß gegen eben jene Maßnahme verhüten sollen.

cc) Schutz der Moral und der Rechte anderer

Art. 10 Abs. 2 EMRK lässt weiter solche Maßnahmen zu, die zum Schutz der Moral und Rechte anderer notwendig sind. Als moralischer Geltungsgrund der MAR wird Fairness und Chancengleichheit, mithin Gerechtigkeit zwischen Marktteilnehmern angeführt. Jeder Marktteilnehmer soll zumindest potenziell den gleichen Zugang zu gleichwertigen Informationen erhalten, um auf deren Grundlage seine Investitionsentscheidungen zu treffen.

Marktteilnehmer, die Zugang zu Insiderinformationen haben, sollen davon nicht finanziell profitieren können, da dies von den restlichen Marktteilnehmern als unfair empfunden werden würde. In letzter Konsequenz würden sich diese vom Kapitalmarkt zurückziehen, was zu einem Abfluss von Liquidität führen würde und daher letztlich die Funktionsfähigkeit des gesamten Kapitalmarktes bedrohen würde. Demnach kann nur ein nach moralischen Gleichheitsgrundsätzen funktionierender Kapitalmarkt langfristig Marktteilnehmer akquirieren und so seine eigene Funktionsfähigkeit erhalten. Der Schutz der Moral ist im Falle des Kapitalmarktes daher gleichzeitig auch ein Schutz der Funktionsfähigkeit²⁹⁰.

Ferner schützt das Insiderrecht auch die monetären Interessen von sogenannten Informationshändlern. Diese sammeln systematisch Informationen über Finanzprodukte und wirken entsprechend auf die Bewertung der Finanzprodukte ein. Informationshändler sind somit für die Informationseffizienz des Kapitalmarktes unverzichtbar. Die Informationshändler sind jedoch darauf angewiesen, dass sie von ihrem Aufwand zur Beschaffung und Bewertung von kursrelevanten Informationen einen angemessenen monetären Vorteil erhalten. Andernfalls wäre die Tätigkeit als Informationshändler unwirtschaftlich²⁹¹.

²⁹⁰ B.I.1.a) Fairness und Chancengleichheit.

²⁹¹ B.I.1.b)bb)(1) Informationshändler.

Insiderhandel zerstört jedoch dieses Geschäftsmodell, da Informationshändler auch unter Aufwendung größter Ressourcen immer einen systematischen Informationsnachteil gegenüber Insidern haben. Die MAR schützt durch das Verbot des Insiderhandels die Chance der Informationshändler, von ihren Erkenntnissen profitieren zu können und somit eine Informationseffizienz des Kapitalmarktes anstreben zu können.

Ferner schützt die MAR das moralische Gebot eines fairen und nach moralischen Prinzipien funktionierenden Marktes, welches zwingend notwendig ist, um Marktteilnehmer und damit potentiell Kapital für den Kapitalmarkt zu akquirieren und so dessen Funktionsfähigkeit zu sichern. Der Schutz von moralischen Prinzipien und den Rechten anderer ist der Hauptgeltungsgrund der MAR und gleichzeitig ein Rechtfertigungsgrund gemäß Art. 10 Abs. 2 EMRK.

dd) Verhinderung der Verbreitung vertraulicher Informationen

In Art. 10 Abs. 2 EMRK wird als Ziel einer legitimen Einschränkung der Presse-, Meinungs- und Informationsfreiheit die Verhinderung der Verbreitung vertraulicher Informationen genannt. Der EGMR geht von einer Loyalitätspflicht des Arbeitnehmers gegenüber seinem Arbeitgeber aus, womit der Arbeitnehmer grundsätzlich zur Verschwiegenheit verpflichtet ist. Diese Verschwiegenheitspflicht führt jedoch nicht dazu, dass ein Eingriff in die Meinungsfreiheit des Arbeitnehmers, sofern er vertrauliche Informationen betrifft, stets gerechtfertigt ist. Vielmehr bedarf es auch hier einer Abwägung im Einzelfall.²⁹²

Neben der Meinungs- und Informationsfreiheit des Arbeitnehmers ist auch die Pressefreiheit im Hinblick auf den Quellenschutz mittelbar betroffen²⁹³. Journalistische Quellen legen ihre Informationen regelmäßig unter Verstoß gegen arbeitsrechtliche Verschwiegenheitspflichten, aber unter Ausübung ihrer Meinungs- und Informationsfreiheit, offen. Maßnahmen, die diese Ausübung beschränken und damit den Verstoß gegen die Verschwiegenheitspflicht sanktionieren, führen faktisch dazu, dass der betroffene Arbeitnehmer kaum oder gar nicht mehr als journalistische Quelle zur Verfügung steht.

Dieser Aspekt ist bei der Abwägung der von Art. 10 EMRK geschützten Interessen zu berücksichtigen. In seiner bisherigen Rechtsprechung hat der EGMR dem Schutz der journalistischen

²⁹² Meyer-Ladewig/Nettesheim/von Raumer/*Daiber*, Art. 10 EMRK Rn. 62 mit Verweis auf EGMR Ur. v. 28.6.2011, Beschwerde-Nr. 28439/08, (Pinto Coelho/Portugal).

²⁹³ B.II.5 Quellenschutz.

Quellen im klassischen Sinne stets den Vorrang gegeben. Durchsuchungen von Redaktionsräumen oder Privatwohnungen von Journalisten, die zum Ziel hatten, die Person zu finden, die vertrauliche Informationen weitergegeben hat, wurden bisher durch den EGMR nie als gerechtfertigt angesehen²⁹⁴. Anders hat der EGMR Konstellationen beurteilt, in denen sich Journalisten nicht als solche zu erkennen gegeben hatten und die offenlegende Person daher nicht wusste, dass sie als journalistische Quelle fungierte²⁹⁵.

Als weitere Kriterien dieser Interessenabwägung nennt der EGMR das öffentliche Interesse an einer Veröffentlichung²⁹⁶, insbesondere der Aufdeckung illegalen Verhaltens²⁹⁷. Dem stellt der Gerichtshof den Schaden gegenüber, der durch die Offenlegung entstehen könnte²⁹⁸. Dieser Abwägung zwischen dem Informationsinteresse der Öffentlichkeit und dem Schaden, der bei einer Veröffentlichung entstehen würde, hat sich der EuGH in seiner AMF/LVMH-Entscheidung angeschlossen²⁹⁹.

Was die Weitergabe von vertraulichen Informationen zur Aufklärung illegaler Verhaltensweisen angeht, stellt der EGMR mit Hinblick auf den potenziellen Schaden für den Betroffenen weitere Bedingungen auf. Demnach muss die Person, die die Informationen weitergibt, gutgläubig im Hinblick auf die Korrektheit der übermittelten Informationen sein³⁰⁰. Eine bewusste Offenlegung falscher Informationen würde außerdem gegen das Missbrauchsverbot aus Art. 17 EMRK, bzw. Art. 54 GRCh verstoßen und würde daher schon nicht in den Schutzbereich der Meinungs- und Informationsfreiheit fallen. Eine vergleichbare Regelung enthält Art. 21 lit. b) MAR, wonach das Journalistenprivileg keine Anwendung findet, wenn die Weitergabe oder Verbreitung einer Information in der Absicht erfolgt, den Markt irrezuführen³⁰¹.

²⁹⁴ Meyer-Ladewig/Nettesheim/von Raumer/*Daiber*, Art. 10 EMRK Rn. 67 mwN.

²⁹⁵ EGMR, Urteil vom 8. Dezember 2005, Beschwerde-Nr. 40485/02 (Nordisk Film & TV A/S/Dänemark); EGMR, Urteil vom 27. Mai 2014, Beschwerde-Nr. 8406/06 (Stichting Ostade Blade/Niederlande).

²⁹⁶ EGMR, Urteil vom 8. Oktober 2013, Beschwerde-Nr. 30210/06 (Ricci/Italien).

²⁹⁷ EGMR, Urteil vom 8. Januar 2013, Beschwerde-Nr. 40238/02 (Bucur ua/Rumänien).

²⁹⁸ EGMR, Urteil vom 8. Oktober 2013, Beschwerde-Nr. 30210/06 (Ricci/Italien); EGMR Urteil vom 8. Januar 2013, Beschwerde-Nr. 40238/02 (Bucur ua/Rumänien); EGMR Urteil vom 10. Dezember 2007, Beschwerde-Nr. 69698/01 (Stoll/Schweiz) wobei es hier um die Veröffentlichung geheimer diplomatischer Dokumente zu Verhandlungen zu Rekreationen Schweizer Banken an Holocaust Opfer ging.

²⁹⁹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 84 = WM 2022, 912 (919).

³⁰⁰ EGMR, Urteil vom 8. Januar 2013, Beschwerde-Nr. 40238/02 (Bucur ua/Rumänien).

³⁰¹ F.VII.2 Täuschungsabsicht Art. 21 lit. b MAR.

5. Quellenschutz

Ein wesentlicher Bestandteil der Presse- und Meinungsfreiheit ist der Quellenschutz, dessen Reichweite der EGMR in seiner Entscheidung *Goodwin vs. UK*³⁰² sowie *Voskuli vs. Niederlande*³⁰³ verdeutlicht hat.

a) *Goodwin vs. UK*

Der britische Journalist William Goodwin, welcher für Morgan Grampian PLC tätig war, hatte von seiner Quelle vertrauliche Dokumente eines Unternehmens namens Tetra Ltd. erhalten. Aus diesen internen Dokumenten, welche als streng vertraulich gekennzeichnet waren, ging hervor, dass das Unternehmen erhebliche wirtschaftliche Schwierigkeiten hatte und die tatsächliche finanzielle Lage erheblich von der öffentlichen Darstellung abwich³⁰⁴. Die Dokumente waren aus den Geschäftsräumen des Unternehmens gestohlen worden, woraufhin das Unternehmen eine einstweilige Verfügung erwirkte, wonach es sowohl dem Verlag des Journalisten als auch allen anderen nationalen Zeitungen untersagt wurde, Informationen aus den internen Dokumenten zu veröffentlichen³⁰⁵. Das Unternehmen führte dabei aus, dass eine Veröffentlichung der Dokumente zu einem völligen Vertrauensverlust bei den tatsächlichen und potenziellen Gläubigern, Kunden und Lieferanten des Unternehmens führen würde und dadurch dessen Existenz gefährdet werden würde³⁰⁶.

Zudem wurde durch den zuständigen Richter angeordnet, dass der Journalist „im Interesse der Justiz“, seine Aufzeichnungen offenlegen sowie die Identität seiner Quelle preisgeben müsse, um eine Veröffentlichung der Dokumente zu verhindern und dem Unternehmen die Durchsetzung seiner Ansprüche gegen die Quelle zu ermöglichen³⁰⁷. Der Journalist kam dieser Anordnung nicht nach und wurde daraufhin zu einer Geldstrafe von 5.000 Pfund verurteilt, gegen welche er vor dem EGMR vorging³⁰⁸.

Der EGMR stellte zunächst fest, dass ein Eingriff in Art. 10 EMRK, gem. Art. 10 Abs. 2 EMRK, „in einer demokratischen Gesellschaft notwendig“ sein muss. Der Zwang, der einem Journalisten auferlegt wird, seine Quelle preiszugeben, müsste sich dabei auf außergewöhnliche

³⁰² EGMR, Urteil vom 27. März 1996 – 17488/90 = BeckRS 2012, 18728.

³⁰³ EGMR, Urteil vom 22. November 2007 – 64752/01 = NJW 2008, 2563.

³⁰⁴ EGMR, Urteil vom 27. März 1996 – 17488/90 Rn. 9 ff. = BeckRS 2012, 18728.

³⁰⁵ EGMR, Urteil vom 27. März 1996 – 17488/90 Rn. 12 = BeckRS 2012, 18728.

³⁰⁶ EGMR, Urteil vom 27. März 1996 – 17488/90 Rn. 13 = BeckRS 2012, 18728.

³⁰⁷ EGMR, Urteil vom 27. März 1996 – 17488/90 Rn. 15 = BeckRS 2012, 18728.

³⁰⁸ EGMR, Urteil vom 27. März 1996 – 17488/90 Rn. 19 = BeckRS 2012, 18728.

Umstände beschränken, wenn lebenswichtige öffentliche oder individuelle Interessen auf dem Spiel stehen, was der EGMR in dem zu entscheidenden Fall ablehnte³⁰⁹.

Zur Begründung führte der EGMR aus, dass das Recht auf freie Meinungsäußerung eine der wesentlichen Grundlagen einer demokratischen Gesellschaft darstelle und dass die Garantien, die der Presse zu gewähren sind, von besonderer Bedeutung seien. Der Schutz journalistischer Quellen sei eine Grundvoraussetzung für die Pressefreiheit, was sich in den Gesetzen und den beruflichen Verhaltensregeln³¹⁰ einer Reihe von Vertragsstaaten widerspiegele. Ohne einen solchen Schutz könnten die Quellen davon abgehalten werden, die Presse bei der Information der Öffentlichkeit über Angelegenheiten von öffentlichem Interesse zu unterstützen³¹¹.

In dem konkreten Fall wies der EGMR darauf hin, dass das Unternehmen durch die einstweilige Verfügung, welche die Veröffentlichung von Informationen aus den gestohlenen Dokumenten untersagte, bereits hinreichend geschützt sei und es einer Einschränkung des Quellenschutzes insoweit nicht mehr bedürfe³¹². Zudem führte der EGMR aus, dass das private Interesse des Unternehmens, an der Identifikation der Quelle und damit des Diebes und die damit verbundene Eliminierung der verbleibenden Gefahr eines Schadens durch die Verbreitung der vertraulichen Informationen, einen Schadenersatz zu erhalten und den illoyalen Mitarbeiter zu entlarven, selbst bei kumulativer Betrachtung nicht ausreiche, um das wesentliche öffentliche Interesse am Schutz der Quelle des Journalisten zu überwiegen³¹³.

Die Entscheidung des EGMR macht die herausragende Bedeutung der Pressefreiheit, insbesondere des Quellenschutzes, für die freiheitlich demokratische Grundordnung deutlich. Bei der Anwendung der MAR wird diese Rechtsprechung insbesondere dann relevant, wenn journalistische Quellen sich durch die Weitergabe der Informationen an Journalisten, etwa wegen eines Verstoßes gegen Art. 14 lit. c), 10 MAR i.V.m. § 119 Abs. 3 Nr. 3 WpHG strafbar machen (könnten), insbesondere wenn es darum geht, ob der Journalist diese Informationen, die aus einer Straftat stammen, in seinen Veröffentlichungen nutzen darf³¹⁴.

³⁰⁹ EGMR, Urteil vom 27. März 1996 – 17488/90 Rn. 35 = BeckRS 2012, 18728.

³¹⁰ F.VI.2.b)bb) Die berufliche Integrität des Journalisten.

³¹¹ EGMR, Urteil vom 27. März 1996 – 17488/90 Rn. 39 = BeckRS 2012, 18728.

³¹² EGMR, Urteil vom 27. März 1996 – 17488/90 Rn. 42 = BeckRS 2012, 18728.

³¹³ EGMR, Urteil vom 27. März 1996 – 17488/90 Rn. 45 = BeckRS 2012, 18728.

³¹⁴ F.VIII.1 Auswirkung auf die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.

b) Voskuli vs. Niederlande

In dieser Entscheidung musste sich der EGMR damit auseinandersetzen, welche Reichweite der journalistische Quellenschutz in Gestalt eines prozessualen Zeugnisverweigerungsrechts hat. In dem zu entscheidenden Sachverhalt ging es um einen niederländischen Journalisten, welcher in zwei Presseartikeln vom 12. und 13. September 2000, die in der Tageszeitung *Spits* veröffentlicht wurden, über die Beschlagnahme einer größeren Menge an Waffen durch die niederländische Polizei berichtete. Der Waffenfund wurde durch die Polizei selbst und andere Zeitungen als Zufallsfund beschrieben, wonach die Polizei eigentlich wegen eines Wasserschadens bei Abwesenheit der Wohnungsmieter gerufen worden sei und bei Betreten der Wohnung eine größere Menge Waffen gefunden habe. Der beschwerdeführende Journalist hatte in seinen Artikeln in Zweifel gezogen, ob es sich tatsächlich um einen Zufallsfund handele und dabei einen ungenannten Polizisten mit den Worten zitiert: „Das haben wir daraus gemacht. Manchmal braucht man einfach einen Durchbruch in einer Ermittlung“³¹⁵.

Der Journalist wurde daraufhin in dem Strafverfahren, welches aufgrund des Waffenfundes eingeleitet worden war, als Zeuge gehört und dabei zur Offenlegung des Namens des Polizisten, den er in den Artikeln zitiert hatte, aufgefordert, woraufhin der Journalist sich auf sein Zeugnisverweigerungsrecht berief. Das niederländische Gericht ordnete daraufhin eine Zwangshaft von höchstens 30 Tagen gegen den Journalisten an, um ihn zur Auskunft über seine Quelle zu bewegen. Der Journalist wendete sich vor dem EGMR gegen die Rechtmäßigkeit der Zwangshaft und machte einen Verstoß gegen Art. 10 EMRK geltend³¹⁶.

Die Anordnung der Zwangshaft ist unter anderem mit der Notwendigkeit, die Integrität der Polizei in Amsterdam zu schützen, begründet worden³¹⁷. Der EGMR führte dazu aus, dass zwar grundsätzlich ein legitimes Interesse des Staates daran bestehe, die Integrität und Glaubwürdigkeit der Behörden zu schützen, insbesondere wenn die Behauptungen unrichtig seien. Allerdings stehe diesem Interesse das Recht der Öffentlichkeit in einem demokratischen Rechtsstaat gegenüber, gerade über Themen wie den Gebrauch unerlaubter Mittel durch Behörden unterrichtet zu werden³¹⁸.

³¹⁵ EGMR, Urteil vom 22. November 2007 – 64752/01 = NJW 2008, 2563.

³¹⁶ EGMR, Urteil vom 22. November 2007 – 64752/01 = NJW 2008, 2563 (2564).

³¹⁷ EGMR, Urteil vom 22. November 2007 – 64752/01 Rn. 66 = NJW 2008, 2563 (2564).

³¹⁸ EGMR, Urteil vom 22. November 2007 – 64752/01 Rn. 70 = NJW 2008, 2563 (2565).

Der EGMR gibt weiter zu bedenken, dass, wenn die Justiz einen solchen Druck auf Journalisten ausübt, um diese zur Offenlegung ihrer Quellen zu bewegen, dies einen abschreckenden Effekt auf potenzielle Quellen hat. Demnach würden Maßnahmen, wie die Verhängung von Zwangshaft, Personen entmutigen, die wahre und genaue Informationen über Unrecht im Zusammenhang mit staatlichen Ermittlungsmethoden haben, sich in künftigen Fällen dazu zu äußern und ihre Kenntnisse der Presse mitzuteilen. Aufgrund dieser abschreckenden Wirkung für potenzielle journalistische Quellen verstößt die Verhängung der Zwangshaft gegen Journalisten, um diese zur Preisgabe ihrer Quellen zu bewegen, gegen Art. 10 EMRK, selbst wenn die Zwangshaft dazu dienen sollte, die Integrität der staatlichen Ermittlungsbehörden zu schützen³¹⁹.

Den Gedanken der Abschreckung hat auch der EuGH in seiner deutlich aktuelleren AMF/LVMH-Entscheidung aufgenommen, wonach auch von der MAR und der mit ihr verbundenen Strafandrohung im Falle eines Verstoßes gegen das Insiderrecht eine Abschreckungswirkung für Journalisten ausgehe, welche bei der Interessenabwägung im Rahmen des Art. 21 MAR zu berücksichtigen sei³²⁰.

c) Ressiot u.a. vs. Frankreich

Eine weitere Dimension des journalistischen Quellenschutzes wird in der Entscheidung Ressiot u. a. vs. Frankreich deutlich³²¹. Gegenstand der Entscheidung waren Durchsuchungen der Redaktionen und der Privatwohnungen von Journalisten der französischen Zeitung L'Equipe und der Wochenzeitschrift Le Point. Diese hatten zuvor am 22. und 29. Januar sowie am 9. und 10. April 2004 Auszüge aus Ermittlungsakten, darunter Protokolle mit Aufzeichnungen abgehörter Telefongespräche und eine Liste von Substanzen wegen des Verdachts auf Doping von Radспортlern aus dem französischen Cofidis-Team, veröffentlicht.

Auch in dieser Entscheidung betonte der EGMR die Funktion der Presse als „öffentlicher Wachhund“ und wies auf die potenziell abschreckende Wirkung solcher Ermittlungsmaßnahmen auf (potenzielle) Informanten hin³²². Zudem handele es sich bei dem Recht der Journalisten, Quellen nicht preiszugeben, nicht nur um ein einfaches Privileg, das ihnen je nach Rechtmäßigkeit oder Unrechtmäßigkeit der Information entzogen werden kann, sondern um einen

³¹⁹ EGMR, Urteil vom 22. November 2007 – 64752/01 Rn. 71, 72 = NJW 2008, 2563 (2565).

³²⁰ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C- 302/20 Rn. 85 = WM 2022, 912 (919); G.I Potenzielle Abschreckungswirkung.

³²¹ EGMR, Urteil vom 28. Juni 2012 – 15054/07, 15066/07 = NJW 2013, 3709.

³²² EGMR, Urteil vom 28. Juni 2012 – 15054/07, 15066/07 Rn. 99 = NJW 2013, 3709 (3711).

echten Bestandteil des Rechts auf Informationsfreiheit, dem größte Aufmerksamkeit gebühre³²³. Gleichzeitig machte der EGMR deutlich, dass auch die Pressefreiheit bestimmte Grenzen nicht überschreiten dürfe, insbesondere bezüglich des Schutzes des guten Rufs und der Rechte anderer sowie hinsichtlich der Notwendigkeit, die Verbreitung vertraulicher Informationen zu verhindern³²⁴. Insbesondere werden Journalisten durch Art. 10 EMRK nicht von ihrer grundsätzlichen Pflicht entbunden, die allgemeinen Strafgesetze zu achten³²⁵.

Zudem stellte der EGMR klar, dass Art. 10 Abs. 2 EMRK keinen Raum für eine Beschränkung der Meinungsfreiheit bei der politischen Diskussion oder der Erörterung von Fragen allgemeinen Interesses lässt³²⁶. Demnach entspreche die Aufgabe der Presse, Informationen und Ideen zu Fragen von öffentlichem Interesse zu verbreiten, dem Recht der Öffentlichkeit, diese zu erhalten³²⁷. Die Pressefreiheit wiegt daher umso stärker, je größer das öffentliche Interesse an der Berichterstattung zu einem bestimmten Sachverhalt ist³²⁸.

d) Nordisk Film & TV vs. Dänemark

In seiner Entscheidung zu Nordisk Film & TV vs. Dänemark hat der EGMR Grenzen des journalistischen Quellenschutzes aufgezeigt. Die Besonderheit des der Entscheidung zugrundeliegenden Sachverhaltes bestand darin, dass Journalisten, die ein Dokumentarformat namens „Fak2eren“ produzierten, sich mit einer falschen Identität in einen Verein „zur Entwicklung des Verantwortungsbewusstseins von Pädophilen gegenüber Kindern“ eingeschleust hatten und dabei mit versteckter Kamera zum Teil vertrauliche Gespräche gefilmt und mitgeschnitten hatten, in welchen andere Mitglieder dieses Vereins sich unter anderem über pädophile Straftaten austauschten³²⁹. In dem sich an die Ausstrahlung der Reportage anschließenden Strafverfahren wurden die Journalisten zur Herausgabe ihrer Aufzeichnungen, insbesondere von Ton- und Bildaufnahmen in nicht anonymisierter Form, aufgefordert. Die Journalisten lehnten dies unter Hinweis auf ihr Recht auf Quellenschutz ab.

Der EGMR differenzierte in seiner Entscheidung zwischen Personen, denen gegenüber sich die Journalisten als solche zu erkennen gegeben hatten und die sich daher darüber im Klaren waren,

³²³ EGMR, Urteil vom 28. Juni 2012 – 15054/07, 15066/07 Rn. 124 = NJW 2013, 3709 (3713).

³²⁴ EGMR, Urteil vom 28. Juni 2012 – 15054/07, 15066/07 Rn. 100 = NJW 2013, 3709 (3711).

³²⁵ EGMR, Urteil vom 28. Juni 2012 – 15054/07, 15066/07 Rn. 120 = NJW 2013, 3709 (3713).

³²⁶ EGMR, Urteil vom 28. Juni 2012 – 15054/07, 15066/07 Rn. 115 = NJW 2013, 3709 (3712).

³²⁷ EGMR, Urteil vom 28. Juni 2012 – 15054/07, 15066/07 Rn. 116 = NJW 2013, 3709 (3712).

³²⁸ In dem vorliegenden Fall handelte es sich um ein in Frankreich sehr populäres Radsportteam.

³²⁹ EGMR, Urteil vom 8. Dezember 2005 – Nr. 40485/02 (Nordisk Film/Dänemark).

dass sie als journalistische Quellen fungierten, und solchen, von denen lediglich versteckte Aufnahmen gemacht wurden und die sich somit nicht über ihre Funktion als journalistische Quelle im Klaren waren. Der EGMR kam zu dem Ergebnis, dass eine journalistische Quelle eine Person ist, die sich darüber im Klaren ist, dass sie als eine journalistische Quelle handelt und sich ihre Anonymität durch die Journalisten zusichern lässt. Personen, denen ihre Eigenschaft als journalistische Quelle hingegen nicht bewusst ist, stellen keine Quelle im herkömmlichen Sinne dar und werden daher auch nicht durch den journalistischen Quellenschutz des Art. 10 EMRK erfasst³³⁰.

6. Whistleblowing

In Bezug auf das sogenannte Whistleblowing, also die Offenlegung von Missständen durch den Arbeitnehmer, hat der EGMR entschieden, dass dieses Verhalten in den Schutzbereich des Art. 10 EMRK fällt³³¹. Die Freiheit der Meinungsäußerung gelte demnach grundsätzlich auch am Arbeitsplatz, obwohl es sich bei der Beziehung zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer um ein privatrechtliches Verhältnis handele. Der Staat habe insofern die positive Verpflichtung, die Freiheit der Meinungsäußerung auch im Verhältnis von Privatpersonen zu schützen³³².

Allerdings sei auf der anderen Seite die Pflicht des Arbeitnehmers gegenüber dem Arbeitgeber zur Loyalität, Zurückhaltung und Verschwiegenheit zu beachten³³³, was insbesondere für Angestellte des öffentlichen Dienstes gelte³³⁴. Letztlich muss bei der Beurteilung des Whistleblowings das Recht des Arbeitnehmers auf Freiheit der Meinungsäußerung, beispielsweise durch das Offenbaren rechtswidrigen und strafbaren Verhaltens seines Arbeitgebers einerseits, gegen das Recht des Arbeitgebers auf Schutz seines guten Rufes und seiner geschäftlichen Interessen andererseits abgewogen werden³³⁵.

Der Arbeitnehmer ist daher regelmäßig verpflichtet, Informationen zunächst an seinen Vorgesetzten oder an eine andere innerbetriebliche Stelle oder Einrichtung zu geben. Nur wenn dies

³³⁰ EGMR, Urteil vom 8. Dezember 2005 – Nr. 40485/02 (Nordisk Film/Dänemark); Ähnlich im Falle eines Bekennerschreibens zu mehreren Bombenanschlägen in den Niederlanden: EGMR, Urteil vom 27. Mai 2014 – Nr. 8406/06 (Stichting Ostade Balde/Niederlande).

³³¹ EGMR, Urteil vom 27. Juli 2011 – Nr. 28274/08 Rn. 43 (Heinisch/Deutschland).

³³² EGMR, Urteil vom 29. Februar 2000 – Nr. 39293/98 Rn. 38 (Fuentes Bobo/Spanien); EGMR, Urteil vom 27. Juli 2011 – Nr. 28274/08 Rn. 44 (Heinisch/Deutschland).

³³³ EGMR, Urteil vom 27. Juli 2011 – Nr. 28274/08 Rn. 64 (Heinisch/Deutschland); EGMR, Urteil vom 19. Februar 2009 – Nr. 4063/04 Rn. 45 (Marchenko/Ukraine).

³³⁴ EGMR, Urteil vom 27. Juli 2011 – Nr. 28274/08 Rn. 64 (Heinisch/Deutschland).

³³⁵ EGMR, Urteil vom 27. Juli 2011 – Nr. 28274/08 Rn. 64 (Heinisch/Deutschland).

unmöglich ist, kann der Arbeitnehmer als letztes Mittel mit der Information an die Öffentlichkeit gehen³³⁶. Es kommt somit entscheidend darauf an, ob dem Arbeitnehmer noch andere Mittel zur Verfügung standen, um die Missstände abzustellen, die er offenlegen will³³⁷.

Art. 32 MAR verpflichtet die Mitgliedsstaaten, dafür Sorge zu tragen, dass die zuständigen Behörden – in Deutschland die BaFin – wirksame Mechanismen schaffen, um die Meldung tatsächlicher oder möglicher Verstöße gegen diese Verordnung zu ermöglichen. Die BaFin hat daraufhin eine sogenannte Hinweisgeberstelle³³⁸ eingerichtet, welche Hinweise vollständig anonym und vertraulich entgegennimmt. Zudem sind auch die Arbeitgeber aufgrund nationaler Bestimmungen, in Deutschland §§ 12. ff. Hinweisgeberschutzgesetz³³⁹, dazu verpflichtet, interne Meldestellen einzurichten.

7. Leserbriefe

In der Entscheidung *Standard vs. Österreich*³⁴⁰ musste sich der EGRM mit der Frage auseinandersetzen, ob auch Leserbriefe, welche auf der Website eines Medienverlages veröffentlicht werden, in den Anwendungsbereich des Art. 10 EMRK fallen. In dem der Entscheidung zugrundeliegenden Sachverhalt ging es um diffamierende Kommentare von Nutzern, welche diese auf der Website der österreichischen Zeitung „Der Standard“ unter einem Pseudonym veröffentlicht hatten. Um auf der Website Kommentare zu hinterlassen mussten die Personen jedoch ihren Namen und ihre E-Mailadresse angeben. Der Standard sicherte in seinen Nutzerbedingungen zu, diese Daten nur weiterzugeben, wenn er rechtlich dazu verpflichtet sei. Die Beiträge der registrierten Nutzer wurden dabei nicht redaktionell überarbeitet, sondern lediglich durch ein automatisches Filtersystem auf problematische Inhalte überprüft.

Der EGMR stellte dazu fest, dass die Veröffentlichung von Artikeln in der Tageszeitung und das Bereitstellen einer Plattform, auf welcher die Leser zu einem Meinungsaustausch eingeladen werden, eng miteinander verbunden sind. Dies sei insbesondere an dem Umstand zu erkennen, dass es für die benutzergenerierten Beiträge unter den Onlineartikeln gerade kein separates

³³⁶ EGMR, Urteil vom 27. Juli 2011 – Nr. 28274/08 Rn. 65 (Heinisch/Deutschland).

³³⁷ EGMR, Urteil vom 29. Februar 2008 – Nr. 14277/05 Rn. 73 (Guja/Moldau).

³³⁸ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2021/meldung_2021_07_08_Hinweisgeberstelle.html (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

³³⁹ In Umsetzung der Whistleblower-Richtlinie RL (EU) 2019/1937.

³⁴⁰ EGMR, Urteil vom 7. Dezember 2021 – Nr. 39378/15 (Standard/Österreich).

Lektorat gebe. Die Gesamtfunktion der Tageszeitung bestehe somit darin, die offene Diskussion zu fördern und Ideen hinsichtlich von im öffentlichen Interesse stehenden Themen zu verbreiten, die von der Pressefreiheit geschützt werden³⁴¹.

Eine Pflicht der Tageszeitung zur Offenlegung der Daten von Verfassern von Onlinekommentaren würde diese von der Teilnahme an Debatten abhalten und könnte somit eine abschreckende Wirkung auf Nutzer, die gewöhnlich Beiträge in solchen Foren hinterlassen, haben. Von einer solchen Abschreckung würde indirekt auch das Recht der Tageszeitung auf Pressefreiheit tangiert werden, da diese die Nutzer einlade, zu ihren Artikeln Stellung zu nehmen, um Diskussionen über ihre journalistische Arbeit zu fördern³⁴².

Der Schutzbereich der Pressefreiheit nach Art. 10 EMRK umfasst somit auch die Interaktion mit Dritten und den Austausch über die Qualität der journalistischen Arbeit. Im Kontext der MAR kann dieser Gedanke im Hinblick auf die Verifizierung von Informationen durch Journalisten fruchtbar gemacht werden, welche insbesondere im Kontext der Art. 14 lit. c), 10 MAR problematisch sein kann³⁴³.

8. Recherche

In seiner Entscheidung *Gsell vs. Schweiz* hat der EGMR die Reichweite der Presse- und Meinungsfreiheit im Hinblick auf die Beschaffung von Informationen konkretisiert. Gegenstand des Verfahrens war die Beschwerde eines Schweizer Journalisten, welcher für ein Gastronomiemagazin über eine Veranstaltung namens, „Public Eye on Davos“ berichten wollte, welche am 27. Januar 2001 am Rande des Weltwirtschaftsforums in Davos stattfinden sollte. Allerdings wurde der Journalist bereits bei der Anreise zu dieser Veranstaltung durch die örtliche Polizei abgewiesen, was mit der Gewährleistung der Sicherheit des Weltwirtschaftsforums begründet wurde³⁴⁴.

Der EGMR kam zu dem Schluss, dass obwohl sich das Betretungsverbot der zuständigen Kantonspolizei nicht spezifisch gegen Journalisten richtete, sondern für sämtliche Personen galt, dennoch allein in der Verwehrung der Teilnahme des Journalisten an der Veranstaltung ein

³⁴¹ EGMR, Urteil vom 7. Dezember 2021 – Nr. 39378/15 Rn. 73 (Standard/Österreich).

³⁴² EGMR, Urteil vom 7. Dezember 2021 – Nr. 39378/15 Rn. 74 (Standard/Österreich).

³⁴³ F.VIII.1.d) Offenlegung von Insiderinformationen durch Journalisten zur Verifizierung.

³⁴⁴ EGMR, Urteil vom 8. Oktober 2009 – Nr. 12676/05 Rn. 6 – 11 (Gsell/Schweiz).

Eingriff in dessen Presse- und Meinungsfreiheit vorliegt³⁴⁵. Dieses Verständnis und den damit einhergehenden weitgehenden Schutz der Informationsbeschaffung und der dazu notwendigen Handlungen, wie das Anreisen zu einer entsprechenden Veranstaltung, hat der EuGH in seiner AMF/LVMH-Entscheidung aufgegriffen und bestätigt³⁴⁶.

9. Pluralistische Medienlandschaft

Eine weitere zentrale Entscheidung zur Reichweite und Auslegung des Grundrechts aus Art. 10 EMRK stellt die sogenannte Kabel-Deutschland-Entscheidung des EuGH dar³⁴⁷. Gegenstand dieser Entscheidung war ein Bescheid der Niedersächsischen Landesmedienanstalt, welche in Umsetzung einer europäischen Richtlinie Kabelnetzbetreiber dazu verpflichtete, bestimmte Fernsehkanäle in ihr analoges Kabelnetz aufzunehmen, selbst wenn dadurch mehr als die Hälfte der verfügbaren Übertragungskanäle belegt werden³⁴⁸.

Der EuGH betonte, dass die Aufrechterhaltung eines pluralistischen Rundfunkwesens im Zusammenhang mit der Meinungsfreiheit aus Art. 10 EMRK steht³⁴⁹. Demnach sei es ein Ziel des Allgemeininteresses, den pluralistischen Charakter des Fernsehangebotes zu erhalten und so die Meinungsfreiheit der verschiedenen gesellschaftlichen, kulturellen und sprachlichen Strömungen im audiovisuellen Bereich zu schützen³⁵⁰. Dieser Aspekt ist in Bezug auf die MAR insbesondere bei der Frage zu berücksichtigen, welche Medien in der Lage sind, Insiderinformationen so zu verbreiten, dass sie öffentlich bekannt werden und dadurch ihre Eigenschaft als Insiderinformation verlieren³⁵¹.

10. Relevanz der Berufs- und Standesregeln

Der EGMR hat sich zudem auch zur Relevanz von Berufs- und Standesregeln bei der Auslegung des Art. 10 EMRK geäußert. Die Frage nach dem Verhältnis zwischen (journalistischen) Berufs- und Standesregeln und der Pressefreiheit stellt sich auch bei der Auslegung des Art. 21 MAR³⁵².

³⁴⁵ EGMR, Urteil vom 8. Oktober 2009 – Nr. 12676/05 Rn. 49 (Gsell/Schweiz).

³⁴⁶ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C- 302/20 Rn. 69 = WM 2022, 912 (918).

³⁴⁷ EuGH, Urteil vom 22. Dezember 2008 – C-336/07 = BeckRS 2009, 70007.

³⁴⁸ EuGH, Urteil vom 22. Dezember 2008 – C-336/07 Rn. 70 = BeckRS 2009, 70007.

³⁴⁹ EuGH, Urteil vom 22. Dezember 2008 – C-336/07 Rn. 37 = BeckRS 2009, 70007.

³⁵⁰ EuGH, Urteil vom 22. Dezember 2008 – C-336/07 Rn. 38 = BeckRS 2009, 70007

³⁵¹ C.I.2.d)C.I.2.d) Konflikt mit der Pressefreiheit; C.II.4.b)cc) Berücksichtigung der Meinungs- und Pressefreiheit.

³⁵² Dazu: F.VI.1.f) Verhältnis zu den Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung.

a) Berücksichtigung journalistischer Selbstregulierung im Rahmen des Art. 10 Abs. 2 EMRK

In dem der Entscheidung zugrundeliegenden Sachverhalt ging es um einen in Hamburg ansässigen Tierarzt, welcher in einem Interview mit dem Hamburger Abendblatt am 24. August 1978 angab, Chef einer Tierklinik zu sein, und erläuterte ferner die Notwendigkeit eines regelmäßigen tierärztlichen Nachtdienstes in Hamburg³⁵³. Das OLG Hamburg hatte dem Tierarzt untersagt, diese Äußerungen zu wiederholen und dies neben einem Verstoß gegen wettbewerbsrechtliche Vorschriften auch mit einem Verstoß gegen die Berufsordnung der Tierärzte begründet, welche nicht durch den Gesetzgeber unmittelbar, sondern durch die Tierärztekammer erlassen wird.

Der EGMR entschied jedoch, dass es sich bei der Berufsordnung dennoch um ein „Gesetz“ im Sinne des Art. 10 Abs. 2 EMRK³⁵⁴ handele und daher bei der Prüfung der Rechtmäßigkeit eines Eingriffs in Art. 10 Abs. 1 EMRK zu berücksichtigen sei. Dafür genüge es, dass sich die Rechtsetzungsbefugnis der Berufsvereinigung aus der autonomen Satzungsbezugnis ergebe, welche diese aufgrund einer gesetzlichen Ermächtigung ausübe³⁵⁵. Zudem würde die Rechtsetzungsbefugnis der Tierärztekammer unter staatlicher Aufsicht ausgeübt, die sich insbesondere auf die Kontrolle der Gesetzmäßigkeit erstrecke. Der EGMR machte dies insbesondere an § 8 Abs. 3 und 18 TierärztekammerG von 1964 fest, wonach die Kammer verpflichtet ist, die Berufsordnung dem Senat der Hansestadt Hamburg zur Genehmigung vorzulegen³⁵⁶.

Art. 21 MAR enthält ebenfalls eine Bezugnahme auf die „journalistischen Berufs- und Standesregeln“ und bestimmt, dass diese neben den Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in anderen Medien zu berücksichtigen sind. Nach dem bisherigen Verständnis in der Literatur stellen sowohl die nationalen und föderalen Pressegesetze, die durch die Mitgliedsstaaten im Rahmen eines Gesetzgebungsverfahrens erlassen worden sind als auch die im Rahmen der Selbstregulierung, durch privat organisierte und unabhängige Journalistenverbände beschlossenen Pressekodizes solche journalistischen Berufs- und Standesregeln dar³⁵⁷.

³⁵³ EGMR, Urteil vom 25. März 1985 – 10/1983/66/101 = NJW 1985, 2885.

³⁵⁴ Der Wortlaut des Art. 10 Abs. 2 EMRK spricht von „gesetzlich vorgesehen“.

³⁵⁵ EGMR, Urteil vom 25. März 1985 – 10/1983/66/101 Rn. 46 = NJW 1985, 2885 (2886).

³⁵⁶ EGMR, Urteil vom 25. März 1985 – 10/1983/66/101 Rn. 46 = NJW 1985, 2885 (2886).

³⁵⁷ F.VI.1 Erfasste Rechtsquellen.

Allerdings üben die jeweiligen Berufsverbände der Journalisten ihre Satzungsbefugnis durch die Verabschiedung der Pressekodizes gerade nicht unter einer staatlichen Kontrolle aus. Ganz im Gegenteil soll durch die Pressekodizes gerade eine staatsferne Selbstregulierung der Presse erreicht werden³⁵⁸. Keinesfalls stehen die Pressekodizes unter einem Genehmigungsvorbehalt des Gesetzgebers, wie es bei der Berufsordnung der Tierärztekammer Hamburg der Fall war.

Für das Verhältnis der Pressekodizes zu Art. 10 Abs. 2 EMRK bedeutet dies, dass die Pressekodizes die Anforderungen des EGMR an eine Schrankenbestimmung, welche nach Art. 10 Abs. 2 EMRK „gesetzlich vorgesehen“ sein müssen, nicht erfüllen, da es gerade an einer staatlichen Aufsicht über die Ausübung der Satzungsbefugnis fehlt. Bei der Auslegung der Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) und 21 MAR sind die Pressekodizes als journalistische Berufs- und Standesregeln dennoch zu berücksichtigen³⁵⁹.

b) Bewusste Verstöße gegen das Berufsethos

Dass die Einhaltung des Berufs- und Standesregeln durchaus von Bedeutung ist, wurde in dem Verfahren *Ressiot vs. Frankreich*³⁶⁰ schon durch den Umstand deutlich, dass die Nationale Gewerkschaft der Journalisten³⁶¹ und die Internationale Journalisten-Föderation³⁶² als Drittbeteiligte zum Verfahren zugelassen und vom EGMR angehört wurden³⁶³. Zu der Frage, ob die Maßnahmen gegen die Medien und Journalisten „in einer demokratischen Gesellschaft notwendig“ waren, führte der EGMR in dieser Entscheidung aus, dass Art. 10 EMRK das Recht der Journalisten, Informationen zu Fragen von öffentlichem Interesse zu verbreiten, schützt, solange sie gutgläubig vorgehen und „zuverlässig und genaue“ Informationen in Übereinstimmung mit ihrem Berufsethos liefern³⁶⁴.

Der EGMR misst damit dem Berufsethos, welcher unter anderem in den journalistischen Berufs- und Standesregeln kodifiziert ist, eine besondere Bedeutung bei der Ermittlung des Schutzbereichs der Presse- und Meinungsfreiheit bei. Demnach kann sich ein Journalist, der

³⁵⁸ F.VI.1.g) Regionale Besonderheiten und Einfluss des einzelnen Journalisten.

³⁵⁹ F.VI.1.f) Verhältnis zu den Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung.

³⁶⁰ B.II.5.c) *Ressiot vs. Frankreich*.

³⁶¹ Syndicat National des Journalistes.

³⁶² F.VI.2.d) International Federation of Journalists (IFJ).

³⁶³ EGMR, Urteil vom 28. Juni 2012 – 15054/07, 15066/07 Rn. 92 – 97 = NJW 2013, 3709 (3710, 3711); B.II.5.c) *Ressiot u.a. vS. Frankreich*; Rechtsgrundlage: Art. 36 II EMRK.

³⁶⁴ EGMR, Urteil vom 28. Juni 2012 – 15054/07, 15066/07 Rn. 111 = NJW 2013, 3709 (3712); so auch in: EGMR, Urteil vom 24. Februar 2015 – 21830/09 Rn. 61 (Haldimann u.a./Schweiz).

nicht „gutgläubig“, sondern missbräuchlich von der Pressefreiheit Gebrauch macht, sich nicht auf den Schutz aus Art. 10 EMRK berufen.

Wann von einer solchen Gutgläubigkeit eines Journalisten ausgegangen werden kann, hat der EGMR in seiner Entscheidung zu Haldimann u. a. vs. Schweiz³⁶⁵ weiter konkretisiert. Gegenstand dieser Entscheidung war eine Berichterstattung in einem Schweizer Fernsehformat namens „Kassensturz“, in welchem Journalisten mit einer versteckten Kamera und Mikrofonen ein Gespräch zwischen einem Makler und einem vermeintlichen Klienten aufgenommen hatten und diese Aufnahmen in verfremdeter Form in ihrem Fernsehformat ausgestrahlt hatten³⁶⁶. Die Schweizer Gerichte in den Vorinstanzen hatten die Frage, ob die Verwendung von versteckten Kameras gegen die durch den Schweizer Presserat festgelegten journalistischen Regeln oder Schweizer Recht verstößt, uneinheitlich beantwortet. Der EGMR unterstellte in seiner Entscheidung daher zu Gunsten der Journalisten, dass diese den Willen hatten, die anwendbaren Berufs- und Standesregeln zu beachten und somit gutgläubig waren³⁶⁷.

11. Zusammenfassung

Die Presse- und Meinungsfreiheit ist für die freiheitlich demokratische Grundordnung von besonderer Bedeutung und gewährt Journalistinnen und Journalisten einen demensprechend weitgehenden Schutz. Für die Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit im Rahmen des Art. 21 MAR spielt insbesondere der Quellenschutz eine besonders wichtige Rolle. Nach der Rechtsprechung des EGMR überwiegt der Quellenschutz grundsätzlich sowohl gegenüber privaten Interessen an der Aufdeckung von Undichtigkeiten im Geheimhaltungssystem³⁶⁸ als auch dem allgemeinen öffentlichen Strafverfolgungsinteresse³⁶⁹, sofern sich die Quelle über ihre Eigenschaft als journalistische Quelle im Klaren ist³⁷⁰. Zudem wird bei der Anwendung des Art. 21 MAR zu beachten sein, dass die Presse- und Meinungsfreiheit auch die Informationsbeschaffung, insbesondere durch Recherche und deren Vor- und Nachbereitung, erfasst³⁷¹. Dar-

³⁶⁵ An die Entscheidung anknüpfend: *Kokott*, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 104, Fußnote 77 = BeckRS 2021, 26204.

³⁶⁶ EGMR, Urteil vom 24. Februar 2015 – 21830/09 (Haldimann u.a./Schweiz).

³⁶⁷ EGMR, Urteil vom 24. Februar 2015 – 21830/09 Rn. 61 (Haldimann u.a./Schweiz).

³⁶⁸ B.II.5.a) *Goodwin vs. UK*.

³⁶⁹ B.II.5.b) *Voskuli vs. Niederlande*.

³⁷⁰ B.II.5.d) *Nordisk Film & TV vs. Dänemark*.

³⁷¹ B.II.8 *Recherche*.

über hinaus sind bei der Ausübung der Presse- und Meinungsfreiheit auch berufsbezogene Verhaltensregeln zu beachten, da gegen diese jedenfalls nicht vorsätzlich verstoßen werden sollte und deren gutgläubige Beachtung entsprechend zu berücksichtigen ist³⁷².

Nachdem der dem Art. 21 MAR zugrundeliegende Zielkonflikt nun ausführlich dargestellt worden ist, widmet sich die Arbeit nun den Verbotsvorschriften auf die Art. 21 MAR seinem Wortlaut nach Anwendung finden soll. Dabei soll die Presse- und Meinungsfreiheit bereits bei der Auslegung des jeweiligen Tatbestandes berücksichtigt werden was eine intensive Auseinandersetzung mit den jeweiligen Tatbeständen erforderlich macht.

³⁷² B.II.10 Relevanz der Berufs- und Standesregeln.

C. Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen

Nach Art. 21 MAR sind bei der Beurteilung der Offenlegung und Verbreitung von Informationen für den Zweck von Art. 10 MAR die Presse- und Meinungsfreiheit sowie der journalistischen Berufs- und Standesregeln zu beachten. Dies setzt ein vertieftes Verständnis des Tatbestandes des Art. 10 MAR und des dort geregelten Verbotes der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen voraus. Nur wenn klar ist, welche Handlungen von dem Tatbestand des Art. 10 und 14 lit. c) MAR erfasst werden, kann der Grad der Beeinträchtigung der Presse- und Meinungsfreiheit beurteilt werden. Zudem enthält Art. 10 MAR selbst eine Tatbestandsausnahme, bei deren Vorliegen es auf die Anwendung des Art. 21 MAR nicht mehr ankommt, da die jeweilige Handlung dann schon keinen Verstoß gegen das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen darstellt.

Um das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen zu erfassen ist zunächst eine Auseinandersetzung mit dem Begriff der Insiderinformation erforderlich, welcher in Art. 7 MAR legaldefiniert ist. Die Frage, ob es sich bei einer Information um eine Insiderinformation handelt, ist dabei nicht nur für das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen relevant. Vielmehr haben die in Art. 7 MAR genannten Kriterien auch einen erheblichen Einfluss auf die bei der Anwendung des Art. 21 MAR erforderliche Güterabwägung. Die Frage, wie groß das Kursbeeinflussungspotenzial der Insiderinformation ist, spielt im Rahmen dieser Abwägung ebenso eine Rolle wie die Frage, wie leicht es für den Journalisten erkennbar war, dass es sich bei der betreffenden Information um eine Insiderinformation gehandelt hat.

Die Frage, ob es sich bei einer Information um eine Insiderinformation im Sinne des Art. 7 MAR handelt, ist auch für die praktische Ausübung einer journalistischen Tätigkeit von entscheidender Bedeutung. Sie entscheidet darüber, ob sich ein Journalist überhaupt mit dem Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen auseinandersetzen muss oder ob dieses mangels Insiderinformation ohnehin nicht einschlägig ist.

Aufgrund dieser großen Relevanz des Art. 7 MAR, sowohl für das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen als auch für die Anwendung des Art. 21 MAR auf eben jenes Verbot und der hohen praktischen Relevanz für die Ausübung einer journalistischen Tätigkeit, wird der Begriff der Insiderinformationen im Folgenden ausführlich dargestellt. Dabei

liegt der Schwerpunkt der Darstellung darauf zu verdeutlichen, welche Informationen überhaupt Insiderinformationen darstellen können, da dies das Ausmaß der Beeinträchtigung der Presse- und Meinungsfreiheit bestimmt und den Ausgangspunkt der Überlegungen eines Journalisten in der Praxis darstellt. Zudem wird durch die Auseinandersetzung mit Art. 7 MAR klar, wie komplex die rechtliche Beurteilung der Frage ist, ob überhaupt eine Insiderinformation vorliegt. Der europäische Gesetzgeber erwartet von Journalisten, dass sie grundsätzlich in der Lage sind Insiderinformationen als solche zu erkennen.

I. Insiderinformation

Zentraler Bestandteil des Insiderrechts der MAR ist der Begriff der Insiderinformation, welcher in Art. 7 MAR definiert ist. Aufbauend auf diesem Begriff ist in Art. 8 MAR der Tatbestand des Insidergeschäfts und der Empfehlung von Insidergeschäften definiert. Die zentrale Verbotsnorm der MAR ist Art. 14. Dieser verbietet das Tätigen von Insidergeschäften und der Versuch hierzu (lit. a), das Empfehlen oder Verleiten von Dritten, Insidergeschäfte zu tätigen (lit. b) sowie die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen (lit. c). Ein Verstoß gegen Art. 14 MAR stellt aufgrund der Bezugnahmen im WpHG entweder eine Straftat³⁷³ oder eine Ordnungswidrigkeit³⁷⁴ dar. Art. 21 MAR findet seinem Wortlaut nach bei der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen (Art. 14 lit. c), 10 MAR) Anwendung.

In Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR werden Insiderinformationen zunächst allgemein als nicht öffentlich bekannte, präzise Informationen definiert, 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 der damit verbundenen derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Diese allgemeine Definition der Insiderinformation wird in den Abs. 2 und 4 des Art. 7 MAR weiter konkretisiert. In Art. 7 Abs. 1 lit. b), c), d) MAR werden weitere Besonderheiten in Bezug auf Warenderivate, Emissionszertifikate und Personen, die mit der Ausführung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente beauftragt sind, erläutert. Anknüpfungspunkt für die Beurteilung des Vorliegens einer Insiderinformation ist die ex ante Perspektive der jeweiligen Person, die gegen das Insiderrecht verstoßen haben könnte³⁷⁵.

³⁷³ § 119 Abs. 3 Nr. 1, 2, 3 WpHG bei vorsätzlicher Begehung.

³⁷⁴ § 120 Abs. 14 wenn leichtfertig begangen.

³⁷⁵ Mit weiteren Differenzierungen nach verschiedenen Tatbeständen in der MAR Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 47.

1. Informationen

Was genau unter Informationen zu verstehen ist, geht aus Art. 7 MAR selbst nicht hervor. In Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR wird im Zusammenhang mit einer Erläuterung zu dem Merkmal „präzise“ von Umständen und Ereignissen gesprochen, die sich sowohl auf die Vergangenheit, die Gegenwart oder die Zukunft beziehen können.

Unter Informationen werden im Allgemeinen sowohl Tatsachen als auch Werturteile gefasst³⁷⁶. Eine Differenzierung danach, ob sich eine Insiderinformation auf einen Umstand oder ein Ereignis bezieht, ist nicht erforderlich, da in beiden Fällen jedenfalls eine Insiderinformation vorliegen würde³⁷⁷. Die Verwendung des Plurals in Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR macht deutlich, dass bei der Beurteilung des Vorliegens einer Insiderinformation eine Gesamtschau von mehreren einzelnen Informationsgegenständen zu erfolgen hat.

Erfasst sind daher auch sogenannte „Mosaikfälle“, bei denen eine Person mehrere einzelne Informationen kennt, die jeweils für sich genommen keine Insiderinformationen darstellen, in ihrer Gesamtschau jedoch die Voraussetzungen einer Insiderinformation erfüllen³⁷⁸. Es ist daher durchaus denkbar, dass einzelne Informationen alleine noch keine Insiderinformationen darstellen, sondern erst in einer Gesamtschau ein Kursbeeinflussungspotenzial besitzen. Dies bedeutet für die journalistische Recherche, dass ein Journalist laufend prüfen muss, ob die ihm zur Verfügung stehenden Informationen in einer Gesamtschau eine Insiderinformation darstellen.

Die Begriffe „Information“ und „Tatsache“ lassen sich insofern voneinander abgrenzen, als dass Informationen Aussagen über Tatsachen sind, die sprachlich kodiert sind. Relevant ist insbesondere der Umstand, dass eine Information wahr oder falsch sein kann³⁷⁹. Eine Tatsache ist hingegen ein Ereignis oder ein Zustand, der objektiv vorliegt³⁸⁰. Eine Information ist wahr, wenn das, was sie aussagt, der Wirklichkeit entspricht³⁸¹, also die durch die Information vermittelten Tatsachen auch tatsächlich bestehen.

³⁷⁶ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 38; Assmann/Schütze/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 56, 57; zur Auslegung in § 13 WpHG aF Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 20; Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 24.

³⁷⁷ Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 24; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 38.

³⁷⁸ Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 22; Kumpan, DB 2016, 2039 (2041); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 43; Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 51, der von „Informationslage“ spricht.

³⁷⁹ So auch Fischer, StGB, § 263 Rn. 6, der statt „Information“ den Begriff „Aussage“ verwendet.

³⁸⁰ Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.3 Art. 7 Rn. 10.

³⁸¹ Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.3 Art. 7 Rn. 11.

a) Tatsachen

Tatsachen sind alle der äußeren Wahrnehmung zugänglichen Geschehnisse oder Zustände der Vergangenheit oder Gegenwart, die dem Beweis zugänglich sind³⁸². Zukünftige Geschehnisse sind keine Tatsachen, da sie (noch) nicht bewiesen werden können. Ein Tatsachenbezug besteht jedoch in Bezug auf die Behauptung gegenwärtiger Bedingungen für ein in der Zukunft eintretendes Ereignis³⁸³.

Nach Art. 7 Abs. 2 MAR können auch zukünftige Ereignisse oder Umstände Gegenstand einer Insiderinformation sein, sofern ihr Eintreten vernünftigerweise erwartet werden kann³⁸⁴. Weiter lässt sich nach äußeren und inneren Tatsachen differenzieren. Äußere Tatsachen sind solche, die äußerlich wahrnehmbar und demnach dem Beweis zugänglich sind³⁸⁵. Dabei reicht die abstrakte Möglichkeit des Beweises der äußeren Tatsache aus. Die prinzipielle Beweisbarkeit einer Tatsache genügt ebenfalls, womit auch unmögliches oder aufgrund tatsächlicher Gegebenheiten nicht überprüfbares eine Tatsache sein kann³⁸⁶. Der Informant oder Informationsempfänger muss den Beweis nicht selbst führen können³⁸⁷. Innere Tatsachen³⁸⁸ werden unmittelbar durch Personen in einem internen Prozess der Willensbildung geschaffen. Dazu gehören Absichten, Pläne oder Vorhaben einer Person³⁸⁹.

b) Drittbezug bei inneren Tatsachen am Beispiel „Scalping“

Unter welchen Voraussetzungen innere Tatsachen als Insiderinformationen zu qualifizieren sind, war lange umstritten und auch Gegenstand divergierender Rechtsprechung des BGH und EuGH. Relevant ist diese Einordnung für eine Strafbarkeit des sogenannten „Scalpings“ als Insiderhandel³⁹⁰. Wie eingangs dargestellt sind Journalisten aufgrund ihres Berufes in besonderem Maße in der Lage, die öffentliche Meinung zu beeinflussen³⁹¹.

³⁸² Allgemeine Definition nach BGH, Urteil vom 31. März 1976, 3 StR 6/76 (S) = JR 1977, 28 (29).

³⁸³ Fischer, StGB, § 263 Rn. 7a, 12.

³⁸⁴ Zu den Kriterien für die Erwartbarkeit: Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 31, 32.

³⁸⁵ Assmann/Schütze/Buck-Heeb, § 8 Rn. 56.

³⁸⁶ Fischer, StGB, § 263 Rn. 6.

³⁸⁷ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 39.

³⁸⁸ Auch „innersubjektive Zustände“ genannt, so Fischer, StGB, § 263 Rn. 8.

³⁸⁹ Assmann/Schütze/Buck-Heeb, § 8 Rn. 56; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 40.

³⁹⁰ Dann müsste es sich bei der inneren Tatsache um eine Insiderinformation handeln. Nach heutiger Rechtslage verboten gem. Art. 14 a), 8 MAR, zuvor §§ 13 Abs. 1 Nr. 3, 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG aF.

³⁹¹ A.V.6 Sascha Opel – Der Aktionär.

Nach der Rechtsprechung des BGH³⁹² zur Rechtslage vor Inkrafttreten der MAR war bei inneren Tatsachen für deren Qualifikation als Insiderinformation ein sogenannter Drittbezug erforderlich. Gegenstand der Entscheidung war die Verurteilung eines Redakteurs der Fachzeitschrift „Der Aktionär“ unter anderem wegen der Durchführung verbotener Insidergeschäfte³⁹³ sowie der unerlaubten Erbringung von Finanzdienstleistungen³⁹⁴. Dem lag folgender Tatbestand zugrunde:

Der Redakteur war in der Öffentlichkeit, insbesondere in Fernsehsendungen, aufgetreten und hatte dort Anlageempfehlungen gegeben. Neben seiner journalistischen Tätigkeit beriet der Redakteur auch zwei Fonds, die die Empfehlungen des Redakteurs in der Regel ohne Rückfragen und zeitnah an der Börse umsetzten. Der Redakteur vereinbarte mit einem Komplizen, dass der Komplize zunächst private Gelder einwerben und diese anschließend in bestimmte Aktien investieren sollte. Diese Aktien empfahl der Redakteur anschließend im Rahmen seiner Anlageempfehlungen, woraufhin auch die von ihm beratenen Fonds in nicht unerheblichem Maße in diese Aktien investierten. Den so erzeugten Kursanstieg machten sich der Redakteur und sein Komplize anschließend zunutze, indem sie die vor der Anlageempfehlung zu einem günstigeren Preis erworbenen Aktien zu dem nach der Empfehlung gestiegenen Preis verkauften und entsprechende Gewinne erwirtschafteten³⁹⁵. Dieses Vorgehen wird auch als „Scalping“ bezeichnet³⁹⁶.

Der BGH kam zu dem Ergebnis, dass es sich bei dem Wissen des Redakteurs, dass er die von ihm bzw. von seinem Komplizen erworbenen Aktien anschließend empfehlen würde, schon um keine Information handele. Die Verwendung des Begriffes der Information in dem Sinne, dass eine Person sich über einen von ihr selbst gefassten Gedanken „informiert“, sei dem Sprachgebrauch fremd³⁹⁷. Informieren könne man sich vielmehr nur über solche Umstände, die einem selbst gerade noch nicht bekannt seien. Folglich könne es sich bei inneren Tatsachen wie Absichten, Plänen oder Vorhaben schon nicht um Informationen handeln. Für das Vorliegen einer Information sei vielmehr ein sogenannter „Drittbezug“ notwendig.

³⁹² BGH, Urteil vom 6. November 2003 – 1 StR 24/03 = NJW 2004, 302 (303).

³⁹³ Damals strafbar gem. §§ 13 Abs. 1 Nr. 3, 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG aF.

³⁹⁴ A. V. 6 Sascha Opel – Der Aktionär.

³⁹⁵ BGH, Urteil vom 6. November 2003 – 1 StR – 24/03 = NZG 2004, 91.

³⁹⁶ *Buck-Heeb*, § 6 Rn. 370; Zu dem Begriff: *Vogel*, NStZ 2004, 252.

³⁹⁷ BGH, Urteil vom 6. November 2003 – 1 StR – 24/03 = NZG 2004, 91 (92).

Demnach könne man sich zwar nicht selbst über seine eigenen Gedanken informieren, jedoch könnten Dritte über die eigenen Gedanken informiert werden. Somit handele es sich bei dem Entschluss des Redakteurs, die von ihm zuvor erworbenen Aktien anschließend zu empfehlen für ihn selbst um keine (Insider-)Information, für seinen Komplizen, der sich ja über fremde Gedanken informierte, hingegen schon. Folglich hat der BGH bei Eigengeschäften in Kenntnis von Kundenaufträgen, dem sogenannten „Frontrunning“, das Vorliegen von Insiderinformationen durch die Kenntnis der Anlageentscheidungen der Kunden bejaht³⁹⁸.

In der Literatur³⁹⁹ wurde hingegen die Auffassung vertreten, dass bereits die Kenntnis von der inneren Tatsache selbst einen sanktionswürdigen ungerechtfertigten Informationsvorteil darstelle und es gerade nicht auf ein Informieren über innere Tatsachen Dritter ankäme. Ferner spricht gegen die Auslegung des BGH, dass das Vorliegen einer Information bei mehreren Personen unterschiedlich zu beurteilen wäre.

So würde ein und dieselbe innere Tatsache für den Schöpfer der Tatsache keine (Insider-)Information darstellen, für Dritte jedoch schon. Gerade bei Absprachen zwischen mehreren Personen wird es jedoch regelmäßig kaum aufklärbar sein, welche der Personen den ursprünglichen Entschluss gefasst hat, über den sich die weiteren Personen dann informiert hätten. Auch aus generalpräventiver Sicht vermag die Auslegung des BGH nicht zu überzeugen. Ausgerechnet derjenige, der einen gemeinsamen Tatplan ursprünglich erdacht hat und somit maßgeblich an der Tat beteiligt war, könnte sich mangels einer Insiderinformation nicht wegen Insiderhandels strafbar machen.

Für die Auslegung des BGH spricht, dass sie dem Umstand Rechnung trägt, dass es sich bei dem Entschluss, ein Finanzinstrument zu erwerben oder zu veräußern, um einen internen Prozess der Willensbildung handelt, welcher im Kernbereich der eigenen Handlungsfreiheit stattfindet. Es ist einer jeden, auf Gewinnerzielung ausgerichteten Anlagestrategie immanent, dass Entschlüsse gefasst werden, Finanzprodukte zu einem bestimmten Zeitpunkt zu kaufen oder zu verkaufen⁴⁰⁰.

³⁹⁸ BGH, Urteil vom 6. November 2003 – 1 StR – 24/03 = NZG 2004, 91 (92); Frontrunning wird in Art. 7 Abs. 1 lit. d) MAR ausdrücklich erfasst.

³⁹⁹ Mühlbauer/Gaede, LSK 2005, 080650; Dazu: Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 23.

⁴⁰⁰ So auch Erwägungsgrund Nr. 30 Richtlinie 2003/6/EG.

Jeder Marktteilnehmer verfügt über einen exklusiven Zugang zu seinen eigenen zukünftigen Investitionsentscheidungen. Dieser bloße Entschluss, welcher auf den unterschiedlichsten Erwägungen und Motiven beruhen kann, führt zu keinem besonderen Informationsgefälle zwischen der Person, die den Entschluss gefasst hat und den übrigen Anlegern, welches die Anwendung des Insiderrechts erfordern würde, da jeder Teilnehmer Zugang zu seinen jeweiligen inneren Tatsachen hat.

Der EuGH schloss sich der Auslegung des Informationsbegriffes des BGH nicht an. Gegenstand der Entscheidung des EuGH⁴⁰¹ war die Strafbarkeit einer Gruppe von Hauptaktionären und Vorstandsmitgliedern einer griechischen Gesellschaft. Die Gruppe hatte, um den Aktienkurs der Gesellschaft zu stützen, vereinbart, untereinander Börsengeschäfte mit Wertpapieren der Gesellschaft zu tätigen. Dadurch sollten die Umsätze der Aktie künstlich erhöht werden, um einen höheren Marktwert zu suggerieren. Der EuGH entschied ohne nähere Begründung⁴⁰², obwohl der fehlende Drittbezug vorgebracht worden war⁴⁰³, dass es sich bei dieser Absprache zum wechselseitigen Handel mit den Aktien der Gesellschaft um eine Insiderinformation⁴⁰⁴ handelte.

Für das Vorliegen einer Insiderinformation sprach der Erwägungsgrund Nr. 30 der damals geltenden Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG⁴⁰⁵. Dieser erläutert, dass dem Erwerb oder der Veräußerung von Finanzinstrumenten notwendigerweise eine entsprechende Entscheidung der Person vorausgehen müsse, die erwirbt oder veräußert und deshalb die Tatsache dieses Erwerbs oder dieser Veräußerung als solche nicht *als Verwendung* von Insiderinformationen gelten solle. Der Erwägungsgrund Nr. 31 zur MAR ist bis auf die Verwendung des Begriffes der Nutzung von Insiderinformationen statt der Verwendung wortgleich.

⁴⁰¹ EuGH, Urteil vom 10. Mai 2007 – C-391/04 = NZG 2007, 749 (Georgakis-Urteil).

⁴⁰² EuGH, Urteil vom 10. Mai 2007 – C-391/04 Rn. 33 = NZG 2007, 749 (750) (Georgakis-Urteil).

⁴⁰³ GA Mangozzi, Schlussanträge vom 26. Oktober 2006 – Rs. C-391/04 Rn. 58f.

⁴⁰⁴ Im Sinne des Art. 1 Abs. 1 der damals anwendbaren Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insidergeschäfte.

⁴⁰⁵ Dazu: Schwark/Zimmer/Kumpán/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 23.

Beide Erwägungsgründe implizieren das Vorliegen einer Insiderinformation und verneinen lediglich das Tatbestandsmerkmal der Verwendung bzw. Nutzung⁴⁰⁶ der Insiderinformation, womit nach diesen Erwägungsgründen ein Drittbezug für das Vorliegen einer Insiderinformation weder in der Marktmissbrauchsrichtlinie aus 2003 noch in der MAR notwendig ist⁴⁰⁷.

Die Erwägungsgründe zur MAR sind bei diesem Aspekt jedoch widersprüchlich. Entgegen der Wertung des Erwägungsgrundes Nr. 31 zur MAR heißt es in Erwägungsgrund Nr. 54, dass Informationen über die eigenen Handelspläne und Strategien des Marktteilnehmers nicht als Insiderinformationen betrachtet werden sollen, obwohl Informationen über die Handelspläne und Strategien Dritter Insiderinformationen sein können. Der Erwägungsgrund Nr. 54 knüpft daher wieder an den vom BGH vorausgesetzten Drittbezug an und steht damit in einem Widerspruch zu Erwägungsgrund Nr. 31 und auch zu Art. 9 Abs. 5 MAR.

Art. 9 Abs. 5 MAR regelt, dass für die Zwecke der Art. 15 (Verbot der Marktmanipulation) und 14 (Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen) die bloße Tatsache, dass eine Person ihr Wissen darüber, dass sie beschlossen hat, Finanzinstrumente zu erwerben oder zu veräußern, beim Erwerb oder der Veräußerung dieser Finanzinstrumente nutzt, an sich noch **keine Nutzung** von Insiderinformationen darstellt. Wie Erwägungsgrund Nr. 31 setzt somit auch Art. 9 Abs. 5 MAR das Vorliegen einer Insiderinformation voraus.

Nach überwiegender Ansicht handelt es sich bei der Formulierung des Erwägungsgrundes Nr. 54 um ein Redaktionsversehen des europäischen Gesetzgebers⁴⁰⁸. Dies wird zum einen auf die starke Ähnlichkeit zu Erwägungsgrund Nr. 12 REMIT⁴⁰⁹ zurückgeführt⁴¹⁰ und zum anderen deutet die Stellung des Erwägungsgrundes Nr. 54 auf ein Versehen des Gesetzgebers hin. Erwägungsgrund Nr. 54 steht nicht im Umfeld der Erwägungsgründe zum Insiderverbot, sondern bei den Erwägungsgründen, die sich mit der Ad-hoc-Publizität befassen⁴¹¹. Entscheidend ist jedoch, dass der Erwägungsgrund Nr. 54 in einem klaren Widerspruch zu Art. 9 Abs. 5 MAR

⁴⁰⁶ Beispiele: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, § 8 Rn. 85, 86.

⁴⁰⁷ Zustimmend: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, § 8 Rn. 82, 83; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 24.

⁴⁰⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 26; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 1 Rn. 48; Assmann/Schütze/Buck-Heeb, § 8 Rn. 81 - 83; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 24; a.A. Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 42.

⁴⁰⁹ Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 vom 25. Oktober 2011 über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandelsmarktes.

⁴¹⁰ Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 23; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 26.

⁴¹¹ Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 24.

steht⁴¹². Diese Regelung wäre gegenstandslos, da es auf eine Nutzung der Information gar nicht ankäme, weil schon keine Insiderinformation vorläge.

Die Einordnung von inneren Tatsachen als Insiderinformation wird teilweise kritisch gesehen, da diese Einordnung ein Offenlegungsverbot nach Art. 10, 14 lit. c) MAR⁴¹³ nach sich zieht. Demnach könnte bereits der bloße Meinungsaustausch über innere Tatsachen, beispielsweise die Äußerung von Rücktrittsgedanken einer Vorstandsvorsitzenden gegenüber ihrem Ehemann, unter das Offenlegungsverbot für Insiderinformationen fallen, was einen erheblichen Eingriff in die Meinungsfreiheit darstellen würde. Um eine solche Vorverlagerung des Offenlegungsverbotes und eine damit einhergehende Beschränkung der Meinungsfreiheit, insbesondere im persönlichen Lebensbereich, zu verhindern, soll eben jener persönliche Lebensbereich vom Anwendungsbereich des Art. 7 MAR ausgenommen sein⁴¹⁴.

Überzeugender ist eine Begrenzung des Anwendungsbereichs des Art. 7 MAR über das Merkmal der Kurzspezifität, also der Konkretheit der Information. So hat der BGH bei der Mitteilung der Rücktrittsüberlegungen eines Vorstandsvorsitzenden gegenüber seiner Ehefrau das Vorliegen einer Insiderinformation abgelehnt, da allein die Überlegungen zu einem Rücktritt, ohne dass bereits ein konkreter Beschluss gefasst worden ist, keinen hinreichenden Bezug zu dem Aktienkurs des Unternehmens hatten, dessen Vorstandsvorsitzender der Ehemann war⁴¹⁵. Eine Begrenzung des Anwendungsbereiches des Art. 7 MAR bei Äußerungen von inneren Tatsachen im privaten Umfeld ist zum Schutz der Meinungsfreiheit nicht erforderlich. Eine solche Einschränkung lässt sich durch das Ablehnen des Merkmals Information kaum überzeugend herleiten, zumal ein Ausgleich zur Meinungsfreiheit auch über das Merkmal der Kursspezifität erreicht werden kann.

Ob Scalping nun in den Anwendungsbereich des Art. 7 MAR fällt, wird dennoch nicht einheitlich beantwortet. Teile der Literatur lehnen dies mit dem Argument ab, dass ein verständiger

⁴¹² Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 26; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 24; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 23.

⁴¹³ Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen; Dazu: C.II Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.

⁴¹⁴ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 41, 42.

⁴¹⁵ BGH, Beschluss vom 23. April 2013 – II ZB 7/09 Rn. 19 = NZG 2013, 708 (711).

Anleger im Sinne des Art. 7 Abs. 4 MAR seine Anlageentscheidung gerade nicht auf die Empfehlung eines Scalpers stützen würde, sondern diese als „noise“, also als eine nicht auf den Fundamentalwert bezogene Anlageentscheidung, erkennen würde⁴¹⁶.

Dem wird entgegengehalten, dass der Scalper gerade das Verhalten der Empfänger seiner Anlageempfehlung in seinen Entschluss, Finanzinstrumente zu erwerben, einbezieht und somit ein Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot vorliegt⁴¹⁷. Diese Ansicht ist vorzugswürdig. Wenn die Empfänger der Anlageempfehlung diese als reine „noise“ erkennen würden, würde die von dem Scalper beabsichtigte Kursreaktion ausbleiben und mit ihr auch der erhoffte Wertzuwachs des Finanzproduktes. Demnach setzt jedenfalls ein „erfolgreiches“ Scalping gerade voraus, dass eine erhebliche Anzahl von Anlegern die Anlageempfehlung des Scalpers zur Grundlage ihrer Anlageentscheidung macht und sie gerade nicht als „noise“ erkennt.

c) Meinungen und Werturteile

Journalisten kommen aufgrund ihres Berufes typischerweise mit Meinungen und Werturteilen in Kontakt, etwa im Rahmen von Interviews. Da es sich bei den Interviewpartnern eines Journalisten regelmäßig um besonders exponierte Persönlichkeiten handelt, deren Meinung oder Bewertung eines bestimmten Sachverhaltes von öffentlichem Interesse ist, sind Journalisten regelmäßig mit der Frage konfrontiert, ob die Meinungen und Bewertungen, die ihnen im Rahmen eines Interviews zur Kenntnis gelangen, Insiderinformationen im Sinne des Art. 7 MAR darstellen können.

Meinungen und Werturteile sind gekennzeichnet durch ein persönliches Element des Dafür- oder Dagegenhaltens und somit nicht dem Beweis zugänglich. Allerdings werden die wertenden Elemente häufig mit äußeren Geschehnissen und Zuständen vermischt, sodass sich die Äußerung nicht mehr ausschließlich als Meinung oder Tatsache qualifizieren lässt, sondern vielmehr eine Mischform darstellt. Auf der Ebene des Informationsbegriffes ist eine Abgrenzung zwischen Tatsachen und Werturteilen daher entbehrlich, sofern der geäußerten Meinung ein erkennbarer Tatsachenkern zugrunde liegt⁴¹⁸.

⁴¹⁶ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 27; wohl zustimmend Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Art. 7 Rn. 41.

⁴¹⁷ Assmann/Schütze/Buck-Heeb, § 8 Rn. 87; Schwark/Zimmer/Kumpfan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 23.

⁴¹⁸ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014, Art. 7 Rn. 50; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 24; Ellenberg/Bunte/Hopt/Kumpfan, § 86 Rn. 44; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) NR.596/14, Rn. 19; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 37; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 46.

Die insiderrechtliche Relevanz von Meinungen richtet sich nach diesem Tatsachenkern. Dabei ist sauber danach zu differenzieren, ob und in welchem Umfang der Tatsachenkern der Einschätzung überhaupt mitgeteilt wird⁴¹⁹. Außerdem ist auf die Person des Meinungsträgers abzustellen. Den Werturteilen von Ratingagenturen⁴²⁰, renommierten Analysten oder anerkannten Persönlichkeiten des öffentlichen Lebens kann dabei eine besondere Bedeutung zukommen⁴²¹. Gerade bei solchen insiderrechtlich bedeutenden Meinungsäußerungen liegen mehrere Tatsachen vor. Zum einen die Tatsache, dass beispielsweise eine Ratingagentur zu einem bestimmten Ratingergebnis gekommen ist und zum anderen die Tatsachen, die Grundlage für dieses Ratingergebnis sind⁴²². Folglich können Meinungen oder Bewertungen grundsätzlich eine Insiderinformation darstellen, sofern sie die weiteren Anforderungen des Art. 7 MAR, insbesondere das der Kurserheblichkeit, erfüllen

d) Verwertung öffentlich zugänglicher Informationen

Insbesondere Wirtschaftsjournalisten sind darauf angewiesen ihre aufwändig recherchierten Ergebnisse veröffentlichen zu können, ohne in den Anwendungsbereich der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen gem. Art. 14 lit. c), Art. 10 MAR zu geraten⁴²³. Ein Großteil der journalistischen Arbeit besteht in der Recherche von öffentlich zugänglichen Informationen und deren Einordnung und Aufbereitung für den Leser. Wenn es sich bei diesen Informationen, die Grundlage eines jeden journalistisch fundierten Beitrages sind, um Insiderinformationen im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR handeln würde, könnte dies die Veröffentlichungsmöglichkeiten des Journalisten massiv beeinträchtigen, sofern die Tatbestandsausnahmen des Art. 10 MAR nicht einschlägig sind⁴²⁴. Der Journalist müsste, um keine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen zu begehen, seine Beiträge so veröffentlichen, dass die in seinen Beiträgen enthaltenen Informationen öffentlich bekannt im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR werden⁴²⁵ und durch die Veröffentlichung selbst ihre Eigenschaft als Insiderinformation verlieren.

⁴¹⁹ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 73, 74; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 50; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) NR.596/14, Rn. 19; Fuchs/Mennicke/Jakovou, § 13 Rn. 39.

⁴²⁰ Art. 10 Abs. 2a Rating-VO (EG) Nr. 1060/2009 (01.01.2019) fingiert das Vorliegen einer Insiderinformation.

⁴²¹ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) NR.596/14, Rn. 19; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 37; Park/Hilgedorf/Kusche, Kap. 7.3 Art. 7 Rn. 33.

⁴²² Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 50; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 73; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) NR.596/14, Rn. 19; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 46.

⁴²³ Beispielhaft: A.V.2 Renate Daum und ComRoad.

⁴²⁴ C.II.3 Unrechtmäßigkeit der Offenlegung.

⁴²⁵ Dazu: C.I.2 Nicht öffentlich bekannt.

Nach der überwiegenden Auffassung, die insbesondere von der BaFin vertreten wird, hätte eine solche Veröffentlichung in einer großen, überregionalen Tageszeitung, einer Fachzeitschrift oder einem elektronischen Informationsverbreitungssystem zu erfolgen⁴²⁶. Eine Veröffentlichung durch den Journalisten selbst, etwa auf dem eigenen Blog oder in einem sozialen Netzwerk, wäre hingegen nicht ausreichend, um eine öffentliche Bekanntheit der Information herzustellen⁴²⁷. Der Journalist wäre somit gezwungen, den Artikel in einem solchen Medium, welches die in dem Artikel enthaltenen Insiderinformationen öffentlich bekannt machen kann, zu veröffentlichen, was ihn in seiner journalistischen Freiheit massiv beschränken würde⁴²⁸.

Neben diesem Konflikt mit der Pressefreiheit würde eine Anwendung des Insiderrechts auf solche Informationen, die auf Grundlage öffentlich bekannter Umstände entstanden sind, auch dem Zweck des Insiderrechts zuwiderlaufen. Das Insiderrecht soll gerade solche Marktteilnehmer schützen, die die Informationseffizienz des Kapitalmarktes fördern und so für eine volkswirtschaftlich sinnvolle Kapitalallokation sorgen⁴²⁹. Dies geschieht dadurch, dass Marktteilnehmer die für den Kapitalmarkt verfügbaren Informationen erfassen, bewerten und aufgrund dieser Informationen – als verständige Anleger im Sinne des Art. 7 Abs. 4 MAR – am Kapitalmarkt aktiv werden. Gerade durch ein solches Verhalten werden tatsächliche Wertentwicklungen der Emittenten am Kapitalmarkt „eingepreist“. Somit sind das Sammeln und Bewerten von Informationen und die Verwertung dieser Informationen am Kapitalmarkt gerade die Verhaltensweisen, welche vom europäischen Gesetzgeber erwünscht sind⁴³⁰. Es würde somit dem Sinn und Zweck der MAR zuwiderlaufen, ein solches erwünschtes Verhalten durch insiderrechtliche Verbote zu untersagen.

aa) Lösung nach dem WpHG aF

Um klarzustellen, dass das Sammeln und Verwerten öffentlich bekannter Informationen gerade erwünscht ist und nicht in den Anwendungsbereich des Insiderrechts fallen soll, wurde in § 13 Abs. 2 WpHG aF⁴³¹ ausdrücklich erwähnt, dass eine Bewertung, die ausschließlich auf Grund

⁴²⁶ C.I.2.f) Einzelfälle.

⁴²⁷ C.I.2.h) Soziale Medien.

⁴²⁸ Im Ergebnis auch: Schwark/Zimmer/*Kumpen/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 256.

⁴²⁹ B.I.1.b)bb) Allokative Funktionsfähigkeit.

⁴³⁰ *Klöhn*, WM 2016, 1666 (1667) mit Beispiel; *Klöhn/Klöhn*, Art. 7 Rn. 333; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 51; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 38; Schwark/Zimmer/*Kumpen/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 256.

⁴³¹ In der vor dem 02.07.2016 geltenden Fassung.

öffentlich bekannter Umstände erstellt wird, keine Insiderinformation ist, selbst wenn sie den Kurs von Insiderpapieren beeinflussen kann⁴³². Somit wurde auch Intermediären wie Ratingagenturen, Finanzanalysten oder Wirtschaftsjournalisten die Möglichkeit gegeben, allgemein zugängliche Daten zu sammeln und in einer regelgeleiteten Form auszuwerten, ohne dass sie selbst oder die Konsumenten ihrer Veröffentlichungen mit dem Insiderrecht in Konflikt geraten.

Dem steht auch der Grundsatz des gleichberechtigten Informationszugangs (equal access) nicht entgegen, da die Veröffentlichungen gerade auf allgemein zugänglichen Informationen beruhen und sich lediglich Unterschiede in der Erfassung und Bewertung der Informationen ergeben⁴³³. Das Ausbeuten einer besseren Analyse- und Bewertungsfähigkeit in Bezug auf öffentlich bekannte Informationen verstößt nicht gegen den Equal-access-Grundsatz, da dieser sich auf den Zugang zu den Informationen selbst bezieht⁴³⁴.

bb) Auslegung nach Erwägungsgrund Nr. 28 zur MAR

In der MAR wurde die grundsätzliche Wertung des § 13 Abs. 2 WpHG aF aufgenommen. Nach Erwägungsgrund Nr. 28 S. 1 zur MAR stellen Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben erstellt wurden, grundsätzlich keine Insiderinformationen dar.

Allerdings enthält der S. 2 des Erwägungsrundes Nr. 28 zur MAR eine Rückausnahme, wonach **beispielsweise**, wenn die Veröffentlichung oder Verbreitung der Informationen vom Markt routinemäßig erwartet wird und die Veröffentlichung und Verbreitung zur Preisbildung von Finanzinstrumenten beiträgt oder Ansichten eines anerkannten Marktkommentators oder einer Institution, die die Preise verbundener Finanzinstrumente beeinflussen können enthält, diese Informationen Insiderinformationen darstellen **können**. Weiter heißt es in S. 3, dass, um festzustellen, ob die Marktteilnehmer auf Grundlage der Insiderinformationen handeln würden, sie berücksichtigen müssen, in welchem Umfang die Informationen nichtöffentlich sind und welche Auswirkungen auf Finanzinstrumente möglich wären, wenn sie vor der Veröffentlichung oder Verbreitung handeln würden.

⁴³² Zum Vergleich: Erwägungsgrund Nr. 13 Marktmissbrauchs-RL 2003/125/EG: „Aufgrund von öffentlichen Angaben erstellte Bewertungen können nicht als Insider-Informationen angesehen werden; damit sind auch alle aufgrund dieser Art von Bewertung getätigten Geschäfte keine ‚Insider-Geschäfte‘ im Sinne dieser Richtlinie.“

⁴³³ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 51; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 39; Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 332; zur Informationseffizienz des Kapitalmarktes B.I.1.b)bb); *Klöhn*, WM 2016, 1665; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 256.

⁴³⁴ *Klöhn*, WM 2016, 1665; B.I.1.a) Fairness und Chancengleichheit.

Satz 3 des Erwägungsgrundes könnte so missverstanden werden, dass die Marktteilnehmer selbst darauf achten müssten, welche Auswirkungen ihr Handeln auf den Kurs der jeweiligen Finanzinstrumente haben könnte, wenn sie diese vor der Veröffentlichung der Information handeln würden. Tatsächlich kommt es jedoch auf die Auswirkungen der Veröffentlichung der Analysen und Bewertungen auf den Kurs des Finanzinstruments an und nicht auf die Auswirkungen des Handelns der Marktteilnehmer auf den Kurs des Finanzinstruments⁴³⁵. Dies wird insbesondere in der englischen Fassung⁴³⁶ deutlich.

Die Rückausnahmen in S. 2 und 3 des Erwägungsgrundes Nr. 28 zur MAR stießen in der Literatur auf zum Teil heftige Kritik⁴³⁷. Gegenstand der Kritik ist vor allem die durch die Rückausnahme in S. 2 des Erwägungsgrundes Nr. 28 entstandene Rechtsunsicherheit. Diese entsteht dadurch, dass die Rückausnahme in S. 2 lediglich nichtabschließende Beispiele aufzählt, bei denen Insiderinformationen ausnahmsweise vorliegen können. Wirklich subsumierbare Tatbestandsmerkmale für das Vorliegen einer Rückausnahme zum Grundsatz aus S. 1 fehlen hingegen völlig.

Auch im Hinblick auf den bereits aufgeworfenen Konflikt mit der Pressefreiheit ist die Rückausnahme in S. 2 des Erwägungsgrundes Nr. 28 problematisch. Ob ein Journalist als ein „anerkannter Marktkommentator“ anzusehen ist, der durch seine Veröffentlichungen „die Preise verbundener Finanzinstrumente beeinflussen kann“ und ab welchen potenziellen Beeinflussungsgrad dies der Fall sein soll, lässt sich kaum rechtssicher beantworten. Auch die Erläuterung in S. 3 hilft nicht weiter, da sich diese auf die Information selbst bezieht und nicht auf die veröffentlichende Person. Gleichzeitig ist die Frage, ob es sich um eine Insiderinformation handelt oder nicht, für den Veröffentlichenden von enormer Bedeutung, da er im Falle des Vorliegens einer Insiderinformation diese öffentlich bekannt machen müsste, um einer möglichen Strafbarkeit wegen unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen gem. Art. 14 lit. c) MAR

⁴³⁵ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 331; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 52; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 42; Klöhn, WM 2016, 1665 (1666); Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 260; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 60b.

⁴³⁶ „Market actors must therefore consider the extent to which the information is non-public and the possible effect on financial instruments traded in advance of its publication or distribution.“

⁴³⁷ Klöhn, WM 2016, 1665: „Erwägungsgründe von einer geradezu stümperhaften Qualität“; Klöhn, AG 2016, 423 (427); kritisch auch: Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 52; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 41; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 260.

zu entgehen. Eine vorherige Verwertung der Analyse oder Bewertung würde ferner Insiderhandel im Sinne des Art. 14 lit. a) MAR darstellen.

cc) Auswirkungen auf Finanzanalysten und Journalisten

Problematisch wäre ein solches Verständnis insbesondere für Finanzanalysten sowie für Journalisten, die mit einer ähnlichen Methodik arbeiten. Finanzanalysten sind Informationsintermediäre im Kapitalmarkt⁴³⁸, deren Tätigkeit in der Beschaffung, Überprüfung, Verarbeitung, Interpretation und strategischen Einordnung der von den Emittenten veröffentlichten oder über diese existierenden öffentlich zugänglichen Informationen liegt. Ihre Informationen beziehen Analysten beispielsweise aus Jahresabschlüssen, Quartalsberichten, Ad-hoc-Mitteilungen, Berichten in der Finanzpresse, Branchenberichten und anderen Quellen, die nicht jedem unmittelbar zugänglich sind, wie Analystenkonferenzen oder Unternehmenspräsentationen⁴³⁹. Die Analyse selbst erfolgt dabei in regelgeleiteter Form anhand objektiver Kriterien, wobei subjektive Bewertungsmaßstäbe des jeweiligen Analysten eine sehr untergeordnete Rolle spielen⁴⁴⁰. In diesem Umstand liegt der entscheidende Unterschied zu bloßen Meinungen oder Werturteilen eines Analysten, die gerade durch ein subjektives Dafürhalten geprägt sind.

Innerhalb der Finanzanalysten kann zwischen Buy-side und Sell-side-Analysten unterschieden werden. Buy-side-Analysten sind in der Regel für institutionelle Anleger wie Vermögensverwalter, Pensionsfonds oder Versicherungen tätig und erstellen ihre Publikationen regelmäßig für den internen Gebrauch, da sich aus ihren Analysen auch Rückschlüsse auf die Investmentstrategien ihres Arbeitgebers ziehen lassen. Sell-side-Analysten erstellen Analysen, die an eine Vielzahl von Kunden des (Bank-)Instituts (institutionelle und private) entweder aufgrund einer vertraglichen Vereinbarung verteilt oder durch öffentliche Verbreitung, insbesondere in Form von Berichterstattung durch die Presse, zugänglich gemacht werden. Die institutionellen Empfänger dieser Analysen wickeln im Gegenzug ihre Transaktionen über die Unternehmen ab, die ihnen die Analysen zur Verfügung gestellt haben. Die Analysen der Sell-side-Analysten dienen somit der Nachfrageunterstützung für die Dienstleistungen ihres Arbeitgebers⁴⁴¹.

⁴³⁸ Seibt, ZGR 2006, 501 (504); Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 1; Schwark/Zimmer/Kumpan/Zimmer, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 254; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 60.

⁴³⁹ Claussen, AG 1997, 306 (311); Drygala, WM 2001 Heft 28, 1313 (1317); Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 1.

⁴⁴⁰ Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 38; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014, Rn. 32.

⁴⁴¹ Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 2.

Insbesondere die Analysten oder Journalisten, deren Analysen besonders anerkannt sind und von einer großen Anzahl an Marktteilnehmern gelesen und befolgt werden, würden durch ihre Analyse eine Insiderinformation erzeugen, welche für ihre Kunden oder Leser nicht brauchbar ist, da eine Verwertung Insiderhandel darstellen würde⁴⁴². Der Analyst oder Journalist könnte seine Analyse somit nur veröffentlichen, wenn er durch die Veröffentlichung eine öffentliche Bekanntheit der Analyse herstellt.

Zwar steht die Entgeltlichkeit des Zugangs zu einer Information einer öffentlichen Bekanntheit nicht per se entgegen⁴⁴³, jedoch liegt der zentrale wirtschaftliche Wert der Analyse darin, dass die Personen, die Zugang zu diesen Analysen haben, einen Verwertungsvorteil im Hinblick auf die dem breiten Anlegerpublikum zugänglichen Informationen über ein Finanzprodukt haben und diesen Erkenntnisvorteil in eine Arbitragemöglichkeit umwandeln können und damit die Informationseffizienz des Kapitalmarktes sicherstellen. Eine Pflicht zur öffentlichen Bekanntmachung der Analysen – quasi eine Sozialisierung von Analystenwissen⁴⁴⁴ – aufgrund des Insiderrechts würde jegliche wirtschaftliche Anreize zur Erstellung von Analysen beseitigen und somit letztlich die Informationseffizienz des Kapitalmarktes schädigen.

dd) Teleologische Reduktion von Erwägungsgrund Nr. 28 S. 2 zur MAR

Um diese ungewollte⁴⁴⁵ Beeinträchtigung der Informationseffizienz und damit der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu begrenzen, ist der Anwendungsbereich der Rückausnahme des zweiten Satzes des Erwägungsgrundes Nr. 28 teleologisch auf solche Bewertungen und Analysen zu reduzieren, die erstellt werden, um veröffentlicht oder verbreitet zu werden⁴⁴⁶ und bei denen die weiteren Voraussetzungen der Regelbeispiele vorliegen⁴⁴⁷.

Schon die Entstehungsgeschichte der Erwägungsgründe zur MAR legt eine solche Auslegung nahe. Der Entwurf vom 20.11.2012⁴⁴⁸ enthielt eine Beschränkung auf solche Bewertungen und

⁴⁴² Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 42.

⁴⁴³ C.I.2.c) Zugang zu Informationen für das breite Anlegerpublikum.

⁴⁴⁴ Klöhn, WM 2016, 1665 (1666).

⁴⁴⁵ Vgl. Erwägungsgrund Nr. 2 zur MAR, wonach diese insbesondere ein integrierter, effizienter und transparenter Wertpapiermarkt fördern soll.

⁴⁴⁶ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 53; Klöhn, WM 2016, 1665 (1669); Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 43; Schwark/Zimmer/Kumpian/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 262, 263; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpian, § 86 Rn. 60a.

⁴⁴⁷ Dazu: C.I.1.d)ee) Weitere Voraussetzungen der Rückausnahme.

⁴⁴⁸ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) – Presidency compromise, Ratsdok. 16416/12 vom 20.11.2012, (16g); „unless they are intended for distribution channels or for the public“.

Analysen, die mit Veröffentlichungs- oder Verbreitungszweck erstellt worden sind. Zwar wurde die Formulierung letztlich nicht in Erwägungsgrund Nr. 28 zur MAR übertragen, jedoch wird durch diese ursprüngliche Fassung klarer, welchen Adressatenkreis die Rückausnahme in Erwägungsgrund Nr. 28 S. 2 zur MAR eigentlich haben sollte⁴⁴⁹. Dies ergibt sich auch aus der Auswahl der Beispiele für mögliche Insiderinformationen, bei denen es um solche Analysen und Bewertungen geht, die zu Veröffentlichungs- und Verbreitungszwecken erstellt worden sind.

Wenn die Veröffentlichung und Verbreitung der Analysen oder Bewertungen bereits routinemäßig erwartet werden, liegt eine Erstellung gerade zu diesem Zweck nahe. Auch Marktkommentatoren kommentieren gerade für die Öffentlichkeit oder jedenfalls das breite Anlegerpublikum. Eine Beeinflussungsmöglichkeit der Ansichten bestimmter Institute auf Preise verbundener Finanzinstrumente setzt ebenfalls deren Veröffentlichung voraus. Die Besonderheit der in S. 2 des Erwägungsgrundes Nr. 28 genannten Beispiele besteht darin, dass nicht nur eine für das Vorliegen einer Insiderinformation ohnehin notwendigen Kursrelevanz vorliegen kann, sondern dass diese Kursrelevanz schon aufgrund der veröffentlichenden Personen oder Institutionen und deren Wahrnehmung durch die Öffentlichkeit besonders naheliegt⁴⁵⁰.

Ein solch enges Verständnis der Rückausnahme in S. 2 des Erwägungsgrundes Nr. 28 würde ferner die bereits dargelegten negativen Auswirkungen auf die Informationseffizienz des Kapitalmarktes deutlich verringern. Die klassische Tätigkeit eines Buy-side-Analysten, die darin besteht, aus den verfügbaren Informationen Rückschlüsse zu ziehen und insbesondere Arbitragemöglichkeiten für seinen Arbeitgeber zu identifizieren, wäre von der Rückausnahme in S. 2 nicht erfasst, da diese Analysen nicht zur Veröffentlichung oder Verbreitung bestimmt sind⁴⁵¹. Vielmehr soll aufgrund der Analyse die identifizierte Arbitragemöglichkeit unmittelbar ausgeschöpft werden, womit die Tätigkeit als Finanzanalyst wirtschaftlich nutzbar wird und ein entsprechender Anreiz besteht Analysen zu erstellen und am Markt umzusetzen und so die Informationseffizienz des Kapitalmarktes zu stärken⁴⁵².

⁴⁴⁹ Klöhn, WM 2016, 1665 (1669); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 53; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 43; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 264.
⁴⁵⁰ Klöhn, WM 2016, 1665 (1669); Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 43.

⁴⁵¹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 53; Klöhn, WM 2016, 1665 (1669); im Ergebnis auch: Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 62, da es mangels Veröffentlichung der Analyse schon an einem erheblichen Kursbeeinflussungspotenzial fehlt.

⁴⁵² Zur Informationseffizienz durch Buy-side Analysen Drygala, WM 2001 Heft 28, 1313 (1317).

Sell-side-Analysten und Journalisten könnten hingegen in den Anwendungsbereich der Rückausnahme fallen, da deren Analysen gerade zur Veröffentlichung bestimmt sind, was insbesondere auf die Beispiele in S. 2 des Erwägungsgrundes Nr. 28 zur MAR zutrifft⁴⁵³. Wenn beispielsweise eine Investmentbank regelmäßig Kursziele für bestimmte Finanzprodukte veröffentlicht und diese Veröffentlichungen in der Vergangenheit schon einen Einfluss auf die Kursentwicklung der betreffenden Finanzprodukte hatten, kann derjenige, der Kenntnis von der bevorstehenden Erwartung der Analysten hat, sich allein durch die Kenntnis des Inhalts der Erwartung und dem Zeitpunkt der Veröffentlichung einen kursrelevanten Informationsvorteil verschaffen. Dann würde nicht die Analyse der öffentlich bekannten Informationen als solche wirtschaftlich verwertet werden, was insiderrechtlich unbedenklich wäre, sondern gerade der privilegierte Zugang zu Informationen, namentlich dem Inhalt der Analyse und dem Zeitpunkt der Veröffentlichung⁴⁵⁴. Dies gilt umso mehr für die Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines journalistischen Beitrages.

ee) Weitere Voraussetzungen der Rückausnahme

Dies führt jedoch nicht dazu, dass Sell-side-Analysen und Journalisten automatisch von der Rückausnahme gem. Erwägungsgrund Nr. 28 S. 2 zur MAR erfasst werden. Darüber hinaus müssen auch die weiteren Anforderungen der dort genannten Regelbeispiele erfüllt sein. Entweder muss die Veröffentlichung der Analyse durch den Markt routinemäßig erwartet werden und so zur Preisbildung beitragen oder sie muss von einem Urheber mit einer besonderen Reputation stammen⁴⁵⁵. Die Veröffentlichung der Bewertung oder Analyse meint dabei das Herstellen einer breiten Öffentlichkeit, während eine Information schon dann verbreitet ist, wenn sie einer großen Anzahl von Personen als Vorstufe zur breiten Öffentlichkeit zugänglich gemacht wurde⁴⁵⁶.

⁴⁵³ Klöhn, WM 2016, 1665 (1670); Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 85; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 263 und Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 60a sprechen von einem ungerechtfertigten Doppelprofit, wenn Analysten sowohl Sell-side als auch Buy-side tätig sind.

⁴⁵⁴ Zur Beurteilung im Hinblick auf die Präzision einer solchen Information: C.I.3.f) AMF/LVMH-Entscheidung.

⁴⁵⁵ Klöhn, WM 2016, 1665 (1671); Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 44.

⁴⁵⁶ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 61; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 44; Klöhn, WM 2016, 1665 (1670); Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 60a.

Prototyp einer routinemäßig erwarteten Analyse mit Beitrag zur Preisbildung sind Ratings anerkannter Ratingagenturen⁴⁵⁷, wie die der „big three“ Moody's, FitchRating und Standard&Poor's. Deren Ratings gelten schon gem. Art. 10 Abs. 2a Rating-VO (EG) Nr. 1060/2009 (01.01.2019) als Insiderinformationen. Bei Sell-side-Analysen hängt das Vorliegen eines Preiseinflusses von den Umständen des Einzelfalles, wie der Menge der zu diesem Finanzprodukt existierenden Analysen, der Marktkapitalisierung oder der Komplexität des jeweiligen Finanzproduktes ab, wobei es an einem Beitrag zur Preisbildung regelmäßig fehlen wird, wenn in den Analysen lediglich ohnehin bekannte Informationen zusammengetragen werden⁴⁵⁸. Entsprechende Kriterien gelten für die Einordnung von Journalisten.

Anerkannter Marktkommentator kann nach dem natürlichen Sprachgebrauch nur eine natürliche Person sein, da die Anerkennung eines Kommentators regelmäßig von dessen persönlichen Eigenschaften wie Erfahrung, Expertise und Intuition abhängen. Wenn eine Analyse von einer juristischen Person, Personenvereinigung, Anstalt oder Behörde veröffentlicht wird, kann darin eine Institution im Sinne der dritten Variante des S. 2 des Erwägungsgrundes Nr. 28 gesehen werden. Anerkannt ist ein Marktkommentator, wenn zu erwarten ist, dass seine Analysen und Bewertungen zur Preisbildung von Finanzinstrumenten beitragen. Dies muss sich nicht notwendigerweise aus dem Umstand ergeben, dass die Analysen dieses Marktkommentators bereits in der Vergangenheit einen Einfluss auf die Preisbildung gehabt haben. Entscheidend ist vielmehr, dass der Kommentator aufgrund seines bisherigen Wirkens, seiner Erfahrungen und der ihm zugeschriebenen persönlichen Qualitäten die Gewähr dafür bietet, dass seine Bewertungen und Analysen zur Preisbildung beitragen. Überdies sind auch hier das Marktsegment, die Liquidität und die Besonderheiten des betroffenen Finanzinstruments zu berücksichtigen⁴⁵⁹.

Ob es sich um die Analyse oder Bewertung eines anerkannten Marktkommentators mit Einfluss auf die Preisbildung am Kapitalmarkt handelt, ist aus einer objektiven ex ante-Sicht zu beurteilen. Jedenfalls muss diese Eigenschaft für die betreffende Person oder Institution erkennbar gewesen sein⁴⁶⁰. Schließlich ist die Konsequenz des Vorliegens dieser Eigenschaft die Anwend-

⁴⁵⁷ Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 45; Knauth, WM 2022, 704 (706); Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 48; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 266.

⁴⁵⁸ Klöhn, WM 2016, 1665 (1671); Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 266.

⁴⁵⁹ Klöhn, WM 2016, 1665 (1671); Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 46; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 267.

⁴⁶⁰ So auch: Klöhn, WM 2016, 1665 (1672).

barkeit des Insiderrechts und damit eine mögliche Strafbarkeit der kommentierenden oder bewertenden Personen und auch der Personen, die diese Insiderinformation für ihre Anlageentscheidungen verwenden. Schon aus diesem Grund ist das Tatbestandsmerkmal des anerkannten Marktcommentators mit Einfluss auf die Preisbildung am Kapitalmarkt restriktiv auszulegen⁴⁶¹.

Diese Eigenschaft ist nur dann zu bejahen, wenn eine Gesamtschau der Umstände des Einzelfalles ergibt, dass allein der Umstand, dass diese Person eine bestimmte Meinung über ein Finanzprodukt hat, von einem verständigen Anleger bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigt wird und zwar selbst dann, wenn die Tatsachengrundlage für diese Einschätzung dem verständigen Anleger nicht bekannt ist. Dies setzt ein großes Vertrauen eines verständigen Anlegers in die persönlichen Fähigkeiten dieser Person voraus, über welche nur die wenigsten Wirtschaftspersönlichkeiten verfügen dürften. In Betracht kommen Personen, die aufgrund sehr erfolgreicher Investitionen in der Vergangenheit einen Art Legendenstatus genießen und deren Meinungsäußerungen daher, insbesondere durch die Presse, entsprechend verbreitet werden⁴⁶². Das wohl prominenteste Beispiel ist der Chairman von Berkshire Hathaway Warren Buffet⁴⁶³, aber auch Persönlichkeiten wie Jim Simons⁴⁶⁴ oder George Soros⁴⁶⁵.

Beispielhaft für die Wirkung und die damit einhergehende Kurserheblichkeit solcher Personen war der Wechsel des Chefanlegers (CIO) Bill „Bond König“ Gross von Pimco (einer Fondstochter der Allianz) zur Janus Capital Group. Nach Bekanntgabe des Wechsels verlor die Allianz-Aktie binnen weniger Minuten sechs Prozent (4,3 Milliarden Euro Marktkapitalisierung), wohingegen die Aktie der Janus Capital Group um 30 % zulegte⁴⁶⁶. Beispiele für Institutionen

⁴⁶¹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 54; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 267.

⁴⁶² Etwa im Podcast der Fachzeitschrift Der Aktionär: „einfach börse-Podcast: Serie „Investoren-Legenden“; „Bis zu 80 % Kurspotenzial: Sechs Aktien, auf die Starinvestoren im zweiten Halbjahr setzten“, Handelsblatt vom 19.08.2022 abrufbar: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/george-soros-david-tepper-und-co-bis-zu-80-prozent-kurspotenzial-sechs-aktien-auf-die-starinvestoren-im-zweiten-halbjahr-setzen/28610148.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁴⁶³ „Das Orakel von Omaha“, einfach börse Podcast: Serie Investoren-Legenden vom 02.09.2022.; auch *Klöhn*, WM 2016, 1665 (1672); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 54.

⁴⁶⁴ „Das unbekannte Finanzgenie“ einfach börse Podcast: Serie Investoren-Legenden vom 21.10.2022; Gründer des Investmentfonds Renaissance Technologies und gilt laut Forbes als einer der wohlhabendsten Fondsmanager der Welt <https://www.forbes.com/profile/jim-simons/?sh=14e824123b6a> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁴⁶⁵ Wird als „Investorenlegende“ gehandelt seitdem er 1992 mit seinem Quantum Fund gegen das britische Pfund wettete und innerhalb weniger Tage fast eine Milliarde Dollar Gewinn erzielte <https://www.handelsblatt.com/themen/george-soros> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); auch *Klöhn*, WM 2016, 1665 (1672).

⁴⁶⁶ „Bill Gross verlässt Pimco – Allianz verliert vier Milliarden Euro an Börsenwert“, Manager Magazin vom 27.09.2014, abrufbar: <https://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/bill-gross-verlaesst-pimco-a-993995.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); auch *Klöhn*, WM 2016, 1665 (1672).

deren Bewertungen und Analysen, die Preise von Finanzinstrumenten beeinflussen können, sind vor allem Zentralbanken, Finanzaufsichten oder Forschungsinstitute wie das ifo Institut in München oder das Kieler Weltwirtschaftsinstitut⁴⁶⁷.

Auch Finanzjournalisten können die Tatbestandsmerkmale eines anerkannten Marktkommentators mit Einfluss auf die Preisbildung am Kapitalmarkt erfüllen⁴⁶⁸, wobei gerade im Hinblick auf die Konsequenzen der Anwendbarkeit des Insiderrechts und dem damit einhergehenden Konflikt mit der Pressefreiheit eine besonders restriktive Auslegung geboten ist. Dies gilt umso mehr für die Qualifizierung von Journalisten als anerkannte Marktkommentatoren.

e) Gerüchte

Eine besondere praktische Relevanz für die Ausübung der journalistischen Tätigkeit haben Gerüchte. Journalisten kommen im Rahmen ihrer Recherchen oder durch den Austausch mit ihrem Netzwerk regelmäßig mit Gerüchten in Kontakt. Ein wesentlicher Bestandteil der journalistischen Arbeit besteht darin, diese Gerüchte möglichst zu verifizieren und zu entscheiden, ob eine Berichterstattung erfolgen soll. Bei dieser Entscheidung ist insbesondere zu berücksichtigen, ob es sich bei dem Gerücht um eine Insiderinformation handeln kann und dementsprechend das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen einschlägig sein kann.

Gerüchte sind unverbürgte Nachrichten, die einen gewissen kommunikativen Verbreitungsgrad erreicht haben, deren Wahrheitsgehalt ungewiss ist und vorerst nicht verifiziert werden kann, wobei die Quelle des Gerüchts typischerweise nicht bekannt ist, ohne dass die Unbekanntheit der Quelle eine zwingende Voraussetzung darstellt⁴⁶⁹. Die Einordnung von Gerüchten als Insiderinformation im Sinne des Art. 13 Abs. 1 S. 1 WpHG aF wurde in der Literatur teilweise mit dem Argument abgelehnt, dass Gerüchte nicht hinreichend konkret sein können, da sich der

⁴⁶⁷ Klöhn, WM 2016, 1665 (1672); Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7, Rn. 267.

⁴⁶⁸ Klöhn, WM 2016, 1665 (1672).

⁴⁶⁹ Fleischer/Schmolke, AG 2007, 841 (842); Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 57; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7, Rn. 75; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 49, 50; Seibt/Mohamed, NZG 2022, 1577 (1578).

Wahrheitsgehalt der dem Gerücht zugrundeliegenden Umstände gerade nicht abschließend ermitteln lässt⁴⁷⁰. Im Anwendungsbereich des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR können Gerüchte nach ganz überwiegender Auffassung Insiderinformationen darstellen⁴⁷¹.

Gerüchte sind lediglich unsichere Tatsachen mit einem gewissen Verbreitungsgrad. Diese aus dem Anwendungsbereich des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR herauszunehmen ginge an der Realität des Wertpapierhandels vorbei, da ein Großteil der Transaktionen schon aufgrund des Zeitdrucks auf unsicheren Informationen oder Informationen mit unsicherer Tatsachengrundlage gestützt werden⁴⁷².

Dies folgt auch aus Erwägungsgrund Nr. 14 zur MAR, welcher für die Frage, ob ein verständiger Investor eine Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde, die Verlässlichkeit der Informationsquelle als Kriterium heranzieht. Ferner wird in Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MAR die Möglichkeit von präzisen Gerüchten ausdrücklich benannt. Der europäische Gesetzgeber geht somit auch davon aus, dass selbst verständige Investoren ihre Anlageentscheidungen auf unterschiedlich (un-)sicheren Informationsgrundlagen und damit letztlich auch auf Grundlage von Gerüchten treffen, womit diese in den Anwendungsbereich des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR aufzunehmen sind.

Der EuGH hat sich in seiner AMF/LVMH-Entscheidung⁴⁷³ dieser Ansicht angeschlossen und ausgeführt, dass zur Beantwortung der Frage, ob es sich bei Marktgerüchten um eine Insiderinformation handelt, stets eine Einzelfallprüfung erforderlich ist⁴⁷⁴. Ein Ausschluss von Gerüchten aus dem Anwendungsbereich des Insiderrechts ist nach Ansicht des EuGH mit dem

⁴⁷⁰ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 36; *Bürgers*, BKR 2004, 424 (425); *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929 (930); *Koch*, DB 2005, 267 (268) a.A. *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841 (846); *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 729 (731); *Spindler*, NJW 2004, 3449 (3450) wenn das Gerücht einen Tatsachenkern aufweist.

⁴⁷¹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 43 = WM 2022, 912 (915); Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 64; *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.4.4 Kursbeeinflussungspotenzial durch Gerüchte S. 14.; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 60; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 50; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7, Rn. 77; Hopt/Kumpan, HGB, MAR Art. 7 Rn. 7; *Buck-Heeb*, § 6 Rn. 375; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 54; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 51; a.A. auch in Anbetracht der EuGH-Entscheidung: Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 35, 36, 36a, 36b wonach Gerüchten per se auf unsicheren Tatsachen beruhen und daher nicht präzise sein könnten. Ferner seinen Anleger, die aufgrund von Gerüchten spekulativ tätig werden keine verständigen und daher nicht schutzwürdig.

⁴⁷² Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 60; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7, Rn. 77; *Kokott*, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 47 = BeckRS 2021, 26204.

⁴⁷³ Ausführlich: C.I.3.f) AMF/LVMH-Entscheidung.

⁴⁷⁴ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 42 = WM 2022, 912 (915); so schon *Kokott*, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 45 = BeckRS 2021, 26204.

Sinn und Zweck des Insiderrechts, welcher darin besteht, die Integrität der Finanzmärkte der Union sicherzustellen und das Vertrauen der Anleger in die Märkte zu stärken, welches insbesondere darauf beruht, dass die Anleger einander gleichgestellt sind und vor der unrechtmäßigen Verwendung von Insiderinformationen geschützt werden, nicht vereinbar⁴⁷⁵. Demnach könne allein die Kenntnis von der bevorstehenden Veröffentlichung eines Gerüchts unter bestimmten Umständen genügen, um einem Anleger einen Vorteil gegenüber anderen Anlegern zu verschaffen⁴⁷⁶. Neben Gerüchten kommen Journalisten im Rahmen ihrer Tätigkeit mit weiteren Arten von Informationen, wie Plänen, Vorhaben, Absichten, Prognosen, Tipps, Empfehlungen oder Ratschlägen in Kontakt, auf die im Folgenden ebenfalls kurz eingegangen werden soll.

f) Pläne, Vorhaben und Absichten

Neben den bereits erläuterten Umständen ist eine Vielzahl weiterer Konstellationen denkbar, welche grundsätzlich eine Insiderinformation darstellen können, wobei in dem jeweiligen Einzelfall auch die weiteren Voraussetzungen des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR erfüllt sein müssen. So können auch Pläne, Vorhaben und Absichten Insiderinformationen darstellen. Bei dem Umstand, dass jemand bestimmte Pläne oder Vorhaben hat oder Absichten verfolgt, handelt es sich um eine innere Tatsache, welche als solche dem Beweis zugänglich ist⁴⁷⁷. Wie wahrscheinlich die Realisierung dieser Pläne, Vorhaben oder Absichten ist, betrifft hingegen die Frage, ob es sich um eine präzise Information im Sinne des Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR handelt. Auch Informationen zur Unternehmensplanung, wie Plandaten, Wirtschaftspläne, Planrechnungen können Insiderinformationen darstellen⁴⁷⁸.

g) Prognosen

Auch Prognosen können Insiderinformationen im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR darstellen. Prognosen sind zukunftsgerichtete Aussagen, beispielsweise in Bezug auf das Ergebnis

⁴⁷⁵ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 43 = WM 2022, 912 (915).

⁴⁷⁶ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 44 = WM 2022, 912 (915); *Kokott*, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 46 = BeckRS 2021, 26204; Zustimmend: *Klöhn*, CMLR 60 (2023), 547 (558).

⁴⁷⁷ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 56; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 20; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 56; Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 69; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7, Rn. 81; Hopt/*Kumpan*, HGB, MAR Art. 7 Rn. 5; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 45.

⁴⁷⁸ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.2 Geschäftszahlen, S. 15; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 25, 28; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 57.

und sonstige Kennzahlen des Emittenten, wie etwa Gewinn- und Verlustprognosen und Prognosen zu Auftragseingang und -bestand sowie Cashflow-Kennzahlen. Allgemein formulierte Erwartungen oder langfristige Planungen in einem mehrjährigen Zeithorizont stellen hingegen keine Prognose dar. Die Besonderheit bei Prognosen liegt darin, dass diese regelmäßig ein hohes Kursbeeinflussungspotenzial haben, insbesondere wenn sie von den Markterwartungen oder den zurückliegenden Geschäftsergebnissen erheblich abweichen.

Der Emittent hat daher nach dem Emittentenleitfaden der BaFin bei entsprechenden Anlässen zu prüfen, ob die von ihm aufgestellte Prognose aufrechterhalten werden kann. Wenn der Emittent bei der Überprüfung zu dem Ergebnis kommt, dass seine neue Prognose von der alten erheblich abweicht und sich hieraus ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial ableiten lässt, stellt diese Abweichung von der bisherigen Prognose eine neue Insiderinformation dar.

Darüber hinaus kann auch das Ereignis, welches die Veränderung der Prognose bewirkt hat, selbst eine Insiderinformation sein⁴⁷⁹. Auch die von Dritten erstellten Prognosen können grundsätzlich Insiderinformationen darstellen, wobei die Kursrelevanz der Prognosen stark von deren Verfassern und den Informationen abhängt, die der Prognose zugrunde liegen. Diese Informationen können selbst wiederum Insiderinformationen darstellen⁴⁸⁰. In Ausnahmefällen kann auch das Wissen darüber, dass bestimmte Personen eine bestimmte Prognose aufgestellt haben, unabhängig von dem Inhalt und der Grundlage der Prognose, eine Insiderinformation darstellen, wenn sich aus diesem Umstand kursrelevante Rückschlüsse etwa auf die Unternehmenspolitik ziehen lassen⁴⁸¹.

h) Tipps, Empfehlungen und Ratschläge

Auch Tipps, Empfehlungen und Ratschläge können grundsätzlich Insiderinformationen darstellen, wenn sie einen nachprüfbaren Tatsachenkern enthalten und darüber hinaus präzise und kursrelevant sind⁴⁸². An letzterem dürfte es regelmäßig fehlen. Wie auch bei Prognosen kann

⁴⁷⁹ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.1 Prognosen, S. 15; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 57; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 112.

⁴⁸⁰ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 70, 71; Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7, Rn. 84; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Art. 7 Rn. 30.

⁴⁸¹ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 58; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 72 „Prognose als Umstand“; Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7, Rn. 83.

⁴⁸² Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 63; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 76; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 55; Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7, Rn. 73; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 56; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) NR.596/14, Rn. 31; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 50.

auch bei Tipps, Empfehlungen und Ratschlägen schon der Umstand, dass ein solcher bevorsteht oder bereits erfolgt ist, eine Insiderinformation darstellen, wenn es sich bei der Person, die diesen Tipp, Empfehlung oder Ratschlag gibt, um jemanden mit einer besonderen Sachkenntnis oder besonderen Einflussnahmemöglichkeiten handelt⁴⁸³.

i) Zeitlich gestreckte Vorgänge

Bei einer Vielzahl an für den Kapitalmarkt relevanten Vorgängen, wie Personalentscheidungen eines Emittenten, Zulassungen von Produkten oder dem Verkauf einzelner Teile des Unternehmens, erfolgen der Entscheidungsprozess und die Umsetzung jeweils in verschiedenen Schritten, von welchen Journalisten im Rahmen ihrer Recherche Kenntnis erlangen können. Art. 7 Abs. 2 S. 2 MAR spricht von zeitlich gestreckten Vorgängen, die einen bestimmten Umstand oder ein bestimmtes Ergebnis herbeiführen oder hervorbringen sollen. Die MAR stellt klar, dass „auch die Zwischenschritte in diesem Vorgang, die mit der Herbeiführung oder Hervorbringung dieses zukünftigen Umstandes oder Ergebnisses verbunden sind, in dieser Hinsicht als präzise Information betrachtet werden“. Ein solch zeitlich gestreckter Vorgang enthält demnach stets eine Vielzahl von Anknüpfungspunkten für mögliche Insiderinformationen bei den jeweiligen Zwischenschritten, die bis zu dem Endereignis erforderlich sind⁴⁸⁴. Mit dem Listing Act plant der europäische Gesetzgeber die Publizitätspflichten für Zwischenschritte, die für sich genommen Insiderinformationen darstellen, zu reformieren⁴⁸⁵. Dieses Reformvorhaben betrifft jedoch lediglich die Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht dieser Insiderinformationen und nicht die Qualifikation von Zwischenschritten als Insiderinformationen selbst⁴⁸⁶.

j) Unzutreffende Tatsachen

Eine weitere für die journalistische Praxis relevante Gruppe sind unzutreffende Tatsachen. Schließlich können Journalisten regelmäßig nicht mit absoluter Sicherheit ermitteln, ob die von ihren Quellen erlangten Tatsachen auch tatsächlich vorliegen. Auch Tatsachen, die sich nachträglich als unzutreffend herausstellen, können Insiderinformationen darstellen. Entscheidend

⁴⁸³ Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7, Rn. 74; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 76; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 76; Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.3 Art. 7 Rn. 56; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, Art.7 VO (EU) NR.596/14, Rn. 31.

⁴⁸⁴ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 72; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 67; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 75 ff.; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7, Rn. 50; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 66; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 46; Hopt/*Kumpan*, HGB, MAR Art. 7 Rn. 6; Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.3 Art. 7 Rn. 43; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellochs*, § 1 Rn. 58; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, Art.7 VO (EU) NR.596/14, Rn. 49.

⁴⁸⁵ Ausführlich: C.I.3.e)cc) Listing-Act.

⁴⁸⁶ *Wilhelm*, BKR 2024, 747 (751).

ist, ob die Informationen im Zeitpunkt ihrer Erlangung, wäre sie öffentlich bekannt geworden, als zutreffend angesehen und geeignet gewesen wäre, den Kurs des betroffenen Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen⁴⁸⁷. Die Eigenschaft als Insiderinformation scheidet jedoch dann aus, wenn ein verständiger Anleger i. S. v. Art. 7 Abs. 4 MAR die Information als unzutreffend erkennen würde und seine Anlageentscheidung daher nicht auf diese Information stützen würde. Hingegen kann das Wissen über das Nichtzutreffen einer Information, beispielsweise einer fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung, wiederum eine Insiderinformation darstellen⁴⁸⁸.

Teilweise wird vertreten, dass es sich bei unzutreffenden Tatsachen um keine Informationen handle, da Informationen ihrem Wortverständnis nach immer zu Wissen und nie zu einem Irrtum führen würden. Eine unzutreffende Information sei daher keine Information, sondern eine Fehlinformation, da sie nicht zu Wissen führe⁴⁸⁹. Dass sich ein solches Verständnis des Wortes Information aus dem Sprachgebrauch des Alltags ergeben soll, ist keinesfalls zwingend. Phonetisch überzeugender ist es, Fehlinformationen auch unter den Oberbegriff der Information zu fassen, da das Wort „Information“ auch in dem verwendeten Begriff "Fehlinformation" enthalten ist.

2. Nicht öffentlich bekannt

Als Tatbestandsmerkmal für das Vorliegen einer Insiderinformation nennt Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR den Umstand, dass die Information nicht öffentlich bekannt sein darf. Die MAR enthält weder im Gesetzestext noch in den Erwägungsgründen eine Definition für die öffentliche Bekanntheit. Sinn und Zweck des Insiderrechts ist es zu verhindern, dass einzelne Marktteilnehmer, die über Insiderinformationen verfügen, diese ausnutzen und dadurch die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes beeinträchtigen⁴⁹⁰. Diese Gefahr besteht nicht mehr, wenn die Information einer breiteren Öffentlichkeit bekannt ist und somit die Kenntnis dieser Information keinen Informationsvorsprung gegenüber den anderen Marktteilnehmern mehr verschafft. Das

⁴⁸⁷ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art.7 VO (EU) NR.596/14, Rn. 16; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 63; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 34; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 67, 68 mit Ausführungen zu Mindermeinungen im alten Recht. a.A. Park/Kusche/Hilgendorf, MAR Art. 7 Rn. 47.

⁴⁸⁸ Ausführlich: Klöhn, ZHR 2013, 349, 382f.; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) NR.596/14, Rn. 16; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 65; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 70.

⁴⁸⁹ Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 65, 68; Park/Kusche/Hilgendorf, MAR Art. 7 Rn. 47.

⁴⁹⁰ Dazu: B.I.1 B.I.1 Geltungsgrund des Insiderrechts.

Tatbestandsmerkmal der öffentlichen Bekanntheit ist dabei rein objektiv zu beurteilen, ohne dass es auf die Vorstellungen der veröffentlichenden Person ankommt⁴⁹¹.

Auch die Frage, ob eine Information bereits öffentlich bekannt ist, ist für die journalistische Praxis relevant, da auch sie entscheidend dafür ist, ob das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen überhaupt relevant werden kann. Zudem ist die Frage, ob durch die journalistische Publikation selbst die Information öffentlich bekannt wird, für die Anwendung des Art. 10 MAR auf die journalistische Tätigkeit bedeutsam⁴⁹².

a) Bereichsöffentlichkeit § 13 WpHG aF

Vor Inkrafttreten der MAR war der Begriff der Insiderinformation in § 13 WpHG aF definiert. Auch diese Vorschrift knüpfte an das Merkmal der öffentlichen Bekanntheit einer Information an⁴⁹³. Ausreichend war dafür das Vorliegen einer sogenannten Bereichsöffentlichkeit. Eine Information war demnach öffentlich bekannt, wenn eine unbestimmte Anzahl von Marktteilnehmern von ihr Kenntnis nahm und davon ausgegangen werden konnte, dass diese Information bei der Preisfindung des Marktes Berücksichtigung fand⁴⁹⁴.

Nach dem Willen des deutschen Gesetzgebers war dabei ausdrücklich nicht erforderlich, dass auch das breite Anlegerpublikum Gelegenheit hatte, von der betreffenden Information Kenntnis zu nehmen⁴⁹⁵. Demnach reichte es für den Wegfall der Qualifikation als Insiderinformation bereits aus, wenn die Information jedenfalls so vielen Marktteilnehmern bekannt war, dass sie sich bereits auf den Kurs des betreffenden Finanzinstruments ausgewirkt hatte. Dem lag die Vorstellung zugrunde, dass mit dem Eintritt der Bereichsöffentlichkeit eine sofortige Einpreisung der Information einhergehen würde, wodurch einzelne Marktteilnehmer durch die Kenntnis dieser Information keinen ungerechtfertigten Vorteil mehr realisieren könnten⁴⁹⁶.

⁴⁹¹ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) Nr.596/14, Rn. 64; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 101; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 133.

⁴⁹² Dazu: C.II.4.c) Offenlegung von nicht ad-hoc pflichtigen Insiderinformationen.

⁴⁹³ § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG aF

⁴⁹⁴ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art.7 VO (EU) Nr.596/14, Rn. 64; Klöhn, ZHR 180 (2016), 707 (709); Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 124; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 76; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 7 Rn. 64.

⁴⁹⁵ Begr RegE 2. FFG, BT-DrS. 12/6679, S. 46.

⁴⁹⁶ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/14, Rn. 65; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Rn. 58.

Dem ist jedoch entgegenzuhalten, dass gerade der Prozess des Einpreisens die monetäre Verwertung der Insiderinformation darstellt. Erst nach dieser Einpreisung führt die Kenntnis der Information tatsächlich nicht mehr zu einem ungerechtfertigten Informationsvorteil. Ziel des Insiderrechts muss es jedoch sein, dass die Einpreisung selbst durch möglichst viele Marktteilnehmer erfolgen kann und nicht einzelne durch einen besonders frühen Zugriff auf die Information diese auch besonders früh einpreisen können und von der aus ihrer Sicht dann verspäteten Reaktion der Marktteilnehmer profitieren können.

b) Breites Anlegerpublikum

Unter einer öffentlich bekannten Information im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR wird nunmehr verstanden, dass die Information einem breiten Anlegerpublikum⁴⁹⁷ und damit einer unbestimmten Anzahl an Personen, was letztlich der allgemeinen Öffentlichkeit entspricht, zugänglich sein muss⁴⁹⁸. Das breite Anlegerpublikum umfasst die Gesamtheit aller professionellen und nichtprofessionellen Anleger, die nach Informationen suchen, um diese am Kapitalmarkt zu verwerten⁴⁹⁹. Ein Zugang zu den Informationen besteht, wenn die Informationen in einem Umfang zugänglich gemacht worden sind, welcher es dem Empfängerkreis ermöglicht, die Kursrelevanz der Informationen zuverlässig einzuschätzen⁵⁰⁰. Bei einer nur teilweisen Offenlegung der Informationen ist der nicht offengelegte Teil noch nicht öffentlich bekannt und kann daher bei Vorliegen der weiteren Voraussetzungen des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR eine Insiderinformation darstellen⁵⁰¹. Eine öffentliche Bekanntheit liegt daher nur dann vor, wenn die Information so veröffentlicht wird, dass die Preiserheblichkeit der Information beurteilt werden kann⁵⁰². Auch dies ist objektiv aus der Perspektive eines verständigen Anlegers zu beurteilen⁵⁰³.

⁴⁹⁷ So die Formulierung der BaFin im Emittentenleitfaden: *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.1 Nicht öffentlich bekannt, S. 10.

⁴⁹⁸ *Buck-Heeb*, § 6 Rn. 385; *Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 101; *Klöhn/Klöhn*, Art. 7 Rn. 126; Zur Abgrenzung von Bereichsöffentlichkeit und breitem Anlegerpublikum *Klöhn*, ZHR 180 (2016), 707 (712); *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 96; *Hopt/Kumpen*, HGB, Art. 7 MAR, Rn. 8; *Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpen*, § 86 Rn. 52; *Meyer/Veil/Rönnau/Krause*, § 6 Rn. 78; **a.A.** *Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann*, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/14, Rn. 65, 66 für eine Beibehaltung der Bereichsöffentlichkeit wie im § 13 WpHG aF; *Park/Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.3 Rn. 57.

⁴⁹⁹ *Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 102; *Klöhn/Klöhn*, Art. 7 Rn. 126; *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 98.

⁵⁰⁰ *Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 102; *Klöhn/Klöhn*, Art. 7 Rn. 133.

⁵⁰¹ *Klöhn/Klöhn*, Art. 7 Rn. 133.

⁵⁰² *Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 105.

⁵⁰³ *Klöhn/Klöhn*, Art. 7 Rn. 144; *Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 105; *Hopt/Kumpen*, HGB, Art. 7 MAR, Rn. 8b; *Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpen*, § 86 Rn. 53; *Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann*, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Art. 7 Rn. 64.

Der entscheidende Zeitpunkt für die öffentliche Bekanntheit ist der Moment, in dem das breite Anlegerpublikum und nicht zwangsläufig jede Person die der allgemeinen Öffentlichkeit angehört, die Möglichkeit der Kenntnisaufnahme hat. Ob die Personen von der Möglichkeit der Kenntnisaufnahme auch Gebrauch machen ist hingegen nicht relevant⁵⁰⁴. Eine noch weitergehende Auslegung des breiten Anlegerpublikums würde dem Sinn und Zweck des Insiderrechts nicht entsprechen, da Personen, die grundsätzlich nicht am Kapitalmarkt interessiert sind, keinen relevanten Informationsnachteil gegenüber den Personen besitzen, die Kenntnis von der Insiderinformation haben.

Im Übrigen würden diese Personen ohnehin nicht am Kapitalmarkt aktiv werden und daher auch nicht dazu beitragen, dass die ihnen bekannten Informationen im Sinne der Informationseffizienz durch den Kapitalmarkt eingepreist werden. Allerdings ist eine trennscharfe Abgrenzung zwischen dem breiten Anlegerpublikum und der allgemeinen Öffentlichkeit kaum möglich, da sich die Interessen (möglicher) Anleger kaum erfassen lassen.

Der Kapitalmarkt ist darauf angewiesen, möglichst viel Kapital zu akquirieren. Dazu müssen Personen, die bisher am Kapitalmarkt nicht interessiert waren und daher der allgemeinen Öffentlichkeit zuzuordnen waren, möglichst dazu motiviert werden, ihr Kapital in Zukunft dem Kapitalmarkt zur Verfügung zu stellen. Dies ist jedoch nur dann attraktiv, wenn die für die Investition relevanten Informationen möglichst leicht zu beschaffen sind. Letztlich ist es für die Akquise neuen Kapitals daher von Vorteil, wenn auch Personen, die bisher der allgemeinen Öffentlichkeit zuzuordnen waren und nun ihr Kapital am Kapitalmarkt einsetzen möchten, möglichst leicht an Informationen gelangen und dann Teil des breiten Anlegerpublikums werden. Dies macht eine Abgrenzung der allgemeinen Öffentlichkeit von dem breiten Anlegerpublikum jedoch umso schwieriger.

Für ein Abstellen auf ein breites Anlegerpublikum bei der Auslegung des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR spricht auch die Durchführungsverordnung 2016/1055/EU, welche gemäß Art. 17 Abs. 10 MAR einheitliche Anforderungen für die Bekanntmachung von Ad-hoc-Mitteilungen

⁵⁰⁴ Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 81; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 102; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 97; Hopt/Kumpan, HGB, Art. 7 MAR, Rn. 8; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Rn. 60; Assmann/Schneider/Mülbelt/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 68.

festlegt. Demnach soll durch die Durchführungsverordnung sichergestellt werden, dass die öffentliche Bekanntgabe von Insiderinformationen effektiv und rechtzeitig erfolgt, um auf Unionsebene einen gleichberechtigten Zugang zu Insiderinformationen für sämtliche Anleger zu gewährleisten. Dabei soll dieser Zugang ausdrücklich für alle Kategorien von Anlegern in der Union bestehen⁵⁰⁵.

Nach Art. 2 Abs. 1 lit. a) i) DurchführungsVO 2016/1055/EU sollen Insiderinformationen an eine möglichst große Öffentlichkeit verbreitet werden. Es spricht viel dafür, dass dieses Verständnis der Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen nach Art. 17 Abs. 1 MAR auch auf die öffentliche Bekanntheit in Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR übertragen werden kann. Beide Vorschriften sollen im Ergebnis ein bestehendes Informationsgefälle beseitigen und im Sinne des Equal-access-Grundsatzes eine informationelle Gleichbehandlung aller (potenziellen) Marktteilnehmer sicherstellen⁵⁰⁶.

c) Zugang zu Informationen für das breite Anlegerpublikum

Für die praktische Umsetzung besonders relevant ist die Frage, welche Voraussetzungen vorliegen müssen, damit von einem Informationszugang des breiten Anlegerpublikums ausgegangen werden kann. Dafür kommen insbesondere (Presse)-Veröffentlichungen in Medien in Frage. Allerdings werden diese Mitteilungen vor allem in einem bestimmten Mitgliedsstaat in der entsprechenden Sprache erscheinen⁵⁰⁷. Es stellt sich daher die Frage, ob das breite Anlegerpublikum lediglich die tatsächlichen Marktteilnehmer in dem jeweiligen Mitgliedsstaat umfasst und daher nur diese einen Zugang zu den Informationen haben müssen oder ob die Information sämtlichen potenziellen Marktteilnehmern innerhalb der Europäischen Union zugänglich sein muss.

Nach Erwägungsgrund Nr. 4 soll die MAR einen entscheidenden Beitrag zu einem reibungslosen Funktionieren des Binnenmarktes leisten. Der europäische Gesetzgeber formuliert den Anspruch an den EU-Kapitalmarkt ein Binnenmarkt zu sein, in dem alle Marktteilnehmer unabhängig von ihrem Mitgliedsstaat die gleichen Marktzugänge und Marktchancen haben⁵⁰⁸. Kon-

⁵⁰⁵ Erwägungsgrund Nr. 1 zur DurchführungsVO 2016/1055/EU.

⁵⁰⁶ So auch im Ergebnis: Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 129; Klöhn, ZHR 180 (2016), 707 (719).

⁵⁰⁷ Mit Beispielen: Klöhn, ZHR 180 (2016), 707 (719, 720).

⁵⁰⁸ So auch in Erwägungsgrund Nr. 5 zur MAR.

sequenterweise müsste demnach für die öffentliche Bekanntheit einer Information auf sämtliche potenzielle Marktteilnehmer im gesamten Binnenmarkt und damit in der gesamten EU abgestellt werden.

Ein solch weites Verständnis würde jedoch enorme praktische Umsetzungsprobleme mit sich bringen. Problematisch sind schon die 24 verschiedenen Amtssprachen⁵⁰⁹ innerhalb der Union, in welchen die jeweilige Information öffentlich bekannt sein müsste. Zwar könnte man auch auf eine Veröffentlichung in englischer Sprache als die am weitesten verbreitete Sprache abstellen, jedoch gibt es kein Medium, welches sämtliche Mitgliedsstaaten gleichermaßen abdeckt. Gerade aufgrund der sprachlichen Diversität innerhalb der Europäischen Union veröffentlichen die Kommunikationsmittel und insbesondere die Medien regelmäßig lediglich in der jeweiligen Landessprache⁵¹⁰.

Schon aus praktischen Gründen ist es daher kaum möglich, eine Information in allen Mitgliedsstaaten den (potenziellen) Anlegern zeitgleich verständlich bekannt zu machen⁵¹¹. Dies wäre allenfalls mit einer Art Übergangszeit⁵¹² denkbar, in welcher die Information von den nationalen Medien und Verbreitungskanälen aufgegriffen und verarbeitet wird. Eine solche Wartezeit könnte praktisch jedoch kaum kontrolliert werden und würde im Gegenteil den Kreis der Personen, die Zugang zu der Insiderinformation haben, erweitern und in erster Linie die Gefahr für Insiderhandel erhöhen.

Für ein unionsweites Verständnis des breiten Anlegerpublikums spricht hingegen Art. 2 Abs. 1 lit. a) iii) DurchführungsVO 2016/1055/EU. Für die dort geregelte Bekanntgabe von Ad-hoc-Mitteilungen ist eine Verbreitung „zeitgleich in der gesamten Union“ vorgesehen. Allerdings enthält die MAR keine Ermächtigungsgrundlage für Level-2-Regulierungen⁵¹³. Die Modalitäten der Veröffentlichung werden daher in § 3b WpAV geregelt. Demnach sind die Mitteilungen eines Emittenten, dessen Herkunftsstaat die BRD ist und dessen Wertpapiere lediglich zum

⁵⁰⁹ Deutsch, Französisch, Italienisch, Niederländisch, Dänisch, Englisch, Griechisch, Portugiesisch, Spanisch, Finnisch, Schwedisch, Estnisch, Lettisch, Litauisch, Maltesisch, Polnisch, Slowakisch, Slowenisch, Bulgarisch, Irisch, Rumänisch, Kroatisch, Tschechisch, Ungarisch.

⁵¹⁰ So auch bei sämtlichen Pressekodizes, die in der jeweiligen Landessprache veröffentlicht sind und allenfalls zusätzlich in englischer Sprache.

⁵¹¹ Schwark/Zimmer/Kumpán/Misterek, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 106.

⁵¹² Klöhn, ZHR 180 (2016), 707 (721) der von „Wartefrist“ spricht.

⁵¹³ Dazu: Klöhn, ZHR 180 (2016), 707 (720).

Handel an einem organisierten Markt im Inland zugelassen sind, in deutscher Sprache zu veröffentlichen. Wenn die Wertpapiere auch in anderen Mitgliedsstaaten der EU zugelassen sind, ist die Mitteilung in deutscher oder englischer Sprache zu veröffentlichen und nach Wahl des Emittenten in einer Sprache, die von den zuständigen Behörden der betreffenden Mitgliedsstaaten der EU akzeptiert wird oder in englischer Sprache.

Diese Regelung entspricht Art. 20 Abs. 2 Transparenz-RL⁵¹⁴, welche durch § 3b WpAV umgesetzt wird. Im Hinblick auf die für die Verbreitung zu nutzenden Medien sieht Art. 21 Abs. 1 S. 3 Transparenz-RL jedoch vor, dass der Herkunftsmitgliedsstaat vorschreiben solle, dass der Emittent auf Medien zurückgreifen müsse, bei denen vernünftigerweise davon ausgegangen werden könne, dass diese die Informationen tatsächlich an die Öffentlichkeit der gesamten Gemeinschaft weiterleiten würden. Demnach soll die Verbreitung, unabhängig von der verwendeten Sprache, in der gesamten EU und damit im gesamten Binnenmarkt erfolgen. Aus den genannten Gründen dürfte jedoch eine zeitgleiche Verbreitung der Information in der gesamten EU praktisch kaum möglich sein.

Diesem Umstand trägt Art. 12 Abs. 2 S. 2 RL2007/14/EG⁵¹⁵ Rechnung. Auf Grundlage des Art. 21 Abs. 4 Transparenz-RL sind dort Verfahren geregelt, um eine einheitliche Verbreitung von Ad-hoc-Mitteilungen im Binnenmarkt zu gewährleisten. Art. 12 RL2007/14/EG legt Mindeststandards für die vorgeschriebene Verbreitung von Informationen fest. Die Verbreitung soll nach Art. 12 Abs. 2 RL2007/14/EG auf eine Art und Weise erfolgen, die den größtmöglichen öffentlichen Zugang des Anlegerpublikums zu ihnen ermöglicht. Außerdem soll die Verbreitung im Herkunftsstaat und in den anderen Mitgliedsstaaten so „gleichzeitig wie möglich“ erfolgen.

Die Anforderungen an die Verbreitung der Ad-hoc-Mitteilungen in Art. 12 Abs. 2 RL2007/14/EG sind somit etwas weicher als in Art. 2 Abs. 1 lit. a) iii) DurchführungsVO 2016/1055/EU, wo von einer zeitgleichen Verbreitung in der gesamten EU die Rede ist. Letzt-

⁵¹⁴ Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG.

⁵¹⁵ Richtlinie 2007/14/EG der Kommission vom 8. März 2007 mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind.

lich zeigt die Regelung, wie ambitioniert das Ziel eines (informations-)effizienten, transparenten und integrierten Wertpapiermarktes in der Europäischen Union ist. Allein aufgrund der kulturellen und sprachlichen Diversität innerhalb der Union ist ein vollständig gleicher Zugang zu Informationen für alle (potenziellen) Marktteilnehmer in der gesamten EU nicht zu realisieren.

Dieser Umstand stellt ein Investitionshindernis für mitgliedsstaatsübergreifende Investitionen gerade für Privatanleger dar⁵¹⁶, da sich eine gewisse Informationsasymmetrie zwischen den Marktteilnehmern in den verschiedenen Mitgliedsstaaten nicht vollständig verhindern lässt. Insbesondere Privatanleger müssen bei Investitionen außerhalb ihres Mitgliedsstaates eine grundsätzlich schlechtere oder jedenfalls langsamere Versorgung mit Informationen akzeptieren oder besondere Anstrengungen unternehmen, um dieses Informationsdefizit auszugleichen.

Die Formulierung in Art. 12 Abs. 2 RL2007/14/EG „so gleichzeitig wie möglich“ zeigt, dass sich der europäische Gesetzgeber mit dieser Asymmetrie in einem gewissen Maße abgefunden hat. Es ist daher an den Anlegern, sich bei Investitionen in anderen Mitgliedsstaaten, die über eine andere Landessprache verfügen, dieses Informationsnachteils bewusst zu sein und diesen ggf. einzupreisen oder durch eine gezieltere Recherche nach Informationen auszugleichen⁵¹⁷.

d) Konflikt mit der Pressefreiheit

Die Formulierung in Art. 12 Abs. 2 RL2007/14/EG so „gleichzeitig wie möglich“ bedeutet, bei entsprechender Anwendung auf Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR, dass diejenigen Medien zur Verbreitung der Information genutzt werden müssen, die eine Information am schnellsten in der gesamten EU verbreiten können. Dies hat zur Folge, dass kleinere Medienakteure, insbesondere solche, die analoge Formate nutzen, für eine Verbreitung von Ad-hoc-Mitteilungen nicht in Frage kommen. Vielmehr muss eine Verbreitung über große Medienakteure erfolgen, die bestenfalls in mehreren Mitgliedsstaaten auf mehreren Sprachen publizieren und über eine entsprechende Reichweite in mehreren Mitgliedsstaaten verfügen. Insofern stellt dieses Erfordernis, einer möglichst gleichzeitigen Verbreitung der Information in der gesamten EU, auch einen Eingriff in die Pressefreiheit⁵¹⁸ dar, da Medienakteure mit zu geringer oder lediglich nationaler

⁵¹⁶ Im Ergebnis auch: *Klöhn*, ZHR 180 (2016), 707 (721) „ein nicht unerhebliches Zugangshindernis für Anleger anderer Mitgliedsstaaten“.

⁵¹⁷ So im Ergebnis auch: Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 106; *Klöhn*, ZHR 180 (2016), 707 (721); Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Rn. 62; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 83.

⁵¹⁸ B.II.2.b) Sachlicher Schutzbereich.

Reichweite schon aufgrund der Anforderungen des Art. 12 Abs. 2 RL2007/14/EG als Verbreitungsmedien ausscheiden⁵¹⁹.

Vielmehr profitieren jene Medienakteure, die ohnehin schon über eine große Reichweite und eine entsprechende Marktmacht verfügen, von der Vorschrift, da eine Verbreitung der Information nur durch sie „so gleichzeitig wie möglich“ erfolgen kann. Durch diesen Umstand erhalten die betreffenden Medienakteure einen im Verhältnis zu kleineren Akteuren exklusiven Zugang zu diesen Informationen.

Überdies sind die Publikationen, die diese Informationen enthalten, zwangsläufig relevant und müssen von den Marktteilnehmern faktisch konsumiert werden, wenn diese aktuelle Informationen erhalten wollen. Die Regelung des Art. 12 Abs. 2 RL2007/14/EG führt dazu, dass die reichweitenstarken Medienakteure allein aufgrund ihrer schon bestehenden Reichweite profitieren, und die Medienakteure, die über eine geringere Reichweite verfügen, die reichweitenstärkeren nicht einholen können, da sie die besonders relevanten Informationen jedenfalls nicht vor den reichweitenstärksten Medienakteuren publizieren können⁵²⁰. Somit stellt die entsprechende Anwendung des Art. 12 Abs. 2 RL2007/14/EG einen Eingriff in den wirtschaftlichen Schutzbereich⁵²¹ der Pressefreiheit dar, da durch die Anforderungen die reichweitenstärksten Medienakteure systematisch begünstigt werden⁵²².

Dieser Eingriff in den wirtschaftlichen Teil der Pressefreiheit ist jedoch gerechtfertigt, da es sich bei der Anknüpfung an die Reichweite der Medienakteure um einen sachlichen Grund handelt. Das übergeordnete legitime Ziel ist die Herstellung und Sicherung eines informations-effizienten, transparenten und integrierten Wertpapiermarktes in der gesamten Europäischen Union.

Dabei stellt das Vertrauen der Anleger in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und der damit verbundene gleichberechtigte Zugang zu den relevanten Informationen eine wesentliche Grundlage für die Bereitschaft der Anleger dar, überhaupt Kapital am Finanzmarkt zu investie-

⁵¹⁹ Klöhn, CMLR 60 (2023), 547 (564).

⁵²⁰ Klarer Marktführer daher: Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (DGAP), die zur EQS Group AG gehört; Meyer/Veil/Rönnau/Veil/Brüggemeier, § 10 Rn. 169.

⁵²¹ B.II.9 Pluralistische Medienlandschaft.

⁵²² Ebenso: Schröder, NJW 2009, 465 (467).

ren. Um diese Grundvoraussetzung herzustellen bedarf es einer maximal möglichen Informationstransparenz, welche wiederum eine möglichst schnelle und weitreichende Verbreitung von relevanten Informationen innerhalb des gesamten Binnenmarktes voraussetzt. Eine Anknüpfung an die Reichweite der Medienakteure bei der Verbreitung der Information ist zur Erreichung des Ziels daher erforderlich und auch angemessen⁵²³.

e) Übertragbarkeit der Regeln zur Verbreitung von Ad-hoc-Mitteilungen

Für die Auslegung des Tatbestandsmerkmals der öffentlichen Bekanntheit in Art. 7 Abs. 1 lit.

a) MAR stellt sich nun die Frage, inwieweit die Anforderungen an die Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen übertragen werden können. Überwiegend wird diese Übertragung der Anforderungen aus Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 MAR auf Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR befürwortet⁵²⁴.

Problematisch ist vor diesem Hintergrund Art. 2 Abs. 1 lit. a) ii) DurchführungsVO 2016/1055/EU, welcher eine unentgeltliche Verbreitung von Informationen vorsieht. Eine Übertragung der Unentgeltlichkeit auf Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR hätte jedoch erhebliche Auswirkungen. Die Pressefreiheit schützt auch die wirtschaftliche Grundlage der Presseinstitutionen und ihrer Akteure. Kaum ein Medium finanziert sich dabei ausschließlich durch Werbung und ist somit für den Leser komplett unentgeltlich. Ein Großteil der oftmals qualitativ hochwertigeren Medien ist daher nur gegen Zahlung eines Entgeltes erhältlich. Printmedien wie Tageszeitungen kosten regelmäßig einen einstelligen Betrag und auch die Onlineangebote der entsprechenden Zeitungen sind in großen Teilen nur mit einem bezahlten Abonnement zugänglich⁵²⁵.

Selbst die Beiträge der öffentlich-rechtlichen Medienanstalten sind je nach rechtlicher Einordnung der GEZ-Gebühr nicht unentgeltlich⁵²⁶. Auch bei Angeboten, für die der Leser nicht unmittelbar einen Geldbetrag entrichten muss, könnte man schon Zweifel an der Unentgeltlichkeit

⁵²³ Siehe dazu im Kontext des Offenlegungsverbot: C.II.4.b)cc) Berücksichtigung der Presse und Meinungsfreiheit – Art. 21 MAR.

⁵²⁴ *Buck-Heeb*, § 6 Rn. 385; *Klöhn*, ZHR 180 (2016), 707 (726); *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333 (1336); *Schwarz/Zimmer/Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/14 Art. 7 Rn. 101, 109; *Seibt/Buck-Heeb/Hamos/Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 96; *Hopt/Kumpan*, HGB, Art. 7 MAR, Rn. 8; *Meyer/Veil/Rönnau/Krause*, § 6 Rn. 78, 81; *a.A.* *Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann*, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/14, Rn. 66, 66a; *Park/Hilgen-dorf/Kusche*, Kap. 7.3 Rn. 57; *Kuntz/Stark*, ZHR 183 (2019) 221.

⁵²⁵ Etwa Handelsblatt ab 33,99 € pro Monat <https://abo.handelsblatt.com/sea-digital/> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); FAZ 5,45 € pro Woche <https://abo.faz.net/weitere-produkte/f-plus-abo.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁵²⁶ *Klöhn*, ZHR 180 (2016), 707 (726).

haben, da der Leser in diesen Fällen regelmäßig der Erhebung und Verarbeitung seines Nutzerverhaltens zustimmen muss und somit quasi mit der Verarbeitung und Vermarktung seiner Daten bezahlt⁵²⁷. Letztlich ist eine für die Marktteilnehmer kostenlose Versorgung mit qualitativ hochwertigen Informationen aus wirtschaftlichen Gründen nicht möglich.

Eine unentgeltliche Versorgung mit Informationen ist nach dem Sinn und Zweck der MAR auch gar nicht erforderlich. Allerdings sind bisher lediglich elf Prozent der Nutzer von Online-medien bereit, für die Inhalte zu bezahlen⁵²⁸, wobei die Bereitschaft bei Personen im Alter von 18 – 24 Jahren mit 14 Prozent höher ist als bei Personen, die über 55 Jahre alt sind (acht Prozent)⁵²⁹. Für einen informationseffizienten Kapitalmarkt ist es notwendig, dass Informationen systematisch gesammelt, aufbereitet und in einen Kontext eingeordnet werden. Zur Erfüllung dieser Aufgabe sind Medien prädestiniert.

Allerdings setzt dies auch eine entsprechende wirtschaftliche Ausstattung der Presseakteure voraus, welche letztlich durch die Konsumenten der Medien, also im vorliegenden Fall der Marktteilnehmer, erfolgen muss, da diese auch unmittelbar von den so erlangten Informationen profitieren können. Demnach ist die Entrichtung eines angemessenen Preises durch die Anleger selbst an die entsprechenden Medien mit dem Sinn und Zweck der MAR vereinbar. Darüber hinaus fördert eine solch unmittelbare Finanzierung durch die Leser die Unabhängigkeit der einzelnen Presseakteure und sorgt für einen Wettbewerb, der letztlich den Anlegern zugutekommt.

Problematisch werden kostenpflichtige Informationen dann, wenn sie aufgrund des Preises einen Exklusivcharakter annehmen und somit bestimmte Anleger, in der Regel private Kleinanleger, faktisch vom Zugang ausschließen⁵³⁰. Von einem solchen Ausschluss ist nicht auszugehen, wenn der Zugang zu den Informationen eines Anbieters monatlich einen mittleren bis niedrigen zweistelligen Eurobetrag kostet. Große Teile der Literatur nehmen eine weitere Differenzierung zwischen monatlichen Abonnements und dem Verkauf von Einzelartikeln vor. Demnach steht das Erfordernis eines kostenpflichtigen monatlichen Abonnements der öffentlichen

⁵²⁷ Diese Art der Gegenleistung ist in §§ 327 Abs. 3, 327q BGB geregelt.

⁵²⁸ Behre/Hölig/Möller, S. 63, Abbildung 62.

⁵²⁹ Behre/Hölig/Möller, S. 63, Abbildung 63.

⁵³⁰ So auch: Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/14 Art. 7 Rn. 103; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 90; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 131; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 99; Hopt/Kumpan, HGB, Art. 7 MAR, Rn. 8b.

Bekanntheit einer Information nicht entgegen, die Kostenpflichtigkeit eines einzelnen Artikels bzw. einer einzelnen Information hingegen schon⁵³¹, auch wenn für den Erwerb dieses Artikels kein Abonnement abgeschlossen werden muss.

Diese Differenzierung ist nicht überzeugend, da die Möglichkeit des gezielten Kaufs einzelner Inhalte dem Leser gerade die Möglichkeit geben soll, lediglich die Inhalte bezahlen zu müssen, die er auch tatsächlich konsumieren will⁵³². Der Zugang des Lesers soll durch diese Möglichkeit gerade nicht daran scheitern, dass der Leser nicht bereit ist, ein Abonnement abzuschließen, wenn er lediglich einen einzelnen Artikel lesen möchte. Dennoch bevorzugt die überwiegende Anzahl der Nutzer Abonnements gegenüber dem Kauf einzelner Artikel⁵³³.

Ausgehend von der Maxime, dass die Kostenpflichtigkeit zu keinem Ausschluss von Anlegern vom Zugang zu den jeweiligen Informationen führen darf, kann es nicht darauf ankommen, ob der Vertrieb als Abonnement oder als Einzelzugang erfolgt, sondern lediglich auf die tatsächlich anfallenden Kosten und eine daraus folgende Exklusivitätswirkung. Vielmehr sollte die wirtschaftliche Entscheidung, ob die Vermarktung der Inhalte in einem klassischen Abonnementmodell erfolgen soll oder als Pay-per-Article-Modell bei den jeweiligen Medienverlagen verbleiben und keine Auswirkungen auf das Insiderrecht haben.

f) Einzelfälle

Ganz konkret gelten Informationen als öffentlich bekannt, wenn sie in einer bundesweit erscheinenden Tageszeitung veröffentlicht werden⁵³⁴. Dies muss erst recht für eine Online-Veröffentlichung gelten, da das Onlineangebot der Zeitungen gerade nicht ortsgebunden ist und

⁵³¹ Klöhn, ZHR 180 (2016), 707 (726); Schwark/Zimmer/Kumpun/Misterek, VO (EU) 596/14 Art. 7 Rn. 103; ähnlich auch Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 99; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 89.

⁵³² Für das „Pay-per-Article“-Modell gibt es bestimmte Anbieter, über die auch Einzelartikel zu einem geringeren Preis erworben werden können, wie Blendle <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/it-medien/blendle-kommt-nach-deutschland-online-dienst-verkauft-einzelne-zeitungsartikel/11888776.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); Auch der Bezug der wöchentlich erscheinenden Anlegerzeitschriften „Der Aktionär“ oder „Börse-Online“ wird beispielsweise sowohl als Abonnement, als auch als Einzelbezug angeboten <https://www.boersen-medien.de/magazine> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁵³³ Behre/Hölig/Möller, S. 64, Abbildung 64.

⁵³⁴ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 99; Klöhn, ZHR 180 (2016), 707 (726); Schwark/Zimmer/Kumpun/Misterek, VO (EU) 596/14 Art. 7 Rn. 113; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 89.

grundsätzlich weltweit abgerufen werden kann⁵³⁵. Dasselbe gilt auch für branchenspezifische Zeitungen⁵³⁶, die eine hohe Auflage haben⁵³⁷.

Nach ganz überwiegender Auffassung⁵³⁸ reicht eine Veröffentlichung durch Regional- und Lokalmedien, weder gedruckt noch online, für die Herstellung einer öffentlichen Bekanntheit im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR aus. Diese Medien werden nur von einem Bruchteil der (potenziellen) Marktteilnehmer konsumiert. Daher würde die kursrelevante Information allenfalls zufällig einigen wenigen Anlegern aus dieser Region bekannt werden, die dann über einen Informationsvorsprung verfügen würden. Veröffentlichungen in elektronischen Informationsverbreitungssystemen wie Reuters oder Bloomberg führen zu einer öffentlichen Bekanntheit der Information, sofern sie über eine hinreichende Reichweite verfügen und lediglich angemessene Gebühren verlangen⁵³⁹. Informationen, die auf der Website des Emittenten, etwa unter der Rubrik „Investors Relations“, veröffentlicht werden, gelten nicht als öffentlich bekannt⁵⁴⁰.

Diese Einordnung von Veröffentlichungen auf Unternehmenswebsites überzeugt, da sich bei solchen Veröffentlichungen das gleiche Problem stellt wie bei Veröffentlichungen in lokalen oder regionalen Medien. Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass sämtliche potenziellen Anleger regelmäßig die Websites verschiedener Emittenten nach neuen Informationen durchsuchen. Vielmehr würden auch hier einzelne Marktteilnehmer eher zufällig einen Informationsvorsprung erhalten, wenn sie zum richtigen Zeitpunkt die entsprechende Unternehmenswebsite aufrufen würden.

⁵³⁵ So wohl auch: Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/14 Art. 7 Rn. 113 jedoch nur, wenn es sich um die online Veröffentlichung einer in gedruckter Auflage überregional erscheinenden Zeitung handelt; deulicher: Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 89.

⁵³⁶ Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/14 Art. 7 Rn. 113.

⁵³⁷ Bspw: Börsen-Zeitung die keine Auflagenzahl veröffentlicht, aber allgemein bekannt ist; WirtschaftsWoche mit einer verkauften Auflage von ca. 48.000 <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/783601/umfrage/e-paper-auflage-des-wirtschaftsmagazins-wirtschaftswoche/#:~:text=E%2DPaper%2DAuflage%20des%20Wirtschaftsmagazins,Quartal%202022&text=Laut%20der%20IVW%2DAuflagenliste%20lag,2023%20bei%20rund%2047.400%20Exemplaren> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁵³⁸ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 100; *Klöhn*, ZHR 180 (2016), 707 (727); Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/14 Art. 7 Rn. 113; Hopt/*Kumpan*, HGB, Art. 7 MAR, Rn. 8; Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.3 Art. 7 MAR, Rn. 61; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 53; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 89.

⁵³⁹ *Klöhn*, ZHR 180 (2016), 707 (727); Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.3 Art. 7 MAR, Rn. 57; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 53 ohne die Einschränkung angemessener Gebühren; a.A. wohl Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/14 Art. 7 Rn. 111, 112 da elektronische Informationsverbreitungssysteme regelmäßig nur durch institutionelle Investoren genutzt werden würden.

⁵⁴⁰ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 102; *Klöhn*, ZHR 180 (2016), 707 (728); Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/14 Art. 7 Rn. 113; Hopt/*Kumpan*, HGB, Art. 7 MAR, Rn. 8 Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 91; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 7 Rn. 64.

Die Schwäche des Mediums „Unternehmenswebsite“ liegt darin, dass sie lediglich sporadisch Informationen von einzelnen Marktteilnehmern enthält und diese gerade nicht systematisch sammelt und einordnet. Es wird daher kaum Marktteilnehmer geben, die Unternehmenswebsites täglich aufrufen und wie eine Tageszeitung lesen. Den Websites fehlt es gerade an einem redaktionellen Element, welches die Informationen für den Leser zusammenstellt und kategorisiert. Hinzukommt, dass die Unternehmenswebsites vor allem der Repräsentation des Unternehmers dienen und die Informationen dementsprechend dargestellt werden. Gerade für Privatanleger kann daher eine kritische Einordnung durch entsprechende Medien hilfreich sein. Schon aus diesen Gründen ist es überzeugend, Unternehmenswebsites und überregionale Tageszeitungen im Hinblick auf die öffentliche Bekanntheit von dort veröffentlichten Informationen unterschiedlich zu behandeln.

Dies zeigt auch der Vergleich mit den Regeln zur Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen gem. Art. 17 Abs. 1 MAR, bei denen eine Veröffentlichung auf der Website des Emittenten ebenfalls nicht ausreichend ist⁵⁴¹. Entsprechendes gilt für öffentliche Gerichtsverhandlungen oder Presse- und Analystenveranstaltungen, da bei diesen Veranstaltungen regelmäßig nur ein begrenzter Kreis an Personen überhaupt teilnehmen kann⁵⁴². Ausnahmsweise wird eine öffentliche Bekanntheit der Information durch die Verbreitung auf solchen Presse- und Analystenkonferenzen angenommen, wenn das breite Anlegerpublikum deutlich auf die Möglichkeit hingewiesen worden ist, dass auf der spezifischen Veranstaltung wichtige Informationen mitgeteilt werden würden⁵⁴³. Im Fall von Ereignissen im öffentlichen Raum, die grundsätzlich für jedermann erkennbar sind, wie Brand, Hochwasser, Schiffs- oder Flugzeugunglücke, wird überwiegend keine öffentliche Bekanntheit der Information angenommen, da die rein theoretische Möglichkeit der Kenntnisnahme von dem Ereignis für eine öffentliche Bekanntheit der Information im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR gerade nicht ausreicht⁵⁴⁴.

⁵⁴¹ C.I.2.c) Zugang zu Informationen für das breite Anlegerpublikum.

⁵⁴² Klöhn, ZHR 180 (2016), 707 (729); Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn.140; Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/14 Art. 7 Rn. 116, 117; Buck-Heeb, § 6 Rn. 385; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 103; Hopt/Kumpen, HGB, Art. 7 MAR, Rn. 8; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Art. 7 Rn. 61; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpen, § 86 Rn. 52; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 92; Assmann/Schneider/Mülbart/Assmann, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 7 Rn. 69; zu § 14 Abs. 1 WpHG aF: Smid, AfP 2002, 13 (16); Sturm, ZBB 2010, 20 (26) a.A. zu § 14 Abs. 1 WpHG aF: Schneider, NZG 2005, 702 (706).

⁵⁴³ Klöhn, ZHR 180 (2016), 707 (729); Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 140; Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/14 Art. 7 Rn. 116; zurückhalten: Buck-Heeb, § 6 Rn. 385.

⁵⁴⁴ Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/14 Art. 7 Rn. 118; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 143; Klöhn, ZHR 180 (2016), 707 (729); Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpen, § 86 Rn. 53.

Ein weiteres Problemfeld stellt sich bei Analysen oder Bewertungen, die auf Grundlage von bereits öffentlich bekannten Informationen erstellt werden. Hier ist es naheliegend auch diese Analysen oder Bewertungen als öffentlich bekannt anzusehen, da die in ihnen enthaltenen Informationen bereits öffentlich bekannt sind und lediglich durch subjektive Bewertungen der Ersteller ergänzt werden. Dies kann anders zu beurteilen sein, wenn die Veröffentlichung und Verbreitung dieser Informationen vom Markt routinemäßig erwartet wird und die Verbreitung und Veröffentlichung zur Preisbildung von Finanzinstrumenten beiträgt.

Daher wird beispielsweise bei Ratings das Vorliegen einer Insiderinformation fingiert, da die Tatsache, dass ein Finanzprodukt ein bestimmtes Rating bekommen oder verloren hat, an sich eine Relevanz für den Kapitalmarkt hat und zwar unabhängig davon, auf welchen öffentlich oder nichtöffentlich bekannten Informationen dieses Rating beruht⁵⁴⁵. Das gleiche gilt, wenn die Analysen oder Berichte Ansichten eines anerkannten Marktkommentators oder einer Institution, die die Preise verbundener Finanzinstrumente beeinflussen können, enthalten. Zur Beurteilung im Einzelfall ist zu berücksichtigen, in welchem Umfang die Informationen nichtöffentlich sind und welche Auswirkungen auf Finanzinstrumente möglich wären, wenn Marktteilnehmer die Berichte oder Analysen vor der Veröffentlichung oder Verbreitung zum Handel nutzen würden⁵⁴⁶.

g) Öffentliche Bekanntheit nach dem Emittentenleitfaden der BaFin

Nach dem Emittentenleitfaden der BaFin⁵⁴⁷ ist eine Information öffentlich bekannt, wenn sie einem breiten Anlegerpublikum und damit einer unbestimmten Zahl von Personen zugänglich gemacht wurde. Die öffentliche Bekanntheit einer Information sei demnach rein objektiv zu bestimmen. Daher sei auch nicht erheblich, wer eine Information öffentlich bekannt gemacht hat.

Für eine öffentliche Bekanntheit der Information ist auch nach Ansicht der BaFin erforderlich, dass die Information einem breiten Anlegerpublikum zeitgleich zugänglich ist. Dies könne durch ein allgemein zugängliches Informationsverbreitungssystem erfolgen, unabhängig davon, ob dieses kostenpflichtig sei. Dabei wird im Emittentenleitfaden nicht zwischen einem

⁵⁴⁵ Im Falle von Ratings wird das Vorliegen einer Insiderinformation gem. Art. 10 Abs. 2a Rating-VO (EG) Nr. 1060/2009 (01.01.2019) fingiert.

⁵⁴⁶ Erwägungsgrund Nr. 28 zur MAR.

⁵⁴⁷ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.1 Nicht öffentlich bekannt, S. 10.

kostenpflichtigen Abonnement und dem kostenpflichtigen Bezug einzelner Inhalte unterscheiden. Allerdings genüge die Veröffentlichung der Insiderinformation in einem nur in bestimmten Kreisen einschlägigen (Börsen-) Informationsdienst oder Newsboard dem Erfordernis der breiten Information des Anlegerpublikums grundsätzlich nicht.

Weiter führt die BaFin aus, dass Veröffentlichungen in der Lokalpresse in der Regel ebenfalls nicht dazu führen, dass Informationen als öffentlich bekannt gelten. Auch in diesen Fällen sei nicht davon auszugehen, dass die Information einem breiten Anlegerpublikum zugänglich gemacht worden ist. Dies gilt nach Ansicht der BaFin ebenfalls für Veröffentlichungen mittels sozialer Netzwerke, da auch diese Art der Veröffentlichung keinen schnellen, zielgerichteten Zugang an ein breites Anlegerpublikum gewährleiste. Die BaFin verweist dabei auch auf Ausführungen der ESMA⁵⁴⁸, welche eine ausschließliche Veröffentlichung von Insiderinformationen auf der Website des Emittenten oder webbasiert über soziale Netzwerke ohne eine Mitteilung an die Medien für keine angemessene öffentliche Bekanntmachung hält. Die in Bezug genommenen Ausführungen der ESMA beziehen sich zwar nicht auf das Vorliegen einer Insiderinformation im Sinne des Art. 7 Abs. 1 MAR, sondern auf die Bekanntmachungspflicht des Emittenten bei Ad-hoc-Mitteilungen nach Art. 17 Abs. 1 MAR, welche jedoch auch von der BaFin entsprechend angewendet werden.

Eine Ausnahme soll nach dem Emittentenleitfaden jedoch dann vorliegen, wenn die Information nachfolgend von der überregionalen Presse aufgenommen und weiterverbreitet wird. Erst diese Weiterverbreitung führe dazu, dass die Information als öffentlich bekannt anzusehen sei. Als weitere Negativbeispiele für Veröffentlichungen, die nicht zu einer öffentlichen Bekanntheit der Information im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR führen, nennt die BaFin die Mitteilung der Information durch den Emittenten selbst im Rahmen einer Pressekonferenz des Emittenten oder anlässlich einer Hauptversammlung. Die Hauptversammlung richte sich gerade nicht an eine unbestimmte Zahl von Interessierten, sondern gewähre nur einem bestimmten Kreis von Personen Zutritt. Dies gelte auch, wenn die Hauptversammlung „live“ im Internet übertragen wird oder die Information auf der Homepage des Unternehmens eingestellt wird. Entsprechendes gelte auch für Offenlegungen in öffentlichen Gerichtsverfahren.

⁵⁴⁸ ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28. September 2015, ESMA/2015/1455/ Rn.188.

h) Soziale Medien

Auf den ersten Blick spricht die steigende Popularität und Verbreitung sozialer Medien gerade im Vergleich zu den traditionellen Medienformaten für eine öffentliche Bekanntheit von dort verbreiteten Informationen. Die insiderrechtliche Behandlung von Informationen, die über soziale Medien verbreitet worden sind, ist für die die journalistische Arbeit von stetig steigender Bedeutung. Emittenten und deren Führungskräfte nutzen soziale Medien zunehmend als Plattform um auf sich selbst, ihre Produkte oder ihre Dienstleistungen aufmerksam zu machen und mit (potenziellen) Kunden oder Investoren in Kontakt zu treten. Journalisten greifen die so verbreiteten Informationen in ihrer Berichterstattung auf und nutzen soziale Medien als journalistische Informationsquelle. Besonders exponierte Persönlichkeiten⁵⁴⁹ nutzen soziale Medien regelmäßig um ihre Ansichten⁵⁵⁰ oder kurserhebliche Informationen⁵⁵¹ zu verbreiten. Deren Beiträge sind entsprechend häufig auch Gegenstand journalistischer Berichterstattung.

Neben dieser Funktion als Informationsquelle können Journalisten soziale Medien auch dazu nutzen ihre Werke zu publizieren, ohne dabei auf einen Verlag angewiesen zu sein. Gerade freiberufliche Journalisten nutzen soziale Medien etwa dazu, ihre Artikel zu bewerben oder diese direkt dort zu publizieren⁵⁵². In Bezug auf die Publikation journalistischer Arbeiten in sozialen Medien ist die Frage, ob eine Information durch ihre Verbreitung in sozialen Medien öffentlich bekannt im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR ist, von entscheidender Bedeutung. Sofern die Verbreitung einer Information in den sozialen Medien dazu führen würde, dass die Information öffentlich bekannt wird und damit keine Insiderinformation mehr ist, hätten Journalisten die Möglichkeit, Werke, die Insiderinformationen enthalten, in den sozialen Medien zu publizieren, ohne dabei in einen Konflikt mit dem Insiderrecht zu geraten.

⁵⁴⁹ Elon Musk hat beispielsweise im Februar 2022 eine Umfrage unter seinen Twitter-Followern gestartet, in welcher diese darüber abstimmen sollten, ob Musk 10 % seiner Tesla Aktien verkaufen solle, was erhebliche Kursschwankungen bei der Tesla Aktie auslöste <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/autoindustrie/tesla-elon-musk-hat-wieder-aerger-mit-der-boersenaufsicht-sec-a-bd8b15c9-d48e-4761-bbb3-497d30e0a4b8> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁵⁵⁰ Musk hatte 2018 über Twitter verbreitet, er wolle Tesla von der Börse nehmen und habe sich die notwendige Finanzierung bereits gesichert <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/tech/elon-musk-vor-gericht-zu-tesla-tweet-nur-weil-ich-etwas-twittere-bedeutet-es-nicht-dass-leute-das-glauben-a-44349c5e-5a6c-4682-b751-4d98c93b1d04> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁵⁵¹ Musk behauptete in einem Beitrag, dass Tesla im Jahr 2019 500.00 Fahrzeuge produzieren werde <https://www.manager-magazin.de/lifestyle/artikel/elon-musk-streit-zwischen-sec-und-tesla-chef-eskaliert-a-1258676.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁵⁵² Bettendorf, S. 7 ff., welche insbesondere auf den sogenannten Instagram-Journalismus eingeht.

Soziale Medien bieten eine Möglichkeit der globalen Vernetzung über das Internet durch eine praktisch kostenfreie und zeitlich nahezu verzögerungsfreie Übermittlung von Informationen⁵⁵³, auch über das breite Anlegerpublikum hinaus⁵⁵⁴. Im Vergleich zu der Reichweite großer deutscher Tageszeitungen, durch deren Berichterstattung eine Information nach einhelliger Auffassung als öffentlich bekannt gilt, haben soziale Medien schon jetzt eine deutlich höhere Reichweite. Im Jahr 2023 nutzten 16 Prozent der Erwachsenen Printmedien regelmäßig als Informationsquelle⁵⁵⁵ und lediglich sechs Prozent als Hauptinformationsquelle⁵⁵⁶. Soziale Medien nutzen hingegen 29 Prozent der Erwachsenen als regelmäßige Informationsquelle⁵⁵⁷ und 14 Prozent als Hauptquelle⁵⁵⁸. In der Altersgruppe der 18-24-Jährigen ist die Nutzung von sozialen Medien (44 % als regelmäßige Quelle⁵⁵⁹, 35 % als Hauptquelle⁵⁶⁰) um ein Vielfaches verbreiteter als die Nutzung von Printmedien (13 % als regelmäßige Quelle⁵⁶¹, 8 % als Hauptquelle⁵⁶²). In der Altersgruppe über 55 Jahren nutzen 29 Prozent Printmedien regelmäßig als Informationsquelle⁵⁶³ und sieben Prozent als Hauptquelle⁵⁶⁴. Soziale Medien werden von 24 Prozent der über 55-Jährigen regelmäßig als Informationsquelle genutzt⁵⁶⁵, sieben Prozent nutzen sie als Hauptquelle⁵⁶⁶.

Gerade in den jüngeren Altersgruppen sind soziale Medien als Informationsquelle somit deutlich stärker verbreitet als klassische Printmedien, was sich weniger extrem auch in der Gesamtbevölkerung widerspiegelt. Zu beachten ist jedoch, dass sich diese Erhebungen auf das Nutzerverhalten der breiten Öffentlichkeit im Allgemeinen beziehen und nicht spezifisch das Nutzerverhalten des am Kapitalmarkt interessierten breiten Anlegerpublikums erfasst worden ist. Dennoch wurde der Einfluss sozialer Medien auch auf das breite Anlegerpublikum unter ande-

⁵⁵³ *Seibt*, BB 2019 2563 (2564).

⁵⁵⁴ *Kuntz/Stark*, ZHR 183 (2019) 218.

⁵⁵⁵ *Behre/Hölig/Möller*, S. 20, Abbildung 11.

⁵⁵⁶ *Behre/Hölig/Möller*, S. 24, Abbildung 15.

⁵⁵⁷ *Behre/Hölig/Möller*, S. 19, Abbildung 10.

⁵⁵⁸ *Behre/Hölig/Möller*, S. 25, Abbildung 17.

⁵⁵⁹ *Behre/Hölig/Möller*, S. 22, Abbildung 14.

⁵⁶⁰ *Behre/Hölig/Möller*, S. 24, Abbildung 16.

⁵⁶¹ *Behre/Hölig/Möller*, S. 20, Abbildung 11.

⁵⁶² *Behre/Hölig/Möller*, S. 24, Abbildung 15.

⁵⁶³ *Behre/Hölig/Möller*, S. 20, Abbildung 11.

⁵⁶⁴ *Behre/Hölig/Möller*, S. 24, Abbildung 15.

⁵⁶⁵ *Behre/Hölig/Möller*, S. 20, Abbildung 12.

⁵⁶⁶ *Behre/Hölig/Möller*, S. 24, Abbildung 16.

rem im Herbst 2021 deutlich, als sich Million von Nutzern des sozialen Netzwerks Reddit zusammenschlossen, um die Kurse einzelner Werte wie Gamestop oder der AMC Entertainment massiv zu beeinflussen⁵⁶⁷.

Die juristische Diskussion zur insiderrechtlichen Einordnung von Beiträgen in sozialen Medien findet Schwerpunktmäßig in den USA statt. Anlass der Diskussion ist eine Auseinandersetzung zwischen der dortigen Börsenaufsicht SEC⁵⁶⁸ und dem Netflix-Gründer Reed Hastings. Aufgrund der engen wirtschaftlichen Verbindungen zwischen dem europäischen und dem US-amerikanischen Finanzmarkt dient die Diskussion in den USA regelmäßig als Ausgangspunkt für die insiderrechtliche Diskussion in Europa und wird daher im Folgenden kurz dargestellt. Anschließend wird der Meinungsstand in den USA mit dem zur Rechtslage nach der MAR verglichen, um einen umfassenden Einblick in die Diskussion zu ermöglichen.

aa) Rechtslage in den USA

Gerade in den USA haben Mitteilungen herausragender Persönlichkeiten, inklusive des Staatsoberhauptes, in sozialen Medien eine große Öffentlichkeitswirkung und erzeugen auch ein entsprechendes Echo in der Medienberichterstattung. Für die US-amerikanische Börsenaufsicht SEC wurde insbesondere der Fall des Netflix-Gründers Reed Hastings relevant. Dieser hatte am 3. Juli 2012 auf seiner Facebookseite gepostet, dass die Menge an monatlich gestreamten Inhalten auf Netflix erstmals die eine Milliarde-Stunden-Marke überschritten habe. Dies bedeutete ein Wachstum der gestreamten Stunden von fast 50 Prozent und führte zu einem Wertzuwachs der Netflix-Aktie von 15 %⁵⁶⁹.

Die SEC hatte anschließend die Frage zu klären, ob in dem Post von Hastings ein Verstoß gegen das US-amerikanische Insiderrecht⁵⁷⁰ zu sehen ist. Ähnlich wie Art. 10 MAR verbieten section 13 (a) des Exchange Acts und FD Regulation, dass Publikumsgesellschaften oder in ihrem Namen handelnde Personen wesentliche nicht öffentliche Informationen selektiv, insbesondere

⁵⁶⁷ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/trading-ein-jahr-nach-der-gamestop-rally-was-von-den-reddit-tradern-geblieben-ist/27979950.html?tm=login> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); *Sajnovits*, ZGR 2021, 804-845.

⁵⁶⁸ U.S. Securities and Exchange Commission.

⁵⁶⁹ SECRelease No. 69279 / April 2, 2013, Netflix, Inc., and Reed Hastings, III. S. 3 f.; *Buck-Heeb*, AG 2021, 42.

⁵⁷⁰ Fair Disclosure Regulation 17 C.F.R. § 243.101 [e] [1] mit Ausnahmetatbestand in 101 [e] [2]; Securities Exchange Act von 1934, section 13 a.

gegenüber bestimmten Wertpapierfachleuten oder Aktionären, offenlegen. Dieses Verbot bezieht sich auf Informationen, bei denen vernünftigerweise vorhersehbar ist, dass sie zum Handel mit Finanzinstrumenten eingesetzt werden könnten, bevor sie öffentlich bekannt werden.

In den Leitfäden der SEC zur Auslegung der FD Regulation in der damals relevanten Version von 2008⁵⁷¹ wurde erläutert, dass eine öffentliche Bekanntgabe der Information im Sinne der FD Regulation über einen anerkannten Vertriebsweg erfolgen müsse⁵⁷². Konkret ging es um die Frage, ob die Verbreitung über soziale Netzwerke einen solchen anerkannten Vertriebsweg darstellen kann, womit übertragen auf die MAR, die Information durch die Verbreitung über die Facebookseite des CEO öffentlich bekannt geworden wäre.

Die SEC ist bei der Beurteilung der Verbreitungswege betont technologieoffen. In ihren Leitfäden führt sie aus, dass sie seit langem die entscheidende Rolle des Internets und der elektronischen Kommunikation bei der Modernisierung des Offenlegungssystems und bei der Förderung von Transparenz, Liquidität und Effizienz auf den Handelsmärkten erkannt habe⁵⁷³. Ein ähnliches Bekenntnis des europäischen Gesetzgebers findet sich in Erwägungsgrund Nr. 48 zur MAR, wonach es wichtig sei klarzustellen, dass Websites, Blogs und soziale Medien immer stärker genutzt würden und dass die Verbreitung falscher oder irreführender Informationen über das Internet, einschließlich Websites, sozialer Medien oder anonymer Blogs, als gleichwertig mit der Verbreitung über traditionelle Kommunikationskanäle zu betrachten sei.

Der Leitfaden der SEC aus 2008 setzt sich jedoch lediglich mit der Verbreitung von Informationen auf den Websites der Emittenten auseinander. Demnach hängt die Frage, ob die Website eines Emittenten ein anerkannter Vertriebskanal ist⁵⁷⁴ von den Schritten ab, die der Emittent unternommen hat, um den Markt auf seine Website und seine Offenlegungspraktiken aufmerksam zu machen sowie von der Nutzung der Website des Emittenten durch Investoren und den Kapitalmarkt⁵⁷⁵. Dazu hat die SEC einen nicht abschließenden Kriterienkatalog aufgestellt, um die Eignung der Website eines Emittenten als Verbreitungschanal zur öffentlichen Bekanntmachung von Informationen festzustellen⁵⁷⁶.

⁵⁷¹ SEC, Release No. 34-58288 / August 7, 2008.

⁵⁷² SEC, Release No. 69279 / April 2, 2013, Netflix, Inc., and Reed Hastings, I. S. 1.

⁵⁷³ SEC, Release No. 34-58288 / August 7, 2008, I. S. 6.

⁵⁷⁴ Entsprache in der MAR einer öffentlichen Bekanntheit der Information im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a).

⁵⁷⁵ SEC, Release No. 34-58288 / August 7, 2008, II. A. 1. S. 17, 18.

⁵⁷⁶ SEC, Release No. 34-58288 / August 7, 2008, II. A. 1. S. 20 - 22.

Als Kriterien werden die Bekanntheit der Website am Markt und bei Investoren und der Presse genannt sowie der Umstand, ob der Emittent in der Vergangenheit schon einmal eine wichtige Information auf seiner Website bekanntgegeben hat und ob er die Veröffentlichung auf seiner Website zuvor angekündigt hat. Außerdem kann es eine Rolle spielen, ob der Emittent auf seiner Website die Möglichkeit anbietet, sich bei neuen Inhalten Push-Nachrichten auf sein Endgerät schicken zu lassen. Ferner seien auch die Natur und die Komplexität der Information zu berücksichtigen⁵⁷⁷.

Demnach lässt die SEC im Gegensatz zur ESMA und zur BaFin eine Offenlegung von Insiderinformationen durch deren Verbreitung über die Website des Emittenten grundsätzlich zu. Diese Grundsätze für Veröffentlichungen auf der eigenen Website sind laut SEC auch auf Veröffentlichungen in sozialen Medien anwendbar⁵⁷⁸. Die SEC kommt letztlich zu dem Ergebnis, dass es sich bei sozialen Medien grundsätzlich um einen zulässigen Verbreitungskanal handelt, wobei die genannten Kriterien für Websites entsprechend anzuwenden sind. Entscheidend sei insbesondere, den Markt darüber zu informieren, welche Kommunikationsformen ein Unternehmen für die Verbreitung wesentlicher, nicht öffentlicher Informationen zu nutzen gedenkt, einschließlich der sozialen Netzwerke, die genutzt werden sollen sowie die Art der Information, die über diese Kanäle offengelegt werden können.

Ohne einen solchen Hinweis sei das Anlegerpublikum gezwungen, mit einem sich ändernden und wachsenden Universum potenzieller Offenlegungskanäle Schritt zu halten, was eine praktisch unmögliche Aufgabe darstelle⁵⁷⁹. Die SEC schlägt weiter vor, dass die Emittenten bei ihren regelmäßigen Berichten und Pressemitteilungen auf ihre Accounts in den sozialen Netzwerken hinweisen könnten und diese so schrittweise als bekannten Nachrichtenkanal etablieren könnten⁵⁸⁰.

⁵⁷⁷ SEC, Release No. 34-58288 / August 7, 2008, II. A. 1. S. 20 - 22.

⁵⁷⁸ SEC, Release No. 69279 / April 2, 2013, Netflix, Inc., and Reed Hastings, IV. S. 5.

⁵⁷⁹ SEC, Release No. 69279 / April 2, 2013, Netflix, Inc., and Reed Hastings, B. S. 7.

⁵⁸⁰ SEC, Release No. 69279 / April 2, 2013, Netflix, Inc., and Reed Hastings, B. S. 7.

bb) Rechtslage nach der MAR

Die Herstellung der öffentlichen Bekanntheit einer Information durch die Veröffentlichung in sozialen Medien stößt sowohl bei den Aufsichtsbehörden⁵⁸¹ als auch in der juristischen Literatur auf breite Ablehnung⁵⁸². Das zentrale Argument gegen eine öffentliche Bekanntheit der in sozialen Medien veröffentlichten Informationen lautet, dass dort nur ein beschränkter Adressatenkreis die Möglichkeit zur Kenntnisnahme habe und daher kein hinreichender Informationszugang für das breite Anlegerpublikum gewährleistet sei. Demnach liege eine öffentliche Bekanntheit der Information erst dann vor, wenn die Information, welche auch eine Veröffentlichung in sozialen Medien sein kann, in die überregionale Berichterstattung aufgenommen und durch diese entsprechend verbreitet wird⁵⁸³.

Twitter(X)-Tweets können direkt an eine Social-Media-Plattform, wie etwa Stocktwits, gesendet und von dort aus durch Nachrichtenagenturen in kurzer Zeit weiterverbreitet werden, was jedoch nicht zu einer zeitlich unmittelbaren Aufnahme in die Ticker der Nachrichtenagenturen führt⁵⁸⁴. Es verbleibt somit ein wenn auch geringes Zeitfenster zwischen dem Post in den sozialen Medien und der Aufnahme in der überregionalen Berichterstattung, in welchem ein Informationsvorsprung entsteht, was die Gefahr von Insiderhandel hervorruft.

Argumentativ wird die Verbreitung einer Information in sozialen Netzwerken mit einer Verbreitung der Information auf der Website des Emittenten häufig gleichgesetzt⁵⁸⁵. Dies vermag nur teilweise zu überzeugen. Eine Vergleichbarkeit der beiden Verbreitungsformen besteht insofern, als dass weder die Website eines Emittenten noch dessen Aktivitäten in sozialen Netzwerken permanent von dem breiten Anlegerpublikum beobachtet werden können. Auch bei der

⁵⁸¹ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.1 Nicht öffentlich bekannt, S. 10; *ESMA*, ESMA/2015/1455/ Rn. 188.

⁵⁸² *Buck-Heeb*, AG 2021, 42 (44); *Klöhn*, ZHR 180 (2016), 707 (728); *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333 (1335, 1336); *Schwark/Zimmer/Kumpfan/Misterek*, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 115; *Klöhn/Klöhn*, Art. 7 Rn. 138; *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 101; *Meyer/Veil/Rönnau/Krause*, § 6 Rn. 92, 92a, § 8 Rn. 47; *Park/Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.3 Art. 7 Rn. 61; *Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann*, VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 7 Rn. 69; *Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpfan*, § 86 Rn. 53; *a.A. Kuntz/Stark*, ZHR (2019), 218.

⁵⁸³ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.1 Nicht öffentlich bekannt, S. 10; *Buck-Heeb*, AG 2021, 42 (44).

⁵⁸⁴ *Buck-Heeb*, AG 2021, 42 (45); *Meyer/Veil/Rönnau/Krause*, § 6 Rn. 92a;

⁵⁸⁵ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.1 Nicht öffentlich bekannt, S. 10; *Meyer/Veil/Rönnau/Krause*, § 6 Rn. 92, 92a; *Schwark/Zimmer/Kumpfan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Rn. 115; *Klöhn/Klöhn*, Art. 7 Rn. 138; *Park/Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.3 Art. 7 MAR, Rn. 61; *Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann*, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 7 Rn. 69.

Nutzung sozialer Medien stellt sich das Problem, dass eine Nutzung dieser Kanäle zur Herstellung einer öffentlichen Bekanntheit von Informationen zu einer Fragmentierung der Informationskanäle führen kann⁵⁸⁶. Es besteht konkret die Gefahr, dass bei der Verbreitung von Informationen durch soziale Medien ein zufälliger Informationsvorsprung einzelner Marktteilnehmer entstehen kann, wenn diese die Mitteilung des Emittenten zufällig besonders früh zur Kenntnis nehmen.

Allerdings ist zu beachten, dass der Zweck sozialer Medien gerade in der Interaktion der Nutzer miteinander besteht. Demnach werden Informationen, gerade wenn sie einen besonderen Nachrichtenwert haben, von den Nutzern, unterstützt von entsprechenden Funktionen wie dem „Teilen“ (Facebook) oder „retweeten“ (Twitter (X)), geteilt, kommentiert oder anderweitig vervielfältigt, sodass sich die Informationen innerhalb des Netzwerkes verbreiten⁵⁸⁷. Einen solchen Netzwerkeffekt, welcher die Verbreitung einer Information begünstigt, haben die Websites von Emittenten gerade nicht. In einem sozialen Netzwerk ist die Reichweite einer Person oder eines Emittenten daher nicht allein danach zu bestimmen, wie viele Nutzer die Beiträge dieser Person oder dieses Emittenten unmittelbar verfolgen, da die Reichweite des Beitrages vor allem davon abhängt, ob er von anderen Nutzern wiederum vervielfältigt wird.

Dieser Umstand wird bei einer Gleichsetzung von Unternehmenswebsites mit den Auftritten in sozialen Medien verkannt. Allerdings ändert dieser Netzwerkeffekt nichts daran, dass die Nutzer, die in den Verbreitungsketten des Netzwerkes besonders früh Kenntnis von einer Information haben, diese zunächst als Insiderinformation erhalten würden und diese Information erst nach einer gewissen Zeit eine Verbreitung im Netzwerk erreicht hätte, welche zu einer öffentlichen Bekanntheit der Information führen könnte. Demnach verhindert die Tatsache, dass es einen Netzwerkeffekt in sozialen Netzwerken gibt, keine Informationsasymmetrien, sondern verkürzt lediglich deren Dauer.

⁵⁸⁶ Zu Ad-hoc Mitteilungen: *Buck-Heeb*, AG 2021, 42 (47) die von „Zersplitterung“ der Mitteilungskanäle spricht.

⁵⁸⁷ *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333 (1337); *Kuntz/Stark*, ZHR 183 (2019) 198; Zur sogenannten Many-to-Many-Kommunikation: *Bleicher*, Grundwissen Internet, S. 133, 8.2.

Ferner wird einer öffentlichen Bekanntheit der, über soziale Medien verbreiteten Informationen entgegengehalten, dass regelmäßig ein spezieller Zugang, insbesondere das Anlegen eines Accounts in dem jeweiligen sozialen Netzwerk, notwendig ist⁵⁸⁸. Dazu muss der Nutzer des Netzwerkes die Nutzungsbedingungen des Anbieters akzeptieren und die Feeds des Emittenten abonniert haben⁵⁸⁹. Allerdings bestehen vergleichbare Zugangsbeschränkungen auch bei den Onlineangeboten großer Tageszeitungen oder bei elektronischen Informationsverbreitungssystemen. Vielmehr setzt die Nutzung dieser Onlinemedien nicht nur eine Registrierung voraus, sondern darüber hinaus auch den Abschluss eines kostenpflichtigen Abonnements. Im Gegensatz dazu ist die Nutzung von sozialen Medien, jedenfalls in den sogenannten Basisversionen, bei denen schon ein voller Zugriff auf die von Emittenten verbreiteten Inhalte besteht, kostenlos.

Zudem ist für eine lediglich passive Nutzung der sozialen Medien eine Registrierung in dem jeweiligen Netzwerk nicht zwingend erforderlich. Schon bei der Suche nach einem Stichwort in einer gängigen online Suchmaschine werden Veröffentlichungen in sozialen Medien angezeigt und können nach erfolgter Einwilligung in die Datenerhebung und Verarbeitung auch ohne Registrierung gelesen werden⁵⁹⁰. Lediglich eine aktive Teilnahme, also das Veröffentlichung eigener Beiträge, setzt eine Registrierung in dem jeweiligen Netzwerk voraus. Die Zugangsbarrieren für das breite Anlegerpublikum sind in den sozialen Netzwerken somit deutlich niedriger als bei den Onlineangeboten großer Tageszeitungen oder elektronischer Informationsverbreitungssysteme.

Ferner ist das Abonnieren des Feeds des Emittenten keinesfalls eine zwingende Voraussetzung für den Zugang zu dessen Beiträgen. Das Abonnieren des Feeds hat lediglich zur Folge, dass der jeweilige Nutzer benachrichtigt wird, sobald der Emittenten einen neuen Beitrag veröffentlicht, wobei auch diese Benachrichtigungen wiederum dem Nutzerverhalten angepasst werden. Diese Funktion des Abonnierens bietet dem Nutzer der Plattform die Möglichkeit, gezielt diejenigen Emittenten zu abonnieren, an deren Beiträgen er besonders interessiert ist. Als weiteres Argument gegen eine Nutzung sozialer Medien zur Herstellung einer öffentlichen Bekanntheit von Informationen wird angeführt, dass die Zahl der Follower der Emittenten sehr unterschiedlich ist und daher zu erwarten sei, dass ein großer Teil des Anlegerpublikums nicht ausreichend

⁵⁸⁸ Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 92a.

⁵⁸⁹ „Follower“ auf Twitter und LinkedIn; „Gefällt mir“ bei Facebook.

⁵⁹⁰ Kuntz/Stark, ZHR 183 (2019) 197.

auf die Veröffentlichung der Information über ein bestimmtes soziales Medium aufmerksam werde⁵⁹¹.

Allerdings wird auch bei Veröffentlichungen in Tageszeitungen nach der Auflagenstärke der Tageszeitung differenziert sowie danach, ob die Tageszeitung lediglich regional oder bundesweit verlegt wird. Eine solche Differenzierung könnte auch bei Veröffentlichungen in sozialen Medien vorgenommen werden. Im Gegensatz zu Tageszeitungen erfolgt hier die Veröffentlichung nicht nur bundesweit, sondern global, wobei ggf. Sprachbarrieren bestehen. Im Hinblick auf die Reichweite von sozialen Medien dürfen nicht weitergehende Anforderungen gestellt werden als an die Reichweite von Printmedien⁵⁹².

Die Auflagenzahl der Frankfurter Allgemeinen Zeitung lag in den letzten fünf Jahren⁵⁹³ bei ca. 210.000 Exemplaren⁵⁹⁴. DAX-Unternehmen wie Siemens⁵⁹⁵, Bayer⁵⁹⁶ oder SAP⁵⁹⁷ verfügen beispielsweise auf der Plattform LinkedIn, über eine bedeutend höhere Reichweite. Die fünf in Deutschland überregional verlegten Tageszeitungen kommen zusammen dagegen lediglich auf eine Auflage von 720.000⁵⁹⁸. Allerdings gibt es auch DAX-Unternehmen, wie Deutsche Wohnen⁵⁹⁹, Deutsche Börse⁶⁰⁰ oder MTU Aero Engines⁶⁰¹, die über eine deutlich geringere Reichweite verfügen.

Aufgrund dieser großen Reichweitenunterschiede ist eine differenzierte Betrachtung nach der jeweiligen Reichweite eines Emittenten auf einer bestimmten Plattform geboten. In den Fällen, in denen die Emittenten über eine Reichweite von über 200.000 Accounts verfügen, kann eine öffentliche Bekanntheit der über diesen Account verbreiteten Informationen jedenfalls nicht an einer zu geringen Reichweite scheitern. Zudem wurde für den US-amerikanischen Kapitalmarkt in empirischen Studien nachgewiesen, dass in sozialen Medien verbreitete Nachrichten

⁵⁹¹ Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 92a; *Buck-Heeb*, AG 2021, 42 (44, 45).

⁵⁹² Zur Reichweite sozialer Medien *Buck-Heeb*, AG 2021, 42 (44).

⁵⁹³ Q 3 2018 bis Q 3 2023.

⁵⁹⁴ <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/382146/umfrage/auflage-der-frankfurter-allgemeinen-zeitung/> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024), tägliche Auflage Montag bis Samstag inkl. E-Paper.

⁵⁹⁵ Ca. 7.000.000 Follower auf LinkedIn (Stand 11.10.2024).

⁵⁹⁶ Ca. 6.000.000 Follower auf LinkedIn (Stand 11.10.2024).

⁵⁹⁷ Ca. 4.000.000 Follower auf LinkedIn (Stand 11.10.2024).

⁵⁹⁸ Bundesverband Digitalpublisher und Zeitungsverleger, <https://www.bdzy.de/alle-themen/marktdaten#c33585> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁵⁹⁹ Ca. 6.000 Follower auf LinkedIn (Stand 11.10.2024).

⁶⁰⁰ Ca. 93.000 Follower auf LinkedIn (Stand 11.10.2024).

⁶⁰¹ Ca. 100.000 Follower auf LinkedIn (Stand 11.10.2024).

eine breitere Adressatenbasis als in konventionellen Medien verbreitete Informationen finden und in erheblichem Umfang auch nichtprofessionelle Investoren erreichen und dadurch preisrelevant sind⁶⁰².

Der wirklich entscheidende Aspekt ist vielmehr, dass sowohl elektronische Informationsverbreitungssysteme als auch bundesweite Tageszeitungen Informationen redaktionell zusammenfassen und diese nach Relevanz und Aktualität strukturieren und aufbereiten⁶⁰³. Durch Nutzung dieser Medien können sich Anleger über das Marktgeschehen im Allgemeinen informieren und laufen weniger Gefahr, dass sie von wichtigen Informationen spät oder gar keine Kenntnis erlangen, wobei sie jedoch auch keinen direkten Einfluss auf den Inhalt der Berichterstattung haben⁶⁰⁴. Dem Anleger wird somit eine Fragmentierung der Informationskanäle erspart und er kann besonders relevante Informationen über einen zentralen Kanal empfangen und muss sich diese nicht selbst auf den unterschiedlichsten Plattformen oder Websites zusammensuchen.

Zwar besteht technisch die Möglichkeit, durch sogenannte RSS-Newsfeeds⁶⁰⁵ über jeden neuen Inhalt eines bestimmten Accounts in verschiedenen Netzwerken direkt informiert zu werden, jedoch kann diese eine redaktionelle Recherche und Kategorisierung durch konventionelle Medien nicht ersetzen. Zwar garantiert auch der Abdruck einer Information in einer Tageszeitung nicht, dass diese Information von dem breiten Anlegerpublikum auch tatsächlich zur Kenntnis genommen wird, auf diese kommt es jedoch auch nicht an⁶⁰⁶. Entscheidend ist, dass es zentrale Informationskanäle gibt, über die das breite Anlegerpublikum möglichst zeitgleich zumindest die Möglichkeit erhält, von relevanten Informationen Kenntnis zu nehmen. Diese Konzentrationsfunktion der Medien rechtfertigt es, deren Veröffentlichungen im Hinblick auf eine öffentliche Bekanntheit der durch sie veröffentlichten Informationen gegenüber Veröffentlichungen von Emittenten unabhängig von dem Medium der Veröffentlichung zu bevorzugen.

Dies führt jedoch nicht dazu, dass Veröffentlichungen in sozialen Medien grundsätzlich nicht zu einer öffentlichen Bekanntheit im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR führen können. Die

⁶⁰² Möllers/Schauer, NZG 2021, 1333 (1335); Kuntz/Stark, ZHR 183 (2019) 213, 214 mit weiteren Ausführungen zu Führungspersonal, welches soziale Medien zur Unternehmenskommunikation nutzt – Social Executives und empirischen Untersuchungen insbesondere zur Preisrelevanz der social-media Aktivitäten.

⁶⁰³ Ähnlich: Möllers/Schauer, NZG 2021, 1333 (1335).

⁶⁰⁴ Sogenannte „Gatekeeper-Funktion“ der traditionellen Massenmedien Kuntz/Stark, ZHR 183 (2019) (195).

⁶⁰⁵ Zur Funktionsweise und Modifikationsmöglichkeiten von „Newsfeeds“ bzw. „Timelines“ Kuntz/Stark, ZHR 183 (2019) 220.

⁶⁰⁶ Wohl a.A. Kuntz/Stark, ZHR 183 (2019) 219.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ) hat mit ca. 586.000 Facebook-Follower⁶⁰⁷ mehr als doppelt so viele Facebook-Abonnenten wie Zeitungs-Abonnenten (ca. 210.000)⁶⁰⁸. Das bloße Abstellen auf das Medium der Veröffentlichung würde bedeuten, dass wenn die FAZ eine Information in ihrer Zeitung und in ihrem E-Paper mit einer Reichweite von 210.000 Lesern verbreitet, die Information als öffentlich bekannt gilt. Wenn die FAZ den gleichen Text oder die Kerninformation mit einem Link auf ihre Homepage jedoch auf Facebook⁶⁰⁹ mit doppelter Reichweite verbreitet, wäre die Information hingegen nicht öffentlich bekannt im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR. Problematisch ist diese Wertung auch in Anbetracht der Tatsache, dass die Nutzung von Facebook, im Gegensatz zum Großteil des Onlineangebots der FAZ⁶¹⁰, für den Nutzer kostenlos ist. Dieses Beispiel zeigt, dass ein pauschales Abstellen auf die Art des Mediums, welches zur Verbreitung verwendet wird, zu nicht sachgerechten Ergebnissen führt und daher abzulehnen ist.

Der Begriff der öffentlichen Bekanntheit gem. Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR ist im Einklang mit der Pressefreiheit technologieoffen auszulegen⁶¹¹. Soziale Medien scheiden somit als Veröffentlichungsmittel zur Herstellung einer öffentlichen Bekanntheit einer Information nicht von vornherein aus. Vielmehr ist danach zu differenzieren, ob der veröffentlichende Account über eine hinreichende Reichweite verfügt und darüber hinaus dem breiten Anlegerpublikum zur Information über das Marktgeschehen dient und von diesem auch dazu genutzt wird. Emittenten selbst können durch die Veröffentlichung von Informationen in sozialen Medien deren öffentliche Bekanntheit nicht herbeiführen, da deren Aktivitäten in den sozialen Medien nicht der Information über das allgemeine Marktgeschehen dienen, sondern der Repräsentation des Unternehmens. Dies kann bei den Veröffentlichungen durch Zeitungen oder Journalisten in sozialen Medien anders sein, wenn ihre Accounts über eine relevante Reichweite im Bereich von 200.000 Abonnenten oder mehr verfügen.

⁶⁰⁷ Stand: 09.10.2024; LinkedIn 270.000 gleicher Stand.

⁶⁰⁸ <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/382146/umfrage/auflage-der-frankfurter-allgemeinen-zeitung/> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024), tägliche Auflage Montag bis Samstag inkl. E-Paper.

⁶⁰⁹ Auf Twitter wäre dies aufgrund der Zeichenbegrenzung nur eingeschränkt möglich.

⁶¹⁰ In der Regel ist ein sogenanntes F+ Abonnement zum Preis von wöchentlich 5,45 € notwendig <https://abo.faz.net/weitere-produkte/f-plus-abo.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁶¹¹ Zu einem technologieoffenen Verständnis der EMRK und dem folgend des Art. 10 Abs. 2 GRCh: EGMR, Urteil vom 19. Februar 2013 – 40397/12 – Neij ua/Schweden; EGMR, Urteil vom 16. Juli 2013 – 33846/07, Rn. 59 – Wegrzynowski ua/Polen.

i) Virtuelle Hauptversammlungen

Eine öffentliche Bekanntheit wird auch für solche Informationen abgelehnt, die im Rahmen einer (virtuellen) Hauptversammlung veröffentlicht werden⁶¹². Dem ist zu folgen, da sich eine Hauptversammlung gerade an die Aktionäre eines Unternehmens und nicht an das breite Anlegerpublikum richtet. Dies dürfte auch für virtuelle Hauptversammlungen gem. § 118 a AktG gelten, selbst wenn diese von jedermann durch einen Online-Stream verfolgt werden können.

Zwar besteht dann für das breite Anlegerpublikum eine theoretische Möglichkeit der Kenntnisnahme der dort mitgeteilten Informationen. Im Ergebnis sind virtuelle Hauptversammlungen jedoch wie Veröffentlichungen auf der Website eines Emittenten zu behandeln. Gerade während der sogenannten Hauptversammlungssaison finden diverse Hauptversammlungen, teilweise auch zeitgleich, statt, womit es dem breiten Anlegerpublikum nicht möglich ist, sämtliche Hauptversammlungen gleichzeitig zu verfolgen, auch wenn sie technisch zum Stream der Hauptversammlungen Zugang hätten.

Die fehlende öffentliche Bekanntheit folgt nicht zuletzt aus dem Auskunftsverweigerungsrecht des Vorstandes gem. § 131 Abs. 3 Nr. 5 AktG, wenn sich der Vorstand durch die Erteilung einer Auskunft strafbar machen würde. Dies wird insbesondere bei einer unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen gem. Art. 14 lit. c) und Art. 10 MAR für den Fall der Erteilung der Auskunft angenommen sowie wenn die Information als Ad-hoc-Mitteilung nach Art. 17 MAR verbreitet werden müsste⁶¹³. Ein Verstoß gegen das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen kommt nur dann in Betracht, wenn die Offenlegung in der Hauptversammlung nicht zu einer öffentlichen Bekanntheit der Information führt, da es sich sonst um keine Insiderinformation mehr handeln würde.

3. Präzise Information

Auch die Frage, ob es sich bei einer Information um eine präzise Information im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR handelt, muss in der journalistischen Praxis beantwortet werden, um die

⁶¹² Klöhn, ZHR 180 (2016), 707 (731); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 103; Hopt/Kumpan, HGB, Art. 7 MAR, Rn. 8; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Rn. 57; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 53; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 7 Rn. 70; zu § 13 Abs. 1 WpHG aF: Smid, AfP 2002, 13 (16); Sturm, ZBB 2012, 20 (26); a.A. zu § 13 Abs. 1 WpHG aF: Schneider, NZG 2005, 702 (706).

⁶¹³ Spindler/Stilz/Poelzig § 131, Rn. 181, 182; Grigoleit/Herrler, § 131 Rn. 48; Heidel, § 131 Rn. 72; MüKo zum AktG/Kubis, § 131 Rn. 139 die alle von dem Vorliegen einer nicht öffentlich bekannten Information nach Mitteilung in der Hauptversammlung ausgehen.

Anwendbarkeit des Verbots der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen zu ermitteln. Sofern es sich lediglich um unpräzise Informationen handelt kann sich ein Journalist folglich sicher sein, dass er das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen nicht beachten muss. Eine besondere Schwierigkeit stellen dabei Informationen über zukünftige Ereignisse oder zeitlich gestreckte Vorgänge dar. Journalisten erfahren im Rahmen ihrer Recherche regelmäßig nur auszugsweise von bestimmten mehrstufigen Vorgängen oder wahrscheinlich bevorstehende Ereignisse und werden von ihren Quellen nicht zwangsläufig und durchgehend auf dem neusten Stand gehalten. Im Folgenden soll aufgezeigt werden, dass gerade dieser lediglich selektive Zugang zu Informationen die Beurteilung der Frage, ob es sich bei einer Information um eine präzise Information handelt, erheblich erschwert.

Insiderinformationen müssen in sämtlichen Varianten des Art. 7 Abs. 1 lit. a) – d) MAR präzise sein. Die Vorgängerregelung § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG aF sprach an dieser Stelle noch von einer „konkreten“ Information, wohingegen in Art. 1 Nr. 1 der Marktmissbrauchs-RL 2003⁶¹⁴ bereits von präzisen Informationen die Rede war. Die Anforderungen an das Merkmal der Präzision in Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR waren ebenfalls schon in Art. 1 Abs. 1 der Marktmissbrauchs-RL 2003 enthalten. Der Sinn und Zweck des Erfordernisses der präzisen Information ist eine Filterfunktion durch die Benennung von Mindestanforderungen an das Vorliegen des Umstandes, welcher eine Insiderinformation darstellen soll, da ein informationsgestützt agierender, verständiger Anleger für seine Handelsentscheidungen diesen Umstand sonst nicht in Betracht ziehen würde⁶¹⁵. Nicht präzise Informationen sind daher schon nicht geeignet, die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu beeinträchtigen und sollen daher auch nicht durch das Insiderrecht erfasst werden.

Anleger, die ihre Investitionsentscheidungen auf solche unpräzisen Informationen stützen, sind sogenannte „Noise Trader“ und bilden damit das Gegenstück zum verständigen Anleger aus Art. 7 Abs. 4 MAR⁶¹⁶. Dies wird in Art. 7 Abs. 4 MAR klar, wonach nur solche Informationen als Insiderinformationen im Sinne des Art. 7 Abs. 1 MAR zu verstehen sind, die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde. Die Prüfung, ob es sich um eine präzise Information handelt, erfolgt bei zukunftsbezogenen

⁶¹⁴ RL 2003/6/EG.

⁶¹⁵ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 60; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 26;

⁶¹⁶ C.I.5.b) Der verständige Anleger.

Umständen oder Ereignissen in zwei Schritten und bei bereits eingetretenen bzw. gegebenen Umständen oder Ereignissen in einem Schritt⁶¹⁷.

Insiderinformationen müssen gem. Art. 7 Abs. 2 S. 1 2. Teilsatz MAR spezifisch genug sein, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse der Finanzinstrumente oder der damit verbundenen derivativen Finanzinstrumente, der damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakte oder der auf den Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekte zuzulassen. Diese Voraussetzung wird auch als Kursspezifität bezeichnet⁶¹⁸ und muss sowohl bei bereits gegebenen als auch bei zukünftigen Umständen oder Ereignissen vorliegen. Bei zukunftsbezogenen Informationen ist die Prüfung der Kursspezifität folglich der erste von zwei Schritten.

Gem. Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR sind Informationen dann als präzise anzusehen, wenn damit Umstände gemeint sind, die bereits gegeben sind oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein werden oder ein Ereignis, das bereits eingetreten ist oder von dem vernünftigerweise erwartet werden kann, dass es in Zukunft eintreten wird. Das Kriterium der vernünftigen Erwartbarkeit des zukünftigen Eintretens oder Gegebenseins ist eine zusätzliche Anforderung an zukunftsbezogene Umstände oder Ereignisse und stellt bei deren Prüfung den zweiten Schritt dar⁶¹⁹.

a) Kursspezifität und Abgrenzung von Kurserheblichkeit

Die Abgrenzung des Merkmals der Kursspezifität, als Teil des Tatbestandsmerkmals der präzisen Information von der Kurserheblichkeit, welche ein eigenes Tatbestandsmerkmal des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR darstellt, ist noch nicht abschließend geklärt⁶²⁰ und wird häufig auch nicht konsequent durchgehalten⁶²¹. Allerdings sind Informationen die kurserheblich sind, je-

⁶¹⁷ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 10. Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 78;

Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 28a; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 26;

⁶¹⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 78; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 61;

Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 28b.

⁶¹⁹ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 78; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 28a; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 26; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 10.

⁶²⁰ Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 28c; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 27; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 88.

⁶²¹ Etwa im Emittentenleitfaden der Bafin: BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.3 Zwischenschritte als Insiderinformation S. 13, 14, welche Kursspezifität und Kurserheblichkeit bei der insiderrechtlichen Beurteilung von Zwischenschritten in gestreckten Vorgängen vermischt; oder auch der EuGH selbst in seiner Lafonta-Entscheidung (S. u.).

denfalls auch kursspezifisch, womit die genaue Abgrenzung von Kursspezifität und Kurserheblichkeit in der Praxis nicht erfolgen muss⁶²². Ausgangspunkt dieses dogmatischen Streits ist die durch den EuGH in seiner Geltl-Entscheidung⁶²³ und darauf aufbauend in seiner Lafonta-Entscheidung⁶²⁴ vertretene Ansicht, dass es sich bei der Kursrelevanz und der Kursspezifität um zwei unterschiedliche, nebeneinanderstehende Tatbestandsmerkmale handele⁶²⁵. Dieses Verständnis hat der EuGH in seiner AMF/LVMH-Entscheidung⁶²⁶ nochmals bestätigt.

Bei der Kursspezifität geht es nach Lesart des BGH, der BaFin und dem folgend eines Großteils der Literatur um die Frage, ob die Information überhaupt einen hinreichend konkreten Bezug zu einem oder mehreren Emittenten oder zu einem oder mehreren Finanzinstrumenten hat, um eine Aussage über die Kursrelevanz für das betroffene Finanzinstrument bzw. der mit diesem verbundenen derivativen Finanzinstrumente zu erlauben⁶²⁷. Nur wenn dies der Fall ist, kann die Information auch kurserheblich sein, also im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens dazu geeignet sein, den Kurs des betroffenen Finanzinstruments oder denjenigen der mit diesem verbundenen derivativen Finanzinstrumenten erheblich zu beeinflussen⁶²⁸.

Die Kursspezifität ist somit eine Mindestvoraussetzung, mit einer Art Filterfunktion für die Kurserheblichkeit einer Information⁶²⁹. Diese Filterfunktion ist notwendig, da eine unüber-

⁶²² Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 79.

⁶²³ EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – C-19/11 Rn. 52 = NJW 2012, 2787 (2789) (Geltl-Entscheidung) „jedes der **beiden** in den Absätzen 1 und 2 von Art. 1 der Richtlinie 2003/124 genannten Tatbestandsmerkmale einer Insiderinformation, nämlich das Vorliegen einer präzisen Information und deren Eignung, den Kurs von Finanzinstrumenten spürbar zu beeinflussen, von dem anderen Merkmal abhängt“.

⁶²⁴ EuGH, Urteil vom 11. März 2015 – C-628/13 Rn. 27, 28 = NZG 2015, 432 (433) (Lafonta-Entscheidung) „beide wesentlichen Tatbestandsmerkmale des Begriffs „Insiderinformation“ voneinander unabhängig sind und Mindestvoraussetzungen darstellen, von denen jede erfüllt sein muss“.

⁶²⁵ Wobei er diese Differenzierung selbst in der Lafonta-Entscheidung nicht konsequent durchhält, dazu: *Buck-Heeb*, LMK 2015, 373992; *Seibt/Kraack*, EWIR 2015, 237 (238).

⁶²⁶ EuG, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 33 = WM 2022, 912 (914); insoweit kritisch: *Nietsch*, WuB 2022, 341 (348).

⁶²⁷ BGH, Beschluss vom 24. April 2013 – II ZB 7/09 Rn. 21 = NZG 2013, 708 (711); Vorabentscheidung zuvor EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – C-19/11 Rn. 39 = NJW 2012, 2787 (2788) (Geltl-Entscheidung); *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.2 Präzise Information, S. 10; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 54; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 12; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpfan*, § 86 Rn. 43; *Hopt/Kumpfan*, HGB, MAR Art. 7 Rn. 1; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellochs*, § 1 Rn. 41; zu § 13 Abs. 1 WpHG aF *Smid*, AfP 2002, 13 (16).

⁶²⁸ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.2 Präzise Information, S. 10; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 12; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 28d.

⁶²⁹ EuGH, Urteil vom 13. März 2022 – C-302/20 Rn. 55 = WM 2022, 912 (915); EuGH, Urteil vom 11. März 2015 – Rs. C-628/13 Rn. 28 = AG 2015, 388 (389) (Lafonta-Entscheidung); dem folgend: *Klöhn*, NZG 2015,

schaubare Vielzahl an Umständen oder Ereignissen den Emittenten grundsätzlich mittelbar berühren könnten. Durch den Filter der Kursspezifität werden solche Informationen von der Prüfung ausgenommen, die so allgemein oder vage sind, dass sie keine Schlussfolgerung hinsichtlich ihrer möglichen Auswirkungen auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente zulassen⁶³⁰.

Als weitere Voraussetzung der Kursspezifität wird von Teilen der Literatur gefordert, dass die Information einen hinreichenden Grad objektiver Zuverlässigkeit aufweist und nicht schon Wahrheitszweifel explizit in sich trägt⁶³¹. Dabei sei die Perspektive eines verständigen Anlegers in Kenntnis aller öffentlich bekannten Informationen zugrunde zu legen, wobei dieser bei der Frage, ob er die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen wird, die erwarteten Auswirkungen der Information auf den Kurs des betreffenden Finanzinstrumentes beachten würde. Dem liegt die Überlegung zugrunde, dass es sich bei der Prüfung der Kursspezifität einer Information nur um eine vorgezogene Prüfung der Kursrelevanz der Information handele. Die Kursrelevanz einer Information sei jedoch nicht anhand starrer Anforderungen zu messen, sondern sei vielmehr flexibel.

Demnach seien die Anforderungen an die Kursspezifität umso niedriger, je höher die erwarteten Auswirkungen der Information auf den Kurs des Finanzproduktes sind. Nach dieser Ansicht sind die Anforderungen an die Kursspezifität von Informationen, deren erwartete Auswirkungen auf den Kurs des Finanzproduktes besonders hoch sind, niedriger als die Anforderungen an Informationen, deren Auswirkungen auf den Kurs der betreffenden Finanzprodukte im Falle

809 (810); Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 28d mit Überblick zur dogmatischen Herleitung; Seibt, Bankentrechtstag 2017 S. 81 (88); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 89; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 60; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 79.

⁶³⁰ EuGH, Urteil vom 11. März 2015 – Rs. C-628/13 Rn. 31 = AG 2015, 388 (390) (Lafonta-Entscheidung); BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.2 Präzise Information, S. 10; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 13, 14; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 82, 84; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 28d sogenannte „weiche Informationen“; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 44; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 79.

⁶³¹ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 84, der von Verlässlichkeit spricht; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 696/2014, Art. 7 Rn. 29.

ihres Zutreffens nur gering wären⁶³². Diese flexiblen Anforderungen an die Eintritts- bzw. Zutreffenswahrscheinlichkeit einer Information wird als Probability/Magnitude-Methode bezeichnet⁶³³.

Dieser hatte der EuGH in seiner Geltl-Entscheidung bezüglich der Ermittlung der Eintrittswahrscheinlichkeit zukünftiger Ereignisse eine klare Absage erteilt⁶³⁴, deren Anwendung bei der Ermittlung des Kursbeeinflussungspotenzials einer Information jedoch ausdrücklich nicht ausgeschlossen⁶³⁵. Die Gegenansicht sieht in dem Merkmal der Kursspezifität keine bloße Vorprüfung der Kurserheblichkeit. Demnach sei bei der Kursspezifität die Information isoliert darauf zu prüfen, ob sie abstrakt unter keinen Umständen jemals einen Handelsanreiz begründen könne. Bei der Kurserheblichkeit sei hingegen die konkrete Beziehung der Information zur Außenwelt, also dem Markt, bestehend aus verständigen Anlegern i. S. d. Art. 7 Abs. 4 MAR, zu prüfen⁶³⁶.

Wieder andere sehen in dem Merkmal der Kursspezifität ein Einfallstor für die Rechtsprechung, um solche Informationen aus dem Anwendungsbereich des Insiderrechts auszuschließen, die dem engen persönlichen Bereich der internen Willensbildung einzelner Protagonisten entstammen. Zu denken sei dabei an den vertraulichen Austausch eines Vorstandsvorsitzenden über die Fortführung seines Amtes mit seiner Ehefrau, welcher Gegenstand der Geltl-Entscheidung des EuGH war⁶³⁷.

Eine Information verfügt jedenfalls über keine hinreichende Kursspezifität, wenn sie lediglich allgemeine Informationen zur Entwicklung des Kapitalmarktes oder der Wirtschaft insgesamt (Marktdaten) zum Gegenstand hat oder unverbindliche Gedankenspiele eines Vorstandes über ein mögliches Wachstumspotenzial⁶³⁸. In seiner Geltl-Entscheidung hat der BGH ferner den

⁶³² Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 86; *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841 (846); **kritisch:** Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 696/2014, Art. 7 Rn. 31; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 89; *Bachmann*, DB 2012, 2206 (2209).

⁶³³ Dazu: C.1.3.d) Zukünftige Ereignisse oder Umstände.

⁶³⁴ EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – C-19/11 Rn. 50 = BKR 2012, 338 (342) (Geltl-Entscheidung).

⁶³⁵ EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – C-19/11 Rn. 55 = BKR 2012, 338 (343) (Geltl-Entscheidung).

⁶³⁶ Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 38.

⁶³⁷ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 90 in Bezug auf die Geltl-Entscheidungen des BGH, Beschluss vom 23. April 2013 – II ZB 7/09 = NZG 2013, 708 und in ähnlichem Kontext OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 12. Februar 2009 – 2 Ss-Owi 514/08 = NZG 2009, 391.

⁶³⁸ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.2 Präzise Information, S. 11, Direkter oder indirekter Emittenten- bzw. Finanzinstrumentenbezug; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 80; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 89; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 61.

existierenden Umstand, dass sich der Vorstandsvorsitzende mit dem Gedanken trug, vor Ablauf seiner Bestellung aus dem Amt auszuschiden und dabei seine Ehefrau einweihte, als nicht kursspezifisch eingeordnet⁶³⁹. Allerdings ist zu beachten, dass sich Informationen zu Marktdaten oder politische Ereignisse unterschiedlich auf die jeweiligen Branchen oder einzelne Emittenten auswirken können. Somit ist die Kursspezifität solcher Informationen immer im Einzelfall für jedes Finanzprodukt nach dem jeweiligen Marktumfeld und den Umständen zu bestimmen und kann keinesfalls pauschal für die Information als solche erfolgen⁶⁴⁰.

b) Lafonta-Entscheidung

In seiner Lafonta-Entscheidung⁶⁴¹ hat der EuGH klargestellt, dass für die Einstufung einer Information als präzise nicht erforderlich ist, dass aus der Information mit einem hinreichenden Maß an Wahrscheinlichkeit abgeleitet werden kann, dass sich ihr potenzieller Einfluss auf die Kurse der betreffenden Finanzprodukte in eine bestimmte Richtung auswirken wird, wenn die Information öffentlich bekannt wird. Vielmehr kommt es für die Frage der Kursspezifität lediglich darauf an, ob bei Bekanntwerden der Information überhaupt mit einer Kursbewegung irgendeiner Art zu rechnen ist⁶⁴².

Dieser Einschätzung hat sich die BaFin ausdrücklich angeschlossen⁶⁴³. Hintergrund der Entscheidung war ein Bußgeld in Höhe von 1,5 Millionen Euro der französischen Börsenaufsicht AMF⁶⁴⁴ gegen die Beteiligungsgesellschaft Wendel und deren Vorsitzenden Lafonta. Die Beteiligungsgesellschaft hatte, unter Vermeidung von Stimmrechtsmitteilungen, unter anderem Verträge über Total-Return-Swaps (TRS) mit verschiedenen Banken geschlossen. Diesen Verträgen lagen als Aktiva Anteile der Saint-Gobain zugrunde, womit die Wendel SA durch die schrittweise Abwicklung dieser Verträge eine erhebliche Beteiligung an der Saint-Gobain erwarb. Gegenstand des Vorlageverfahrens war die Frage, ab welchem Zeitpunkt das Tatbestandsmerkmal der präzisen Information gegeben war. Die Wendel SA hatte die Überschreitung der jeweiligen Beteiligungsschwellen erst mit deren tatsächlichen Erreichen angezeigt und

⁶³⁹ BGH, Beschluss vom 23. April 2013 – II ZB 7/09 Rz. 19 = AG 2013, 518 (519).

⁶⁴⁰ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.3 Direkter oder indirekter Emittenten- bzw. Finanzinstrumentebezug, S. 11; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 91.

⁶⁴¹ EuGH, Urteil vom 11. März 2015 – C-628/13 = NJW 2015, 1663 (Lafonta-Entscheidung).

⁶⁴² EuGH, Urteil vom 11. März 2015 – C-628/13 Rn. 30 = NJW 2015, 1663 (1664) (Lafonta-Entscheidung); Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 40; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 89; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 14, 87; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 29; a.A. Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 213.

⁶⁴³ Dem folgend: BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.2 Präzise Information, S. 10; wo die Lafonta-Entscheidung ausdrücklich erwähnt wird.

⁶⁴⁴ Autorité des marchés financiers.

nicht bereits bei Abschluss der TRS, obwohl die Umwandlung in Anteile der Saint-Gobain von Anfang an beabsichtigt war.

Der EuGH begründet seine Entscheidung mit der hohen Komplexität der Finanzmärkte, wodurch eine exakte Einschätzung der Richtung, in die sich die Kurse durch das Bekanntwerden der Information verändern können, besonders schwierig ist⁶⁴⁵. Daher ist es gut möglich, dass ein und dieselbe Information, auch bei verständigen Anlegern, zu unterschiedlichen Einschätzungen führt. Letztlich könnten die Besitzer der Informationen sich auf den Standpunkt zurückziehen, dass jedenfalls Unsicherheit im Hinblick auf die Richtung der Kursbeeinflussung bestehe und so eine Anwendung des Insiderrechts vermeiden⁶⁴⁶. Für einen verständigen Anleger kommt es auch auf solche Informationen an, bei denen zu erwarten ist, dass es zu einer Kursveränderung kommt, auch wenn die Richtung der Kursveränderung nicht mit Sicherheit vorhergesagt werden kann⁶⁴⁷.

c) Bereits gegebene Umstände oder eingetretene Ereignisse

Bereits gegebene Umstände bzw. eingetretene Ereignisse können sämtliche inneren oder äußeren Tatsachen sein, die Gegenstand einer Information im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR sein können⁶⁴⁸. Ob die Information präzise ist, ist aus der Sichtweise eines objektiven Betrachters zu dem jeweiligen Zeitpunkt zu beurteilen und nicht aus Sicht des Informanten⁶⁴⁹. Bei bereits gegebenen Umständen oder eingetretenen Ereignissen kommt es daher entscheidend darauf an, ob diese auch einen kursspezifischen Inhalt haben.

Allerdings ist auch die Konstellation denkbar, dass schon die gegenwärtige Existenz eines Umstandes oder Ereignisses objektiv, zumindest zu diesem Zeitpunkt, nicht beweisbar ist. Dies kann insbesondere bei in tatsächlicher Hinsicht komplexen Sachverhalten, wie dem Ausmaß der Schäden nach einem Unglück oder die Wirksamkeit eines medizinischen Wirkstoffes der Fall sein. Für diese Konstellationen wird zum einen eine analoge Anwendung des Art. 7 Abs. 2

⁶⁴⁵ So auch: Klöhn, ZIP 2014, 945 (946); Kumpan, EuZW 2015, 387 (390).

⁶⁴⁶ EuGH, Urteil vom 11. März 2015 – C-628/13 Rn. 36 = NJW 2015, 1663 (1665) (Lafonta-Entscheidung); zustimmend: Buck-Heeb, LMK 2015, 373992; Kumpan, EuZW 2015, 387 (390); Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 41.

⁶⁴⁷ Buck-Heeb, LMK 2015, 373992; Kumpan, EuZW 2015, 387 (390) **kritisch:** Voß, BB 2015, 788, wegen einer aus seiner Sicht zu befürchtenden Rechtsunsicherheit für Ad-hoc-Mitteilungspflichtige; Ausführlich: C.I.5.d) Volatilitätsinformationen.

⁶⁴⁸ Dazu: C.I.1 Informationen.

⁶⁴⁹ Assmann/Schneider/Müllert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 16; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 62; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 33.

S. 1 2. Fall MAR vertreten, wonach es darauf ankommen würde, dass vernünftigerweise von der tatsächlichen Existenz des Umstandes oder des Ereignisses ausgegangen werden kann⁶⁵⁰. Zum anderen wird vertreten, dass es für das Vorliegen einer präzisen Information nicht auf deren Sicherheit oder Nachprüfbarkeit ankäme, sondern dass dies eine Frage der Kurserheblichkeit sei⁶⁵¹. Gegen eine analoge Anwendung der Regeln für zukünftige Umstände oder Ereignisse spricht Erwägungsgrund Nr. 14 S. 3 zur MAR, wonach ein verständiger Anleger unter anderem auf die Verlässlichkeit der Informationsquelle abstellt. Insofern muss es sich um präzise Informationen handeln, die jedoch nicht verlässlich sein können.

Schließlich ist jeder Information ein gewisses Maß an mangelnder Verifizierbarkeit immanent, was gerade auf die Konstellation zutrifft, dass ein objektiv nicht verifizierbares Ereignis oder nicht verifizierbarer Umstand als (vermutlich) gegenwärtig bereits eingetreten behauptet wird⁶⁵². Gerade bei solchen Umständen kann somit kaum ermittelt werden, ob ein behaupteter Umstand oder ein behauptetes Ereignis tatsächlich eingetreten ist oder dessen Eintreten jedenfalls vernünftigerweise angenommen werden kann. Daher sprechen die besseren Argumente dafür, keine solch kaum durchführbare Einschätzung auf Ebene der Kursspezifität zu fordern, sondern den Grad der Verifiziertheit oder jedenfalls Verifizierbarkeit der Information bei deren Kursbeeinflussungspotenzial zu berücksichtigen.

d) Zukünftige Ereignisse oder Umstände

Art. 7 Abs. 1 S. 1 MAR sieht für Ereignisse oder Umstände, die erst in der Zukunft eintreten oder gegeben sein werden, besondere Voraussetzungen vor⁶⁵³. Diese Ereignisse und Umstände sind nur dann als präzise anzusehen, wenn deren Eintreten in der Zukunft vernünftigerweise erwartet werden kann. Wann dies der Fall ist, hat der EuGH in seiner Geltl-Entscheidung weiter konkretisiert⁶⁵⁴. Gegenstand der Entscheidung war nach Vorlage durch den BGH die Frage, wie das Tatbestandsmerkmal der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“ in Art. 1 Abs. 1 der Marktmissbrauchs-RL 2003/6/EG auszulegen ist⁶⁵⁵.

⁶⁵⁰ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 113; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 65; Habersack/Müllbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 54.

⁶⁵¹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 63; wohl auch Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 33 der darauf abstellt, dass lediglich die Existenz der betreffenden Geschehnisse oder Zustände überhaupt dem Beweis zugänglich sein müssen.

⁶⁵² So auch: Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 63.

⁶⁵³ Zweiter Prüfungsschritt: C.I.3 Präzise Information.

⁶⁵⁴ EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – C-19/11 = BKR 2012, 338.

⁶⁵⁵ § 13 Abs. 1 WpHG aF stellte auch auf eine hinreichende Wahrscheinlichkeit des zukünftigen Eintritts des Ereignisses in der Zukunft ab.

Konkret hatte der BGH im Rahmen des Vorabentscheidungsverfahrens gefragt, (1) ob bei einem zeitlich gestreckten Vorgang, bei dem über mehrere Zwischenschritte ein bestimmter Umstand verwirklicht oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt werden soll, es lediglich auf die hinreichende Wahrscheinlichkeit dieses Ergebnisses ankomme oder ob auch die bereits existierenden oder eingetretenen Zwischenschritte auf dem Weg zu diesem (End-)Ergebnis präzise Informationen darstellen können.

Weiter wollte der BGH wissen (2), ob unter hinreichender Wahrscheinlichkeit eine überwiegende oder eine hohe Wahrscheinlichkeit zu verstehen sei oder ob die Beurteilung der Wahrscheinlichkeit von dem Ausmaß der Auswirkungen auf den Emittenten abhängt und es bei einer hohen Eignung zur Kursbeeinflussung genüge, wenn der Eintritt des zukünftigen Umstandes oder Ereignisses offen, aber nicht unwahrscheinlich sei⁶⁵⁶. Mit der zweiten Frage brachte der BGH neben einer überwiegenden und einer hohen Wahrscheinlichkeit auch die Anwendung der Probability/Magnitude-Methode in die Entscheidung ein⁶⁵⁷. Die Rechtsprechung des EuGH zur hinreichenden Wahrscheinlichkeit des Eintritts des Umstandes oder Ereignisses kann auf die Auslegung, ob der Eintritt auch vernünftigerweise erwartet werden kann und damit auf Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR⁶⁵⁸, entsprechend angewendet werden⁶⁵⁹.

Unter Verweis auf den Sinn und Zweck der MAR, das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt zu stärken und so dessen Integrität und Funktionsfähigkeit sicherzustellen, lehnt der EuGH die Notwendigkeit einer hohen Wahrscheinlichkeit ab⁶⁶⁰, da im Falle einer solch engen Auslegung des Merkmals „präzise“, Insider in der Lage wären, in unrechtmäßigerweise Nutzen aus bestimmten Informationen zu ziehen, die (aufgrund einer ggf. nur mittleren, aber nicht hohen Wahrscheinlichkeit) keine präzisen Informationen und damit keine Insiderinformationen wären⁶⁶¹.

⁶⁵⁶ EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – C-19/11 Rn. 23 = BKR 2012, 338 (340, 341).

⁶⁵⁷ Dazu: C.I.3.a) Kursspezifität und Abgrenzung von Kurserheblichkeit.

⁶⁵⁸ So die Formulierung in Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR.

⁶⁵⁹ Ausdrücklich: *Buck-Heeb*, LMK 2013, 346872; Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 93.

⁶⁶⁰ EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – C-19/11 Rn. 46 = BKR 2012, 338 (342).

⁶⁶¹ EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – C-19/11 Rn. 47 = BKR 2012, 338 (342).

Auf der anderen Seite nimmt der EuGH auch das Bedürfnis, insbesondere der mitteilungspflichtigen Emittenten, nach Rechtssicherheit in den Blick und nimmt solche Ereignisse oder Umstände, deren Eintritt nicht wahrscheinlich ist, vom Anwendungsbereich der präzisen Information aus, um insbesondere den Emittenten zu ersparen, jedes Ereignis oder jeden Umstand, so unwahrscheinlich er auch sein mag, ad-hoc-mitteilen zu müssen⁶⁶².

Letztlich kommt der EuGH zu dem wenig hilfreichen Ergebnis, dass eine hinreichende Wahrscheinlichkeit dann vorliegt, wenn eine umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte ergibt, dass tatsächlich erwartet werden kann, dass die Umstände oder Ergebnisse in Zukunft eintreten werden. Der EuGH ersetzt folglich den einen unbestimmten Rechtsbegriff durch einen anderen⁶⁶³. Letztlich folgt aus der Entscheidung also nur, dass die Anforderungen weder zu hoch (keine hohe Wahrscheinlichkeit) noch zu niedrig (Nichterfassung von nicht wahrscheinlichen Ereignissen) sein dürfen, sondern zwischen diesen Grenzen liegend, hinreichend wahrscheinlich, sein müssen.

Wie dieser Mittelwert an Wahrscheinlichkeit konkret zu bestimmen ist, war Gegenstand umfangreicher Diskussionen zum damals geltenden § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG aF. Das OLG Stuttgart vertrat, als Vorinstanz der späteren Geldf.-Entscheidung, die Auffassung, dass eine hinreichende Wahrscheinlichkeit gegeben sei, wenn ein Anleger den jeweiligen Umstand bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde⁶⁶⁴. Dabei stützte sich das OLG Stuttgart auf einen zuvor ebenfalls in dieser Sache ergangenen Beschluss des BGH, in welchem dieser bereits ähnliche Erwägungen angestellt hatte⁶⁶⁵.

Teile des Schrifttums stellten hingegen auf die, dem amerikanischen Kapitalmarktrecht entstammende⁶⁶⁶, bereits erwähnte Probability-Magnitude-Methode ab, nach welcher sich die Anforderungen an die Wahrscheinlichkeit nach den möglichen Auswirkungen des Eintritts des

⁶⁶² EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – C-19/11 Rn. 48 = BKR 2012, 338 (342).

⁶⁶³ EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – C-19/11 Rn. 49 = BKR 2012, 338 (342); im Hinblick auf den Erkenntnisgewinn kritisch: Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 46; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 96.

⁶⁶⁴ OLG Stuttgart, Beschluss vom 22. April 2009 – 20 Kap 1/08 = NZG 2009, 624 (628).

⁶⁶⁵ BGH, Beschluss vom 25. August 2008 – II ZB 9/07 Rn. 26, 31 = NZG 2008, 300 (303, 304).

⁶⁶⁶ SEC, 401 F 2d 833 (849), SEC v. Texas Gulf Sulphur, 13. August 1968.

jeweiligen Ereignisses richten sollten⁶⁶⁷. Der EuGH hat in seiner Gettl-Entscheidung der Probability-Magnitude-Methode eine klare Absage erteilt, indem er klarstellte, dass die erforderliche Wahrscheinlichkeit nicht nach dem Ausmaß der Auswirkungen der Umstände oder Ereignisse auf den Kurs von Finanzinstrumenten variiert⁶⁶⁸. Diese Feststellung hat der europäische Gesetzgeber in Erwägungsgrund Nr. 16 S. 3 zur MAR aufgenommen, womit die Anwendung der Probability-Magnitude-Methode nach heutiger Rechtslage ausscheidet⁶⁶⁹. Allerdings stellte der EuGH weiter klar, dass die Probability-Magnitude-Methode bei der Frage der Kurserheblichkeit der Information sehr wohl eine Rolle spielen kann⁶⁷⁰.

Durchgesetzt hat sich eine andere Auffassung, welche eine hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts des Umstands oder des Ereignisses verlangt, ohne dass eine an Sicherheit grenzende Wahrscheinlichkeit vorliegen muss⁶⁷¹. Diese Auffassung wurde unter anderem durch die BaFin dahingehend konkretisiert, dass eine hinreichende Wahrscheinlichkeit eine überwiegende ist, also eine solche von 50 % + x⁶⁷². Dabei ist, in Anlehnung an Erwägungsgrund Nr. 16 S. 2 zur MAR, eine Würdigung aller verfügbarer Umstände und Informationen erforderlich, wobei auch zu berücksichtigen ist, mit welchem Ergebnis das Unternehmen in der Vergangenheit vergleichbare Sachverhalte abgeschlossen hat und was im konkreten Fall für oder gegen den zukünftigen Eintritt des Ereignisses oder Umstandes spricht. Dabei soll auch gewürdigt

⁶⁶⁷ Mock, ZBB 2012, 286 (288); Hubka, EuZW 2011, 860 (864f.); Fleischer, NZG 2007, 401 (405); Klöhn, NZG 2011, 166 (168 f.), heute aufgegeben Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 94 „Kritik an der Ablehnung nur noch von rechtshistorischer Bedeutung“.

⁶⁶⁸ EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – C-19/11 Rn. 50 = BKR 2012, 338 (342).

⁶⁶⁹ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 69; Seibt/Buck-Heeb/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 71; Poelzig, NZG 2016, 528 (532); Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 46; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 94; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 63c; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Art. 7 Rn. 29; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpen, § 86 Rn. 45; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 53, Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 45.

⁶⁷⁰ EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – C-19/11 Rn. 54 f. = BKR 2012, 338 (343).

⁶⁷¹ BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Auflage, Stand 15. Juli 2005, III.2.1.1.2 Gerüchte, S. 34.

⁶⁷² BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.2 Präzise Information, S. 10; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 69; Poelzig, NZG 2016, 528 (532); Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 48; Seibt/Buck-Heeb/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 69; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Art. 7 Rn. 27; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 61, 62; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpen, § 86 Rn. 45; Hopt/Kumpen, HGB, MAR Art. 7 Rn. 5; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 52; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 47; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 97; Klöhn, AG 2016, 423 (428); jedoch kritisch in Klöhn, ZIP 2012, 1885 (1889 f.).

werden, wie sich vergleichbare Sachverhalte in dem betreffenden Unternehmen in der Vergangenheit entwickelt haben⁶⁷³. Die Wahrscheinlichkeitsprognose hat dabei ex ante⁶⁷⁴ aus der Sicht eines verständigen Anlegers in Kenntnis aller öffentlich bekannten Umstände zu erfolgen⁶⁷⁵.

Für die journalistische Praxis bedeutet dies, dass sich ein Journalist zunächst in jedem Fall darum bemühen muss, alle öffentlich bekannten Umstände zu ermitteln⁶⁷⁶. Anschließend muss der Journalist zunächst beurteilen, ob die Information überhaupt hinreichend präzise ist, um eine Aussage über eine Kurserheblichkeit der Information zu treffen. Anschließend hat der Journalist eine Wahrscheinlichkeitsprognose aus ex ante Sicht anzustellen, ob das in der Information enthaltene zukünftige Ereignis mit einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit eintreten könnte. Diese Prognose erfordert neben einer vorherigen sorgfältigen Recherche auch fundierte Kenntnisse über den Emittenten, dessen Branche und den Kapitalmarkt.

e) Zeitlich gestreckte Vorgänge

Eine besondere Schwierigkeit besteht bei der Einordnung solcher Vorgänge, die sich in mehreren Schritten über einen längeren Zeitraum ereignen. Dies ist gerade bei unternehmerischen Entscheidungen von besonderer Tragweite, die eine entsprechend hohe Relevanz für den Kapitalmarkt haben und daher meist durch Gremien getroffen werden, der Fall. Solche Vorgänge sind regelmäßig von besonderem öffentlichem Interesse und daher Gegenstand journalistischer Arbeit.

Gemäß Art. 7 Abs. 2 S. 2 MAR können im Fall eines zeitlich gestreckten Vorgangs, der einen bestimmten Umstand oder ein bestimmtes Ergebnis herbeiführen soll oder hervorbringt, dieser betreffende zukünftige Umstand bzw. das betreffende zukünftige Ereignis und auch die Zwischenschritte in diesem Vorgang, die mit der Herbeiführung oder Hervorbringung dieses zukünftigen Umstandes oder Ereignisses verbunden sind, in dieser Hinsicht als präzise Informationen betrachtet werden.

⁶⁷³ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.2 Präzise Information, S. 10 beispielsweise ob es ein Unternehmen bisher regelmäßig geschafft hat, geplante Akquisitionen zu einem erfolgreichen Abschluss zu bringen oder nicht und welche Besonderheiten in dem konkreten Fall bestehen; In Anlehnung an: BGH, Beschluss vom 23. April 2013 – II ZB 7/09 Rn. 29, 30 = NZG 708 (712).

⁶⁷⁴ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 71; Seibt/Buck-Heeb/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 70.

⁶⁷⁵ Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 48; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 99; Fleischer NZG 2007, 401 (405); Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 62.

⁶⁷⁶ F.VI.3.a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht.

In Erwägungsgrund Nr. 16 zur MAR heißt es dazu: „Betreffen Insiderinformationen einen Vorgang, der aus mehreren Schritten besteht, können alle Schritte des Vorgangs wie auch der gesamte Vorgang als Insiderinformation gelten. Ein Zwischenschritt in einem zeitlich gestreckten Vorgang kann für sich genommen mehrere Umstände oder ein Ereignis darstellen, die gegeben sind bzw. das eingetreten ist oder bezüglich derer/dessen auf Grundlage einer Gesamtbewertung der zum relevanten Zeitpunkt vorhandenen Faktoren eine realistische Wahrscheinlichkeit besteht, dass sie/es entsteht/eintritt.“

Grundsätzlich kann somit jeder Zwischenschritt eine eigenständige Insiderinformation darstellen, womit dies bei jedem Zwischenschritt zu prüfen ist⁶⁷⁷. Dies wird in Art. 7 Abs. 3 MAR klargestellt, wonach ein Zwischenschritt in einem gestreckten Vorgang als eine Insiderinformation betrachtet wird, falls er für sich genommen die Kriterien für Insiderinformationen erfüllt. Dabei ist es unerheblich, ob die Zwischenschritte letztlich tatsächlich zu dem anvisierten Endergebnis führen. Daher sind sowohl das (geplante) Endergebnis als zukünftiges Ereignis als auch die auf dem Weg dahin verwirklichten Zwischenschritte als bereits eingetretene Ereignisse auf ihren Informationsgehalt hin zu prüfen⁶⁷⁸.

Die BaFin unterscheidet weiter zwischen Zwischenschritten, die ihre Qualität als Insiderinformation aus sich heraus beziehen und solchen Zwischenschritten, die ihre Kursrelevanz aus zukünftigen Ereignissen ableiten. Eine Qualität als Insiderinformation aus sich heraus liegt vor, wenn der Zwischenschritt eine eigenständige, von der Eintrittswahrscheinlichkeit des Endergebnisses losgelöste, insiderrechtliche Relevanz aufweist. Als Beispiele nennt die BaFin, unter Verweis auf die Geldl-Entscheidung des BGH⁶⁷⁹, die Absicht des Vorstandsvorsitzenden im Einverständnis mit dem Aufsichtsrat sein Amt vorzeitig niederzulegen.

Die BaFin sieht mit dem BGH allein in dem Umstand, dass der Aufsichtsrat eine personelle Veränderung in der operativen Leitung des Unternehmens umsetzen will, einen insiderrechtlich

⁶⁷⁷ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.3 Zwischenschritte als Insiderinformation, S. 13; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 72; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 73.

⁶⁷⁸ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.3 Zwischenschritte als Insiderinformation S. 13; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 72; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 73; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 54; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 46; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 67c; Assmann/Schneider/Mülbart/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 52.

⁶⁷⁹ BGH, Beschluss vom 23. April 2013 – II ZB 7/09 Rn. 24 = NZG 2013, 708 (711, 712).

relevanten Umstand, da sich daraus folgern lässt, dass der Aufsichtsrat die von dem Vorstandsvorsitzenden verfolgte Geschäftspolitik nicht vollständig befürwortet. Bei Zwischenschritten, die ihre insiderrechtliche Relevanz in erster Linie aus ihrer Bezogenheit auf ein zukünftiges Ereignis beziehen, ist zu berücksichtigen, dass ein Anleger den Grad der Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines künftigen Ereignisses und den möglichen künftigen Verlauf abschätzen muss. Diesen Umstand vorangestellt nimmt die BaFin eine weitere Bewertung auf Ebene der Kursrelevanz vor⁶⁸⁰. Ab wann eine solch überwiegende Wahrscheinlichkeit für jenes zukünftige Endergebnis vorliegt, lässt sich in der Praxis kaum präzise bestimmen, gerade weil es sich um einen dynamischen Prozess handelt⁶⁸¹.

Die Beurteilung einzelner Zwischenschritte wird zusätzlich noch erschwert, wenn beispielsweise Journalisten nur von einzelnen Bestandteilen eines zeitlich gestreckten Vorganges Kenntnis haben und es für sie daher gar nicht erkennbar ist, dass es sich bei diesem Einzelvorgang lediglich um einen Zwischenschritt innerhalb eines größeren, zeitlich gestreckten Vorgangs handelt⁶⁸². Nicht eindeutig wird die Frage beantwortet, ob auch zukünftige Ereignisse Zwischenschritte innerhalb eines zeitlich gestreckten Vorgangs sein können. Dadurch könnten Insiderinformationen bei zeitlich gestreckten Vorgängen bereits dann vorliegen, wenn tatsächlich noch gar kein Zwischenschritt erfolgt ist und nicht einmal das Endergebnis des gestreckten Vorganges hinreichend wahrscheinlich ist. Nach dem Emittentenleitfaden sind „bei gestreckten Sachverhalten sowohl das (geplante) Ereignis als auch die auf dem Weg dahin **verwirklichten Zwischenschritte** als bereits eingetretene Ereignisse auf ihren Informationsgehalt hin zu überprüfen“⁶⁸³.

Dies wird teilweise so interpretiert, dass die BaFin davon ausgeht, dass lediglich verwirklichte Umstände oder bereits eingetretene Ereignisse taugliche Zwischenschritte für eine Insiderinformation sein können und zukünftige Umstände oder Ereignisse als Zwischenschritte ausscheiden⁶⁸⁴. Eine solche Einschränkung auf bereits eingetretene Ereignisse lässt sich jedoch

⁶⁸⁰ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.3 Zwischenschritte als Insiderinformationen S. 13, 14.

⁶⁸¹ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 75; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 111; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 55.

⁶⁸² F.VIII.1 Auswirkung auf die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.

⁶⁸³ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.3 Zwischenschritte als Insiderinformation S. 13, Hervorhebungen und Klammerzusätze nur hier.

⁶⁸⁴ Seibt/Kraack, BKR 2020, 313 (314), die gleichzeitig unionsrechtliche Bedenken an einem solchen Verständnis äußern und letztlich auch eine Prüfung zukünftiger Zwischenschritte empfehlen; ebenso Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 68.

weder dem Wortlaut des Art. 7 Abs. 3 MAR noch dessen Sinn und Zweck entnehmen. Vielmehr dürften die Ausführungen der BaFin so zu verstehen sein, dass sie lediglich davon ausgeht, dass verwirklichte Zwischenschritte deutlich häufiger als eigenständige Insiderinformation zu qualifizieren sind und zukünftige Zwischenschritte nur dann eine Insiderinformation darstellen, wenn ihr Eintritt überwiegend wahrscheinlich, 50 % + x, ist⁶⁸⁵. Im Übrigen wird es gestreckten Vorgängen, in denen nicht mal der erste Zwischenschritt vollzogen ist, regelmäßig an einer Kurserheblichkeit fehlen, womit ein Ausufern der Ad-hoc-Mitteilungen aufgrund einer Vielzahl lediglich hinreichend wahrscheinlicher zukünftiger Zwischenschritte verhindert wird⁶⁸⁶. Zudem hat der europäische Gesetzgeber im Rahmen des Listing Acts die Ad-hoc-Mitteilungspflicht für Zwischenschritte innerhalb eines gestreckten Vorgangs erheblich reduziert⁶⁸⁷.

aa) Sperrwirkung

Zwischenschritte, die bereits erfolgt sind, sind bereits vorhandene Umstände bzw. bereits eingetretene Ereignisse und daher ohne weiteres präzise Informationen. Bei der Beurteilung zeitlich gestreckter Vorgänge wurde diskutiert, wie mit dem Fall umzugehen ist, dass ein Zwischenschritt bereits eingetreten ist, womit in Bezug auf den Zwischenschritt keine Wahrscheinlichkeitsprognose erfolgen muss, wobei der zukünftige Zielumstand, welcher am Ende des gestreckten Vorgangs stehen soll, jedoch noch nicht hinreichend wahrscheinlich ist, also dessen Ausbleiben wahrscheinlicher als dessen Eintreten ist und somit ein unpräzises Endergebnis darstellt.

Bei konsequenter Einzelbetrachtung der Zwischenschritte innerhalb eines zeitlich gestreckten Vorganges kann ein einzelner Zwischenschritt auch dann eine Insiderinformation darstellen, wenn das Endergebnis, zu dem dieser Zwischenschritt letztlich führen soll, selbst, mangels einer überwiegenden Eintrittswahrscheinlichkeit, (noch) keine Insiderinformation darstellt. Unter

⁶⁸⁵ Ausdrücklich: Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 74; Im Ergebnis: Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 75; Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 103; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellochs*, § 1 Rn. 58; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 68; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 56, 59.

⁶⁸⁶ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.3 Zwischenschritte als Insiderinformation S. 13, 14, wonach das Kursbeeinflussungspotenzial umso eher anzunehmen ist, je wahrscheinlicher das Ereignis und zukünftige Umstände sind; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 78.

⁶⁸⁷ C.I.3.e)cc) Listing Act.

dem Stichwort der „Sperrwirkung“ wurde diskutiert, ob in einem solchen Fall die fehlende hinreichende Eintrittswahrscheinlichkeit des Endergebnisses eine Sperrwirkung für die bereits eingetretenen Zwischenschritte entfaltet⁶⁸⁸.

Dabei wurde zum einen eine „Sperrwirkung auf Konkurrenzebene“ vorgeschlagen, bei der schon die Anknüpfung an den Zwischenschritt als eingetretene Tatsache gesperrt sei und zum anderen eine „Sperrwirkung auf Kursrelevanzebene“, bei der für die Beurteilung der Kursrelevanz der bereits eingetretenen Zwischenschritte lediglich solche zukünftigen Ereignisse berücksichtigt werden dürften, deren zukünftiger Eintritt vernünftigerweise erwartet werden kann⁶⁸⁹. Eine Sperrwirkung auf Konkurrenzebene im Sinne einer Mindestwahrscheinlichkeit für das zukünftige (End-) Ereignis kommt schon nach dem Wortlaut des Art. 7 Abs. 2 S. 2, Abs. 3 MAR nicht in Betracht, da demnach ausdrücklich auch Zwischenschritte in einem gestreckten Vorgang Insiderinformationen darstellen können, wenn sie *für sich genommen* die Voraussetzungen einer Insiderinformation erfüllen, womit es gerade nicht auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Endereignisses ankommen soll⁶⁹⁰.

Auch der EuGH hatte in seiner Geltl-Entscheidung eine Sperrwirkung auf Konkurrenzebene ausdrücklich abgelehnt⁶⁹¹. Eine Sperrwirkung auf Kursrelevanzebene wird durch den Wortlaut des Art. 7 Abs. 2 S. 2 MAR und die Geltl-Entscheidung zwar nicht ausdrücklich ausgeschlossen, jedoch würde ein Ausblenden solcher zukünftigen Ereignisse, deren Eintritt vernünftigerweise nicht erwartet werden kann, zu einer mittelbaren Sperrwirkung – durch die Hintertür⁶⁹² – führen. Ferner wird gerade in Art. 7 Abs. 3 MAR und Erwägungsgrund Nr. 16 S. 4 zur MAR

⁶⁸⁸ Klöhn, NZG 2011, 166 (170); den Begriff übernehmend, Bunz, NZG 2016, 1249 (1250); Wilsing/Goslar, DStR 2013, 1610 (1611, 1612); Ekkenga, NZG 2013, 1081 (1083), die sich im Ergebnis alle gegen eine Sperrwirkung aussprechen; Schwark/Zimmer/Kumpun/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 50.

⁶⁸⁹ Klöhn, NZG 2001, 166 (170); Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 104.

⁶⁹⁰ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 105; Klöhn, AG 2016, 423 (428 f.); Seibt/Wollenschläger, AG 2014, 593 (596 f.); Kumpun, DB 2016, 2039 (2041); Poelzig, NZG 2016, 528 (532); Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 75; Bekritsky, WM 2020, 1959 (1962); Hitzer, NZG 2012, 860 (861 ff.); Bingel, AG 2012, 1858 (1891); Schwark/Zimmer/Kumpun/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 52; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 66 a; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 70; Assmann/Schneider/Müllbert/Assmann, Art. 7, VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 53, 55; letztlich zustimmend aber differenzierend, Seibt/Buck-Heeb/Hamos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 84 a.A. Bachmann, DB 2012, 2206 (2209); Heider/Hirte, GWR 2012, 429 (431); Kocher/Widder BB, 2837 (2839), die eine völlige Loslösung von der Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses für unzutreffend halten und eine zu umfangreiche Vorverlagerung der Entstehung der Insiderinformation und ein damit verbundenes Ausufern der Ad-hoc-Publizitätspflichten befürchten.

⁶⁹¹ EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – C-19/11 Rn. 38 = NZG 2012, 784 (786).

⁶⁹² Klöhn, ZIP 2012, 1885 (1891); Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 108; Teigelack, BB 2016, 1604 (1606); Schwark/Zimmer/Kumpun/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 53.

klar, dass Zwischenschritte innerhalb eines gestreckten Vorgangs „für sich genommen“ Insiderinformationen darstellen können.

Die BaFin berücksichtigt die Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Endereignisses bei Insiderinformationen, die ihre insiderrechtliche Relevanz in erster Linie aus diesem zukünftigen Endereignis ableiten, erst bei dem Kursbeeinflussungspotenzial⁶⁹³, wobei die BaFin auch dort keine hinreichende Wahrscheinlichkeit des zukünftigen Endereignisses fordert, sondern das Vorliegen eines Kursbeeinflussungspotenzials umso eher annimmt, je wahrscheinlicher das zukünftige Endergebnis ist⁶⁹⁴. Somit geht auch die BaFin nicht von einer Sperrwirkung durch eine fehlende hinreichende Wahrscheinlichkeit aus, sondern berücksichtigt diesen Umstand lediglich im Rahmen des Kursbeeinflussungspotenzials des Zwischenschritts.

bb) Anwendungsfälle

Im Folgenden werden einige typische Konstellationen aufgeführt, bei denen eine Insiderinformation in Form eines Zwischenschrittes innerhalb eines zeitlich gestreckten Vorgangs in Betracht kommt. Gerade in diesen Konstellationen sollte ein Journalist jeden ihm zur Kenntnis gelangenden Zwischenschritt – sofern er ihn als solchen erkennt - daraufhin überprüfen, ob es sich um eine Insiderinformation handelt.

Als Beispiel für einen gestreckten Vorgang mit einem Zwischenschritt, der eine Insiderinformation darstellen kann, nennt die BaFin eine grundsätzliche Einigung zwischen zwei Unternehmen über eine Fusion, ohne das Feststehen aller Einzelheiten der Transaktion wie Angebotspreis oder Umtauschverhältnis. Dies soll auch für Übernahmeangebote oder Squeeze-Outs gelten, da auch wenn der Übernahmepreis noch nicht feststeht, jedenfalls mit einer erheblichen Abweichung von dem aktuellen Kurs zu rechnen ist⁶⁹⁵.

Außerdem hat der europäische Gesetzgeber in Erwägungsgrund Nr. 17 zur MAR beispielhaft für einen Zwischenschritt in einem zeitlich gestreckten Vorgang den Stand von Vertragsverhandlungen, vorläufig in Vertragsverhandlungen vereinbarte Bedingungen, die Möglichkeit der Platzierung von Finanzinstrumenten, die Umstände, unter denen Finanzinstrumente vermarktet

⁶⁹³ Was der Kursrelevanzebene entspricht.

⁶⁹⁴ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.3 Zwischenschritte als Insiderinformation S. 13, 14 a.A. Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 72.

⁶⁹⁵ Zustimmend: Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 77; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 49; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 48.

werden, vorläufige Bedingungen für die Platzierung von Finanzinstrumenten oder die Prüfung der Aufnahme eines Finanzinstruments in einen wichtigen Index oder die Streichung eines Finanzinstruments aus einem solchen Index, genannt. Weitere klassische Anwendungsfälle sind M&A-Transaktionen⁶⁹⁶, bei denen der Abschluss von der ersten Gesprächsanbahnung über die Formalisierung von Absichtserklärungen durch Letter of Intent, Due Diligence, Exklusivität bis hin zum Signing mit anschließendem Closing verschiedene Wahrscheinlichkeitsstufen bezüglich des zukünftigen Ereignisses in Form der tatsächlichen Durchführung der Transaktion durchläuft⁶⁹⁷.

Auch die Erstellung des Jahresabschlusses einer Kapitalgesellschaft stellt einen zeitlich gestreckten Vorgang dar, wobei bereits die Aufstellung als solche, als notwendiger Zwischenschritt für die Feststellung des Jahresabschlusses, eine Insiderinformation darstellen kann⁶⁹⁸. Ähnliches gilt für die Veröffentlichung von Geschäftszahlen oder die Erstellung eines Gewinnverwendungsvorschlages an die Hauptversammlung⁶⁹⁹. Ein weiteres aktuelles Beispiel für einen gestreckten Vorgang mit potenziell insiderrechtlich relevanten Zwischenschritten ist die Entwicklung von Impfstoffen bei einer sehr hohen weltweiten Nachfrage, wie während der COVID-19-Pandemie oder allgemein bei der Zulassung neuer Medikamente⁷⁰⁰.

Die größte praktische Herausforderung dürfte darin bestehen, in einem dynamischen Vorgang, der in einer Vielzahl von Einzelprozessen abläuft, die einzelnen Zwischenschritte als solche zu identifizieren und voneinander abzugrenzen. Da die Zwischenschritte gem. Art. 7 Abs. 3 MAR jeweils „für sich genommen die Kriterien für Insiderinformationen“ erfüllen müssen, wird man zur Abgrenzung der einzelnen Zwischenschritte darauf abstellen, dass jeder Schritt im Verhältnis zum ihm vorausgegangenen einen neuen Informationsgegenstand aufweisen muss, der isoliert betrachtet zu einer nochmaligen erheblichen Kursbewegung führen kann⁷⁰¹.

⁶⁹⁶ Dazu im Einzelnen: *Mekner/Sustmann/Retsch*, NZG 2020, 688 (690 f.); *Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 49; *Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 48.

⁶⁹⁷ *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 72.

⁶⁹⁸ *Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 49.

⁶⁹⁹ *Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs*, § 1 Rn. 55.

⁷⁰⁰ *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 85; *Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 49; *Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 46.

⁷⁰¹ *Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 55.

cc) Listing Act

Um insbesondere kleineren und mittleren Unternehmen (KMU) den Zugang zum europäischen Kapitalmarkt zu erleichtern, strebt der europäische Gesetzgeber mit dem Listing Act eine Reform des Prospektrechts, der Regelungen zum Mehrstimmrechten und des Marktmissbrauchsrechtes an. Der Listing Act soll dazu beitragen, den regulatorischen Aufwand für KMU insgesamt zu verringern und eine (weitere) Abwanderungen zu außereuropäischen Kapitalmarktstandorten verhindern.

In Bezug auf das Marktmissbrauchsrecht soll insbesondere die Ad-hoc-Publizitätspflicht für Insiderinformationen, welche Zwischenschritte im Rahmen eines zeitlich gestreckten Vorgangs darstellen, grundsätzlich entfallen und stattdessen nur noch der „letzte Umstand“ also das Endergebnis des gestreckten Vorgangs ad-hoc-publiziert werden⁷⁰². Allerdings betrifft diese Änderung lediglich die Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten und ändert nichts an der Qualifikation eines jeden Zwischenschritts als separate Insiderinformation⁷⁰³. Art. 21 MAR findet auf die Ad-hoc-Publizitätspflicht aus Art. 17 MAR keine Anwendung, weshalb der Listing Act keinen direkten Einfluss auf die Anwendung des Art. 21 MAR haben wird. Allerdings kann der Umstand, dass eine Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten im Hinblick auf eine bestimmte Insiderinformation besteht, bei Anwendung des Art. 21 MAR auf das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen relevant sein⁷⁰⁴.

f) AMF/LVMH-Entscheidung

In seiner AMF/LVMH-Entscheidung⁷⁰⁵ hatte der EuGH über die Frage zu entscheiden, ob es sich bei einer Information, die die bevorstehende Veröffentlichung eines Presseartikels betrifft, in dem ein Marktgericht über einen Emittenten von Finanzinstrumenten aufgegriffen wird, um eine präzise Information im Sinne des Art. 1 Abs. 1 der Marktmissbrauchs-RL handelt⁷⁰⁶. Die Rechtsprechung kann jedoch ohne weiteres auf die Auslegung des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR übertragen werden⁷⁰⁷.

⁷⁰² Wilhelm, BKR 2024, 747 (753).

⁷⁰³ Gump, BKR 2023, 82 (86); Wilhelm, BKR 2024, 747 (753).

⁷⁰⁴ C.II.4 Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Medien.

⁷⁰⁵ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 = WM 2022, 912 – 919.

⁷⁰⁶ 2003/6/EG; zur Übertragbarkeit auf Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR C.I.3 Präzise Information.

⁷⁰⁷ Leuering/Rubner, NJW-Spezial 2022, 495.

In dem Verfahren ging es um einen Journalisten, der viele Jahre bei verschiedenen britischen Tageszeitungen und zuletzt bei der Daily Mail tätig war. Dort veröffentlichte der Journalist unter der Überschrift „Marktbericht“ verschiedene Artikel, in denen er Marktgerüchte aufgriff⁷⁰⁸. Am 8. Juni 2011 veröffentlichte der Journalist bei MailOnline, der Website der Daily Mail, einen Artikel, welcher ein mögliches Erwerbsangebot des Luxuswarenkonzerns LVMH für die Wertpapiere von Hermès zum Preis von 350,00 € pro Aktie (86 % über dem damaligen Kurs) zum Gegenstand hatte. Im Laufe des auf die Veröffentlichung des Artikels folgenden Handelstages gewann die Hermès Aktie 4,55 %⁷⁰⁹.

Am 12. Juni 2012 veröffentlichte der Journalist ebenfalls über MailOnline einen Artikel, wonach die Wertpapiere des Ölunternehmens Maurel & Prom bald Gegenstand eines öffentlichen Erwerbsangebotes zum Preis von 19,00 € pro Aktie (80 % Aufschlag gegenüber dem damaligen Kurs) wären. Der Kurs der Wertpapiere von Maurel & Prom stieg an dem auf die Veröffentlichung des Artikels folgenden Handelstag um 17,96 %. Zwei Tage später dementierte Maurel & Prom das Gerücht⁷¹⁰.

Die Ermittlungen der zuständigen französischen Finanzmarktaufsicht Autorité des marchés financiers (AMF) ergaben, dass der Journalist zwei Personen, die zu seinen üblichen Quellen zählten, über die bevorstehenden Veröffentlichungen der genannten Artikel und deren Inhalt informiert hatte. Diese beiden Personen hatten kurz vor der Veröffentlichung der Artikel die betreffenden Finanzprodukte gekauft und diese Positionen wieder aufgelöst, nachdem die Artikel veröffentlicht worden waren⁷¹¹. Die AMF verhängte daraufhin eine Geldbuße in Höhe von 40.000 € gegen den Journalisten wegen der unrechtmäßigen Weitergabe von Insiderinformationen⁷¹².

In seinem Urteil kam der EuGH zu dem Ergebnis, dass es sich bei einer Information, die die bevorstehende Veröffentlichung eines Presseartikels, in dem Marktgerüchte über öffentliche Kaufangebote für Wertpapiere börsennotierter Unternehmen aufgegriffen werden, zum Gegenstand hat, um eine präzise Information im Sinne des Art. 1 Nr. 1 Marktmissbrauchs-RL handelt.

⁷⁰⁸ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 Rn. 18 = WM 2022, 912 (913).

⁷⁰⁹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 Rn. 19 = WM 2022, 912 (913).

⁷¹⁰ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 Rn. 20 = WM 2022, 912 (913).

⁷¹¹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 Rn. 21 = WM 2022, 912 (913).

⁷¹² EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 Rn. 24 = WM 2022, 912 (913).

Der EuGH stellt zunächst klar, dass die Information zwei verschiedene Arten von zukünftigen Ereignissen zum Gegenstand hat, nämlich erstens die Veröffentlichung des Artikels selbst und zweitens dessen Inhalt, also das Gerücht über die Abgabe der öffentlichen Angebote⁷¹³. Allerdings hänge die Beurteilung der Präzision der Information über die bevorstehende Veröffentlichung des Artikels eng mit dessen Inhalt zusammen, da ein Artikel mit einem völlig unpräzisen Inhalt keine Schlüsse auf einen möglichen Einfluss auf die Kurse des betreffenden Finanzproduktes zulasse⁷¹⁴. Vielmehr dürfte die isolierte Information, dass ein Artikel über einen Emittenten von Finanzinstrumenten zu einem bestimmten Zeitpunkt veröffentlicht werden wird, ohne dass auch der Inhalt des Artikels Teil der Information ist, zwar eine hinreichende Eintrittswahrscheinlichkeit aufweisen, jedoch wäre sie zu allgemein, um einen Schluss über die möglichen Auswirkungen auf den Kurs eines bestimmten Finanzproduktes zuzulassen und daher unpräzise⁷¹⁵.

Weiter stellt der EuGH klar, dass Informationen über die bevorstehende Veröffentlichung von Artikeln, die Marktgerüchte zu einer möglichen Abgabe eines öffentlichen Kaufangebots aufgreifen, nicht von vornherein als unpräzise gelten, sondern dass wie bei allen Gerüchten eine Einzelfallprüfung erforderlich sei⁷¹⁶. Nach den Schlussanträgen der Generalanwältin kann nicht ohne weiteres von einer fehlenden Spezifität des Gegenstandes eines Artikels auf die fehlende Spezifität der Information über dessen Veröffentlichung geschlossen werden. Vielmehr sei für diese Einzelfallprüfung auf den Inhalt des Artikels in der Form abzustellen, die dieser durch die Veröffentlichung erlangt⁷¹⁷.

Letztlich ist die Präzision der Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Presseartikels also nur dann zu bejahen, wenn der Artikel durch den Kapitalmarkt beachtet wird⁷¹⁸. Dies wird insbesondere durch die Klarstellung des EuGH verdeutlicht, „dass die Präzision der Gerüchte nicht berücksichtigt wird um festzustellen, ob die Gerüchte als solche hinreichend präzise sind, um einen Schluss auf die Auswirkungen auf den Kurs der fraglichen Instrumente

⁷¹³ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 Rn. 40 = WM 2022, 912 (915).

⁷¹⁴ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 Rn. 41 = WM 2022, 912 (915).

⁷¹⁵ Kokott, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 42 = BeckRS 2021, 26204.

⁷¹⁶ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 Rn. 42, 43 = WM 2022, 912 (915).

⁷¹⁷ Kokott, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 48, 50 = BeckRS 2021, 26204; Zustimmung:

Seibt/Mohamed, NZG 2022, 1577 (1578).

⁷¹⁸ Seibt/Mohamed, NZG 2022, 1577 (1578); Mock, ZIP 2022, 16, 777 (779); ähnlich schon zu § 13 Abs. 1 WpHG aF Smid, AfP 2002, 13 (16).

zuzulassen, sondern um festzustellen, ob eine Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Artikels über diese Gerüchte hinreichend präzise ist, um einen Schluss auf die Kursauswirkungen zuzulassen, die diese Veröffentlichung haben könnte⁷¹⁹.

Ob ein Pressebericht durch den Kapitalmarkt beachtet wird, hängt von der Präzision und der Zuverlässigkeit des Inhaltes ab. Die für die Präzision der Information über die Veröffentlichung des Artikels entscheidende Verlässlichkeit des Gerüchts sei demnach jeweils im Einzelfall zu bestimmen, wobei der Grad an Präzision des Inhalts des Gerüchts und die Zuverlässigkeit der Quelle, die das Gerücht aufgreift, besonders zu berücksichtigen seien⁷²⁰. Diese Verlässlichkeit hängt laut des Schlussantrags davon ab, ob sich aus der Veröffentlichung Kriterien zur hinreichend konkreten Bestimmung der Glaubwürdigkeit und Glaubhaftigkeit herauslesen lassen⁷²¹.

Da in dem zu entscheidenden Fall die in den Presseartikeln aufgegriffenen Gerüchte sowohl den Namen des betreffenden Emittenten von Finanzinstrumenten enthielten als auch die Bedingungen des erwarteten öffentlichen Kaufangebots angegeben waren, kam der EuGH zu dem Schluss, dass es sich bei der Information über die Veröffentlichung eines Presseartikels mit diesem Inhalt um eine präzise Information gehandelt hat⁷²². Der EuGH merkte jedoch an, dass die Nennung eines konkreten Preises nicht zwingend notwendig sei, damit eine Information über dieses Gerücht als präzise eingestuft werden könne, wenn diese Information andere Angaben umfasse, die dieses öffentliche Erwerbsangebot betreffen.

Der EuGH begründete dies unter Verweis auf die Schlussanträge damit, dass ein öffentliches Erwerbsangebot regelmäßig mit der Zahlung von Übernahmeprämien auf den Aktienkurs einhergehe, sodass der Markt die möglichen Auswirkungen auf diesen Kurs abschätzen könne⁷²³. In der Literatur wird dies zum Teil so verstanden, dass sich die Benennung eines konkreten Preises in einem Presseartikel auch negativ auf dessen Kursrelevanz auswirken könne. Dies sei umso eher der Fall, je weiter der in dem Presseartikel genannte Preis von der Markterwartung abweiche, da mit einer steigenden Abweichung des in dem Presseartikel genannten Preises von

⁷¹⁹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 Rn. 47 = WM 2022, 912 (915).

⁷²⁰ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 Rn. 48 = WM 2022, 912 (915).

⁷²¹ Kokott, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 5, 2 = BeckRS 2021, 26204.

⁷²² EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 Rn. 49 = WM 2022, 912 (915).

⁷²³ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 Rn. 50 = WM 2022, 912 (915); Kokott, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 51 = BeckRS 2021, 26204; Seibt/Mohamed, NZG 2022, 1577 (1578) zur ökonomischen Kapitalmarkt- und Finanzforschung; Mock, ZIP 2022, 16, 777 (779) Zustimmend mit Verweis auf die Kursschwankungen aufgrund der Wirecard-Berichterstattung ohne Nennung eines Kurszieles.

der Markterwartung dessen Glaubwürdigkeit bei dem breiten Anlegerpublikum sinken würde⁷²⁴.

Dies ist jedoch keinesfalls zwingend. Vielmehr hängt die Glaubwürdigkeit eines Presseartikels von dessen inhaltlichen Fundiertheit und Schlüssigkeit ab. Wenn der Presseartikel eine besonders starke Abweichung des Fundamentalwertes eines Finanzproduktes von dem aktuellen Börsenwert schlüssig und fundiert darlegen kann, führt dies ganz im Gegenteil zu einer besonders großen Kurserheblichkeit, da mit einer steigenden Differenz zwischen dem in dem Presseartikel genannten Wert und dem Börsenwert auch die theoretischen Arbitragemöglichkeiten steigen.

Neben diesen Kriterien, die den Inhalt des Presseartikels betreffen, sei für die Beurteilung der Präzision einer Information über die bevorstehende Veröffentlichung auch die Identität des Verfassers des Presseartikels sowie das Presseorgan, welches den Artikel veröffentlicht, erheblich. Dies sei der Fall, da diese Informationen die Glaubhaftigkeit der in dem Artikel enthaltenen Gerüchte tendenziell erhöhen würden, da die Anleger annehmen würden, dass die Gerüchte aus Quellen stammen würden, die der Verfasser und das veröffentlichende Presseorgan als zuverlässig einstufen⁷²⁵.

Diese Annahme ist mit Blick auf die allgemeine Wahrheits- und Sorgfaltspflicht für Journalisten⁷²⁶ durchaus überzeugend. In der Literatur wird jedoch zu Recht darauf hingewiesen, dass die Reputation des Journalisten und des veröffentlichenden Presseorgans nicht über inhaltliche Unvollständigkeit oder Sinnwidrigkeit sowie eine konträre Markterwartung hinweghelfen kann⁷²⁷. Außerdem ist jede Veröffentlichung auch in einen medialen Kontext einzuordnen, insbesondere wenn es zu einem Gerücht verschiedene, sich möglicherweise widersprechende Berichte gibt, da sich dieser Umstand auf die Beurteilung der Glaubhaftigkeit durch den verständigen Anleger erheblich auswirkt⁷²⁸. Außerdem würde es auf die Reputation bzw. Zuverlässigkeit der Quelle nicht ankommen, wenn für einen verständigen mit der jeweiligen Branche befassten Anleger lediglich vorhergesehene bzw. vorherzusehende Informationen veröffentlicht werden. Dies sei beispielsweise bei Übernahmeprämien von etwa 20 bis zu 35 % des Vor-

⁷²⁴ *Mock*, ZIP 2022, 16, 777 (779); ähnlich: *Seibt/Mohamed*, NZG 2022, 1577 (1578) wonach jedoch stets auf die Umstände des Einzelfalles abzustellen sei.

⁷²⁵ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 Rn. 52 = WM 2022, 912 (915); *Kokott*, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 52 = BeckRS 2021, 26204.

⁷²⁶ Dazu: F.V1.3.a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht.

⁷²⁷ *Seibt/Mohamed*, NZG 2022, 1577 (1581); *Mock*, ZIP 2022, 16, 777 (779).

⁷²⁸ *Seibt/Mohamed*, NZG 2022, 1577 (1581).

Übernahmewertes für die Aktionäre der Zielgesellschaft der Fall, da derartige Prämien regelmäßig realisiert werden würden⁷²⁹.

Weiter stellt der EuGH klar, dass eine ex post tatsächlich spürbare Auswirkung einer Presseveröffentlichung auf den Kurs der Wertpapiere, deren Emittent Gegenstand der Berichterstattung war, einen nachträglichen Beweis für die Präzision der Information über die Veröffentlichung des Presseartikels darstellen könne⁷³⁰. Allerdings könne die Auswirkung auf den Kurs für sich genommen, ohne dass weitere vor dieser Veröffentlichung bekannte oder offengelegte Angaben geprüft werden, nicht für den Nachweis der Präzision der Information genügen⁷³¹. Demnach kann die Präzision der Information über die Veröffentlichung des Presseartikels nicht allein aus der ex post (!) Kursauswirkung geschlossen werden, sondern es hat nach wie vor eine ex ante Betrachtung zu erfolgen, bei welcher die ex post Folgen lediglich ein Indiz darstellen.

4. Bezug zum Emittenten oder Finanzinstrument

Damit ein Journalist feststellen kann, ob eine Insiderinformation vorliegt und damit das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen einschlägig sein kann, muss er sich damit auseinandersetzen, ob die Informationen einen hinreichenden Bezug zu einem Emittenten oder einem Finanzinstrument aufweist. Dies gilt selbstverständlich nur, sofern er bisher zu dem Ergebnis gekommen ist, dass eine präzise Information vorliegt, die nicht öffentlich bekannt ist.

Nach dem Wortlaut des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR muss eine Insiderinformation sich auf einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder auf ein oder mehrere Finanzinstrumente selbst beziehen. Allerdings ist die Bedeutung dieses Merkmals, ähnlich wie das der Kursspezifität, umstritten⁷³². Auch bei dem Bezug zum Emittenten oder Finanzprodukt ist eine Abgrenzung zum Tatbestandsmerkmal der Kurserheblichkeit schwierig, da eine kursrelevante Infor-

⁷²⁹ *Seibt/Mohamed*, NZG 2022, 1577 (1581).

⁷³⁰ *Kritisch: Seibt/Mohamed*, NZG 2022, 1577 (1581) welche die Bezeichnung „Indizwirkung“ für treffender halten; ebenso *Assmann*, AG 2022, 390 (393); *Nietsch*, WuB 2022, 341 (347).

⁷³¹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 Rn. 55 = WM 2022, 912 (915); *Kokott*, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 56 = BeckRS 2021, 26204.

⁷³² *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb* § 8 Rn. 99; *Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann*, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014, Rn. 72; mit gutem Überblick zum Meinungsstand: *Marsch-Barner/Schäfer/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, Rn. 14.21; Zu § 13 Abs. 1 WpHG aF *Fuchs/Mennicke/Jakovou*, § 13 Rn. 105.

mation ohne einen zumindest mittelbaren Bezug zu einem Emittenten oder einem Finanzinstrument nicht vorstellbar ist⁷³³. Daher wird vertreten, dass dem Bezug zum Emittenten oder zum Finanzinstrument mangels Abgrenzungswirkung keine Bedeutung als Tatbestandsmerkmal zukomme⁷³⁴ und dass dieses Merkmal daher auch nicht zum strafrechtlichen Tatbestand gehöre⁷³⁵.

Die Gegenansicht hält eine Qualifizierung als eigenes Tatbestandsmerkmal schon aufgrund des Wortlauts des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR⁷³⁶ für notwendig, auch um neben der Kursspezifität einen weiteren Filter vor der Prüfung der Kurserheblichkeit zu haben, auch wenn damit keine substanzielle Eingrenzung des Tatbestandsmerkmals der Insiderinformation verbunden sei⁷³⁷. Die BaFin behandelt den Bezug der Information zu einem Emittenten oder zu einem Finanzprodukt ebenfalls als eigenes Tatbestandsmerkmal, wobei sie sich auf eine beispielhafte Aufzählung von Marktdaten oder Marktinformationen, bei denen ein solcher Bezug vorliegen kann, beschränkt⁷³⁸.

Die BaFin führt in diesem Zusammenhang aus, dass der Bezug sowohl direkt als auch indirekt bestehen kann, was sich ebenfalls aus dem Wortlaut des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR ergibt. In § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG aF⁷³⁹ wurde ein indirekter Bezug zum Emittenten oder zu Finanzinstrumenten nicht ausdrücklich erwähnt. Vielmehr war noch von konkreten Informationen, „die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst beziehen“ die Rede.

⁷³³ Zum alten Recht: *Assmann*, AG 1994, 237 (243); *Hopt*, ZGR 1991, 17 (31); Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 116; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 90; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 51; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 94.

⁷³⁴ Zu § 13 Abs. 1 WpHG aF *Hopt*, ZGR 1991, 17 (31); *Weber*, BB 1995, 157 (162); Zur MAR: Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 119; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 105; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 51.

⁷³⁵ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 119.

⁷³⁶ **a.A.** Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 117, der in der Erwähnung des Emittenten- oder Finanzinstrument-Bezuges lediglich ein redundantes Merkmal sieht; so auch Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 90; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 94.

⁷³⁷ Zu § 13 Abs. 1 WpHG aF Fuchs/Mennicke/Jakovou, § 13 Rn. 107; *Caspari*, ZGR, 1994, 530 (540); *Claussen* DB 27 (30); *Ott/Schäfer*, ZBB 1991, 237 (243); *Tippach*, WM 1992, 1269 (1274); Zur MAR: *Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann*, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 72; *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb* § 8 Rn. 99; *Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks*, § 1 Rn. 76; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 93, 94.

⁷³⁸ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.3 Direkter oder indirekter Emittenten- bzw. Finanzinstrumentebezug, S. 11.

⁷³⁹ In der Fassung mit Gültigkeit vom 01.11.2007 bis 01.07.2016.

Die BaFin stellt klar, dass die preisbeeinflussenden Umstände nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten oder unmittelbar den Emittenten oder das Finanzprodukt betreffen müssen. „Auch den Emittenten nur mittelbar betreffende Umstände können Insiderinformationen sein. Hierunter können z. B. Marktdaten oder Marktinformationen fallen, d. h. Informationen über Rahmenbedingungen von Märkten oder über die Märkte selbst, die im Einzelfall auch die Verhältnisse von Emittenten oder Finanzinstrumenten berühren können.“⁷⁴⁰

Es folgt eine Aufzählung von Ereignissen, die von eher kapitalmarktnahen Ereignissen wie Zinsbeschlüssen von Notenbanken, Devisenkursen oder außerbörslichen Paketverkäufen durch Großinvestoren ohne strategische Zielsetzung bis hin zu Ereignissen gesamtgesellschaftlicher Art wie Naturkatastrophen, Gesetzesvorhaben oder politischen Entscheidungen im Allgemeinen reichen⁷⁴¹. Folglich ist nicht entscheidend, aus welcher Quelle das Ereignis oder der Umstand stammt, der Gegenstand der Insiderinformation ist. Es kann sich sowohl um unternehmensinterne Umstände oder Ereignisse handeln, wie die Anmeldung eines neuen Patents oder auch um unternehmensexterne Umstände, wie staatsanwaltliche Ermittlungen gegen einen Vorstand, externe Ratings oder Kartellrechtsverfahren gegen das Unternehmen⁷⁴².

Ein Bezug zum Emittenten liegt bei einem unternehmensinternen Ereignis vor, also wenn die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage, der allgemeine Geschäftsverlauf oder die personelle oder organisatorische Struktur des Emittenten betroffen sind. Darunter fallen auch wesentliche Satzungsänderungen, Kapitalmaßnahmen oder der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages sowie bei Konzernen deren Verhältnis zu anderen konzernangehörigen Unternehmen⁷⁴³. Auch Marktinformationen bzw. Marktdaten, wie etwa Konjunkturdaten, Naturkatastrophen oder ein Kriegausbruch können einen Bezug zum Emittenten aufweisen,

⁷⁴⁰ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.3 Direkter oder indirekter Emittenten- bzw. Finanzinstrumentebezug, S. 11; ähnlich auch zur Kursspezifität C.I.3.a) Kursspezifität und Abgrenzung von Kurserheblichkeit.

⁷⁴¹ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.3 Direkter oder indirekter Emittenten- bzw. Finanzinstrumentebezug, S. 11; aufgenommen bei: Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 105; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 107.

⁷⁴² Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 100, 101; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 73; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 95.

⁷⁴³ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 102, 103; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 74; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 87; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 51; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 77; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 95; Hopt/Kumpan, HGB, MAR Art. 7 Rn. 9.

wenn sie bestimmbare Auswirkungen auf einen einzelnen Emittenten mit sich bringen und damit auch kursspezifisch sind⁷⁴⁴. Ein Finanzinstrumentenbezug ist gegeben, wenn die Information den Handel mit diesem Finanzinstrument betrifft. Dies ist beispielsweise bei einer Änderung der Höhe der Dividende, einer beabsichtigten Kursaussetzung oder einer vorzeitigen Kündigung einer Schuldverschreibung der Fall⁷⁴⁵.

Eine klare Abgrenzung zwischen dem Bezug zum Emittenten und einem Bezug auf ein oder mehrere Finanzprodukte ist kaum möglich, da sich positive oder negative Informationen in Bezug auf den Emittenten auch auf dessen Finanzprodukte auswirken und andersherum, wobei es auf eine genaue Zuordnung letztlich auch nicht ankommt⁷⁴⁶. Allerdings kann beispielsweise bei Informationen über Verlautbarungen der BaFin über deren aufsichtsrechtliche Behandlung bestimmter Finanzinstrumente oder Informationen über bestimmte Finanzinstrumente betreffende Gesetzesvorhaben und -änderungen von einem ausschließlichen Finanzinstrumentenbezug ausgegangen werden. Das Gleiche dürfte für gerichtliche Entscheidungen über wertpapierrechtliche Fragen, die einen Aussagegehalt für alle Finanzinstrumente der fraglichen Art und Gattung haben, gelten⁷⁴⁷.

5. Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung

Das für Journalisten wohl am schwierigsten zu bewertende Merkmal einer Insiderinformation dürfte das der Kurserheblichkeit sein. Es handelt sich dabei letztlich um die Frage, ob eine Information so wichtig ist, dass ihr öffentliches Bekanntwerden (wahrscheinlich) eine Reaktion des Kapitalmarktes auslösen wird. Ein Journalist muss dazu über fundierte Kenntnisse in Bezug auf den Emittenten, dessen wirtschaftliche Lage und die Branche in der er sich befindet sowie den bisherigen Informationsstand des breiten Anlegerpublikums verfügen. Darüber hinaus

⁷⁴⁴ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 75; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 87, 91; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 51; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 77; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 98; Hopt/Kumpan, HGB, MAR Art. 7 Rn. 9; Zur Kursspezifität von Marktdaten: C.I.3.a) Kursspezifität und Abgrenzung von Kurserheblichkeit.

⁷⁴⁵ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 104; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 75; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 88; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 51; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 78; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 96; Hopt/Kumpan, HGB, MAR Art. 7 Rn. 9.

⁷⁴⁶ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 101; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 75; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 89; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 51; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 78; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 93; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 97.

⁷⁴⁷ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 77; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 106.

muss der Journalist in der Lage sein, die Funktionsmechanismen des Finanzmarktes zu verstehen und dessen (wahrscheinliche) Reaktion zu antizipieren.

Die Frage, ob eine Information kurserheblich in Bezug auf einen Emittenten oder ein Finanzprodukt ist, ist zudem gleich in doppelter Hinsicht von großer Relevanz für den Journalisten. Zum einen hängt das Vorliegen einer Insiderinformation und die damit einhergehende Anwendbarkeit des Verbotes der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen davon ab. Zum anderen ist das Ausmaß der (wahrscheinlichen) Kursbeeinflussung durch das öffentliche Bekanntwerden der Information für den Sorgfaltsmaßstab relevant, den der Journalist bei dem Umgang und der beruflichen Verwertung dieser Insiderinformation zu beachten hat. Dies folgt aus dem Umstand, dass von einer Insiderinformation, die einen besonders großen Einfluss auf den Kurs eines Emittenten oder eines Finanzinstrumentes hat oder haben könnte, auch eine besonders große (potenzielle) Gefahr für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ausgeht⁷⁴⁸. Im Folgenden wird das Merkmal der Kurserheblichkeit daher ausführlich dargestellt. Zudem wird auf für die journalistische Praxis besonders relevante Einzelfälle eingegangen und konkretisiert, nach welchen Kriterien das Vorliegen einer Kurserheblichkeit in diesen Fällen zu beurteilen ist.

Ein zentrales Tatbestandsmerkmal der Insiderinformation ist gem. Art. 7 Abs.1 lit. a) MAR die Eignung der Information zur erheblichen Kursbeeinflussung, auch Kurserheblichkeit, Kursrelevanz⁷⁴⁹ oder Preisrelevanz⁷⁵⁰ genannt. Das Tatbestandsmerkmal lässt sich in zwei Teile aufgliedern. Zum einen muss die Information überhaupt geeignet sein, den Kurs eines Finanzproduktes zu beeinflussen und zum anderen muss diese Beeinflussung von erheblichem Ausmaß sein. Was die Eignung der Information angeht, den Kurs eines Finanzproduktes zu beeinflussen, so kommt diesem Merkmal keine eigenständige Bedeutung zu⁷⁵¹, da im Rahmen der präzisen Information, insbesondere bei dem Merkmal der Kursspezifität, bereits zu prüfen ist, ob die Information als solche so präzise ist, dass sie in der Lage ist, den Kurs des sie betreffenden

⁷⁴⁸ G.III Negative Auswirkungen auf die Integrität der Finanzmärkte.

⁷⁴⁹ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 156; Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 119; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 7 Rn. 78.

⁷⁵⁰ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 7 Rn. 89.

⁷⁵¹ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 107; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 168.

Finanzinstruments zu beeinflussen⁷⁵². Der entscheidende Aspekt ist somit die Erheblichkeit der Kursbeeinflussung.

Eine solche ist gem. Art. 7 Abs. 4 MAR gegeben, wenn es sich um eine Information handelt, „die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde“. Dieser sogenannte „reasonable investor test“⁷⁵³ war schon in der Vorgänger-richtlinie enthalten, wobei Art. 1 Nr. 1 der Marktmissbrauchs-RL 2003/6/EG selbst lediglich vorsah, dass Insiderinformationen kursrelevant sein müssen. Die Kursrelevanz wurde durch den Begriff des verständigen Anlegers in Art. 1 Abs. 2 der Durchführungsrichtlinie RL 2003/124/EG weiter konkretisiert. Seinen Ursprung hat diese Rechtsfigur in den USA als Teil einer Grundsatzentscheidung des US Supreme Courts⁷⁵⁴ und ist auch in den Rechtsordnungen von Kanada, Neuseeland und Australien bekannt⁷⁵⁵.

Der verständige Anleger bildet den Maßstab, anhand dessen die Kurserheblichkeit der Information zu beurteilen ist. Die Anlageentscheidung ist der (zeitliche) Bezugspunkt, für die Anwendung dieses Maßstabes und die Frage, ob ein verständiger Anleger die Information zu diesem Zeitpunkt berücksichtigen würde und bildet eine auf den Inhalt der Information bezogene Erheblichkeitsschwelle⁷⁵⁶. Bei dieser Prognose ist zu unterstellen, dass die Information öffentlich bekannt werden würde, da der Kapitalmarkt diese andernfalls nicht einpreisen könnte und es somit auch nicht zu einer kausalen Kursveränderung kommen könnte⁷⁵⁷. Bei der Kurserheblichkeit handelt es sich um eine relative Größe, die von den Markterwartungen und den bereits bekannten Umständen abhängig ist⁷⁵⁸.

⁷⁵² Dazu: C.I.3.a) Kursspezifität und Abgrenzung zur Kurserheblichkeit; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 112; *Kumpan/Misterek*, ZHR (2020), 180 (184); Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 137.

⁷⁵³ Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 168; zum Begriff: *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012) 66 (85), Anleger, der in rationaler Weise denkt und rational handelt; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 116; Ebenroth/Boujoung/Joost/Strohn/*Poelzig*, HGB, Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Rn. 23; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 55; Habersack/Mülbelt/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 79.

⁷⁵⁴ U.S. Supreme Court, Entscheidung vom 14. Juni 1976, *TSC Industries, Inc. V. Northway, Inc.* 426 U.S. 438, (449).

⁷⁵⁵ Dazu: Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 265, 266.

⁷⁵⁶ Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 168; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 108, 118; Habersack/Mülbelt/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 82; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 167.

⁷⁵⁷ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.2 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung S. 12.; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 143; Im Ergebnis: Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 168.

⁷⁵⁸ Habersack/Mülbelt/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 83; Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 177; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 145; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 105, 117g.

Wenn der Gegenstand der Information dem Markt schon bekannt ist oder dieser den Eintritt des Umstandes oder Ereignisses bereits erwartet hat, ist mit keiner Kursreaktion des Marktes zu rechnen, womit es an einer Kurserheblichkeit fehlt⁷⁵⁹. Demnach sind die Umstände und Ereignisse, auf die sich die Insiderinformationen beziehen, immer in den Kontext der Markterwartung einzuordnen. Beispielsweise kann eine Gewinnsteigerung eines Emittenten zu steigenden, fallenden oder gleichbleibenden Kursen führen, je nachdem, ob die Gewinnsteigerung über-, unter- oder innerhalb der Erwartungen des Marktes liegt.

Laut Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR wäre eine Insiderinformation, wenn sie öffentlich bekannt würde, dazu geeignet, den Kurs der Finanzinstrumente oder den Kurs der damit verbundenen derivativen Finanzinstrumente *erheblich* zu beeinflussen. In Art. 7 Abs. 4 MAR, wo der Wortlaut des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR in Anführungszeichen wiedergegeben wird, ist jedoch statt von einer *erheblichen* Kursbeeinflussung von einer *spürbaren* Kursbeeinflussung die Rede. Diesem Umstand wird jedoch keine inhaltliche Bedeutung beigemessen, da es sich sowohl bei der Verwendung des direkten Zitats als auch bei der abweichenden Verwendung von „erheblich“ und „spürbar“ um Besonderheiten der deutschen Übersetzung handelt⁷⁶⁰.

Das Merkmal der Kurserheblichkeit dient, wie auch schon das des Bezuges zum Emittenten oder Finanzprodukt und das der präzisen Information, dazu, den Anwendungsbereich des Insiderrechts so weit zuzuspitzen, dass eine zu starke Beeinträchtigung des Wertpapierhandels vermieden wird. Es sollen insbesondere Bagatellfälle ausgeschlossen werden, da die Ausnutzung von Insiderinformationen Handelskosten verursacht, welche niedriger sein müssen als die Arbitragemöglichkeiten, die sich durch die Ausnutzung der Insiderinformation ergeben⁷⁶¹.

Wenn also der mögliche Gewinn, der durch die Ausnutzung der Insiderinformation erzielt werden kann, niedriger ist als die Kosten, die die Ausnutzung verursacht, ist die Ausnutzung schon

⁷⁵⁹ Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 146; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 84; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 180; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 105a, 107.

⁷⁶⁰ Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 171; Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.3 Rn. 67; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 120; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014, Rn. 78.

⁷⁶¹ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.2 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung S. 12; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 108, 117; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rb. 387; Klöhn/Klöhn, MAR Art. 7 Rn. 175; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 110; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 54; Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.3 Rn. 70; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 120, 173; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 7 Rn. 82; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 87; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 118.

wirtschaftlich nicht sinnvoll und muss daher nicht durch das Insiderrecht zusätzlich unterbunden werden. Bei diesen Konstellationen handelt es sich um sogenannte Bagatellfälle, bei denen es an der Erheblichkeit der Kursbeeinflussung fehlt. Spiegelbildlich dazu soll durch das Merkmal der Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung der Bereich des legitimen Gebrauchs von Informationen zur Nutzung von Arbitragemöglichkeiten kenntlich gemacht werden⁷⁶².

a) Maßstab

Ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial liegt vor, wenn die Information bei einem verständigen Anleger einen Kauf- oder Verkaufsanreiz erzeugt und diesem als lohnend erscheint. Lohnend ist ein Geschäft bereits dann, wenn die erwartete Rendite abzüglich der Transaktionskosten, etwa der Ordergebühren, die Opportunitätskosten, also die Rendite, die eine Anlage in Finanzinstrumenten mit vergleichbarem Risiko erzielen würde, übersteigt. Ein lohnendes Geschäft kann auch in der Verhinderung eines möglichen Kursverlustes bestehen⁷⁶³.

Wenn dies nicht der Fall ist, handelt es sich, wie bereits geschildert, um einen Bagatellfall, welcher vom Anwendungsbereich des Insiderrechts ausgenommen werden soll, insbesondere um die Ad-hoc-Publizitätspflicht aus Art. 17 MAR nicht ausufern zu lassen. Eine feste numerische Größe für den notwendigen Kursausschlag kann nicht pauschal bestimmt werden. Insbesondere in der Literatur der 1990er Jahre wurde, in Anlehnung an die Regierungsbegründung zum 2. FMFG von 1994, eine Abweichung von +/- 5 % als Faustregel vertreten⁷⁶⁴.

⁷⁶² Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 111; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 54; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 122, nach deren Ansicht die Merkmale der *präzisen Information* und des *Bezugs zum Emittenten oder Finanzinstruments* in dem Merkmal der Kurserheblichkeit vollständig aufgehen; Hopt/Kumpan, HGB, MAR Art. 7 Rn. 13.

⁷⁶³ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.2 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung S. 12; zustimmend: Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 211, 214, der auf das Verhältnis von erwartetem Profit und Kosten abstellt; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 144; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 180, 181; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 54; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 87; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 121, 121a; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014, Rn. 82.

⁷⁶⁴ Assmann, AG 1994, 237 (244); Caspari, ZGR 1994 (494 (514, 516)); Hopt, ZHR 159 (1995), 134 (154); Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Rn. 73 unter Hinweis auf die im Strafrecht erforderliche Bestimmtheit; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 145; zu § 13 Abs. 1 WpHG aF: Smid, AfP 2002, 13 (16) **kritisch**: Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 179, der diese für veraltet hält; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 87; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 121; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014, Rn. 79.

Die Beurteilung der Kurserheblichkeit hat aus der ex ante Sicht eines verständigen Anlegers zu erfolgen⁷⁶⁵. Dies ergibt sich aus Erwägungsgrund Nr. 14 zur MAR, wonach verständige Anleger⁷⁶⁶ ihre Anlageentscheidungen auf Informationen, die ihnen vorab zur Verfügung stehen (ex ante Informationen), stützen⁷⁶⁷. Im Rahmen dieser Prognose ist es daher unerheblich, ob der konkrete Insider selbst die Information für kurserheblich hält⁷⁶⁸. Es ist allein auf die Sichtweise eines verständigen Anlegers abzustellen.

Ferner kann nach Erwägungsgrund Nr. 15 zur MAR zwar nicht allein darauf abgestellt werden, dass tatsächlich eine Kursreaktion auf das Bekanntwerden der Information erfolgt, jedoch kann eine tatsächlich erfolgte Kursreaktion als Indiz für eine Kurserheblichkeit der Information gewertet werden. Allerdings sollte die ex post Information, dass es tatsächlich zu einer Kurseinflussung gekommen ist, nicht dazu verwendet werden, Maßnahmen gegen Personen zu ergreifen, die vernünftige Schlussfolgerungen aus den ihnen ex ante zur Verfügung stehenden Informationen gezogen haben⁷⁶⁹.

Das Ausbleiben einer Kursreaktion stellt, einem Teil der Literatur zufolge, nicht nur ein Indiz für das Fehlen einer Kurserheblichkeit der Information dar, sondern eine widerlegliche Vermutung⁷⁷⁰. Neben der tatsächlichen Kursreaktion wird als ein weiteres Merkmal, welches eine widerlegliche Vermutung für eine Kurserheblichkeit der Information begründen kann, das Handeln eines sogenannten Primärinsiders diskutiert.

⁷⁶⁵ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 109; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 169; Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.3 Rn. 68; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 125; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 82; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 101; Hopt/*Kumpan*, HGB, MAR Art. 7 Rn. 11; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 54.

⁷⁶⁶ In Erwägungsgrund Nr. 14 wird der Begriff „Investoren“ synonym verwendet.

⁷⁶⁷ Erwägungsgrund Nr. 15 S. 2 zur MAR; siehe auch C.I.5.b) Der verständige Anleger.

⁷⁶⁸ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 116; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 169; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 109, 118; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 54; Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.3 Rn. 68; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 114; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014, Rn. 88.

⁷⁶⁹ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.2 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung S. 12.; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 169, 245; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 122, 127, 204f.; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 54; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 82; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 103, 104; Hopt/*Kumpan*, HGB, MAR Art. 7 Rn. 11, 14; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 120; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 166; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014, Rn. 88; Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.3 Rn. 68.

⁷⁷⁰ *Möslin*, LMK 2022, 808769; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 249; Klöhn, ZHR 177 (2013) 349 (378f.); Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 54; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 208 **kritisch** vor allem in Bezug auf eine strafrechtliche Würdigung; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 171.

Primärinsider sind solche Personen, die, beispielsweise aufgrund ihrer beruflichen Stellung, über einen privilegierten Zugang zu Insiderinformationen verfügen. Anknüpfend an den Erwägungsgrund Nr. 24 zur MAR⁷⁷¹ wonach, wenn ein Primärinsider in Kenntnis einer Insiderinformation eine Anlageentscheidung trifft, zu unterstellen ist, dass dieser die Anlageentscheidung aufgrund der Insiderinformation getroffen hat, soll aufgrund der vermuteten Nutzung der Information durch den Primärinsider auch deren Kurserheblichkeit vermutet werden⁷⁷².

Problematisch an diesem Umkehrschluss ist jedoch, dass es für die Beurteilung der Kurserheblichkeit gerade auf die Sicht eines verständigen Anlegers ankommen soll und nicht auf die Sicht eines Primärinsiders. Aus diesem Grund misst eine vorzugswürdige Ansicht den Anlageentscheidungen von Primärinsidern allenfalls Indizwirkung bei⁷⁷³. Als weiteres Indiz wird eine Einstufung der Information als Insiderinformation durch den Emittenten selbst herangezogen, wobei dies nur für Dritte, also nicht im Anwendungsbereich des Art. 17 MAR, gelten soll⁷⁷⁴. Genau wie bei dem Handeln der Primärinsider besteht jedoch auch hier die Schwierigkeit, dass es für die Beurteilung der Kurserheblichkeit gerade auf die Perspektive eines verständigen Anlegers ankommen soll und nicht auf die eines Emittenten.

Bei der Kurserheblichkeit handelt es sich um eine Rechtsfrage, wenngleich ihre Beantwortung eine Analyse und Prognose des Kapitalmarktes aus ex ante Sicht erfordert⁷⁷⁵. Bei dieser Prognose über eine hypothetische Anlageentscheidung eines verständigen Anlegers ist zu unterstellen, dass dieser Kenntnis von allen öffentlich bekannten Informationen hat, die im Zusammenhang mit seiner Anlageentscheidung stehen⁷⁷⁶. Die Anlageentscheidung des verständigen Anlegers muss sich entweder auf ein Finanzinstrument selbst oder auf ein auf dieses bezogenes derivatives Finanzinstrument beziehen⁷⁷⁷. Die Art des Finanzproduktes, welches Gegenstand der prognostizierten Anlageentscheidung des verständigen Anlegers ist, ist relevant, da die Kurserheblichkeit einzelner Informationen je nach Finanzinstrument variieren kann.

⁷⁷¹ Welcher wiederum die Spector-Entscheidung des EuGH, Urteil vom 23. Dezember 2009 – C-45/08 = NZG 2012, 107 kodifiziert.

⁷⁷² Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 252, 255; Klöhn, ZHR 177 (2013) 349 (379), welcher zumindest eine generelle Vermutungsregel im Ergebnis ablehnt.

⁷⁷³ Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 213; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 255.

⁷⁷⁴ Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 218, 219; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 258.

⁷⁷⁵ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 169; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 54; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 122; Assmann/Schneider/Mülbelt/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 7 Rn. 85.

⁷⁷⁶ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 169; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 54.

⁷⁷⁷ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 171; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 153; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 183.

Beispielsweise kann sich eine Information über einen kurzfristig niedrigen oder jedenfalls niedriger als erwarteten freien Cashflow eines Emittenten unmittelbar auf dessen Aktienkurs auswirken, wohingegen bei einer langfristig stabilen wirtschaftlichen Situation des Emittenten davon ausgegangen werden kann, dass sich der Wert einer langfristigen Unternehmensanleihe, deren Fälligkeit deutlich in der Zukunft liegt, durch einen vorübergehend geringen Cashflow kaum verändert. Vielmehr sind nur solche Informationen für Anleihen kursrelevant, welche die Erfüllung der Verbindlichkeiten des Emittenten in Zusammenhang mit der Anleihe betreffen, wobei eine Gefährdung fälliger Zinszahlungen schon ausreichen kann⁷⁷⁸.

Auf der anderen Seite gilt, dass sich der Wert der Anleihe dem der Aktie umso mehr annähert, je höher die Risikoallokation innerhalb der Anleihe ist, da es bei risikoreichen Anleihen in besonderem Maße auf eine Veränderung des Ausfallrisikos ankommt und damit auf das wirtschaftliche Ergebnis des Emittenten⁷⁷⁹. Noch differenzierter sind die möglichen Auswirkungen des Bekanntwerdens von Informationen bei Derivaten zu sehen, da sich die Kursauswirkungen je nach dem im Finanzprodukt verwendeten Hebelmechanismus stark von den Auswirkungen auf den Aktienkurs oder den Wert der Anleihen des betreffenden Emittenten unterscheiden können⁷⁸⁰. Demnach gilt auch für die Kurserheblichkeit, dass diese für jedes Finanzprodukt individuell zu prüfen ist und keine pauschale Aussage über die Kurserheblichkeit einer Information als solcher getroffen werden kann⁷⁸¹.

Weiter ist auch danach zu differenzieren, in welchem Kontext ein Verstoß gegen das Insiderrecht zu prüfen ist. Wenn sich die Prüfung auf konkrete Finanzprodukte bezieht, wie bei einem Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot gem. Art. 8 Abs. 1 MAR oder das Empfehlungs- und Verleitungsverbot nach Art. 8 Abs. 2 MAR sowie dessen Ausnutzen nach Art. 8 Abs. 3 MAR, ist auf die konkrete Anlage- oder Stornierungsentscheidung bzw. die Empfehlung diese vorzunehmen oder zu unterlassen abzustellen. Bei dem im Anwendungsbereich des Art. 21 MAR

⁷⁷⁸ *Kocher*, WM 2013, 1305 (1306); *Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann*, VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 7 Rn. 92; *a.A. Siebel*, BKR 2002, 795 (800) der Aktien und Anleihen im Wesentlichen gleich behandeln will.

⁷⁷⁹ Vertiefend: *Klöhn*, ZGR 2008, 110 (138); *Kocher*, WM 2013, 1305 (1306); *Klöhn/Klöhn*, Art. 7 Rn. 172; *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 153.

⁷⁸⁰ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.2 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung S. 12, 13, I.2.1.5.12 Nichtdividendenwerte S. 22; *Klöhn/Klöhn*, Art. 7 Rn. 172; *Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks*, § 1 Rn. 88; *Meyer/Veil/Rönnau/Krause*, § 6 Rn. 101, 102, 105a; *Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 150, 183.

⁷⁸¹ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.2 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung S. 12, 13.

liegenden Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen gem. Art. 10 MAR handelt es sich um ein abstraktes Gefährungsdelikt, weshalb es ausreicht, wenn die offengelegte Information für irgendein (real existierendes) Finanzinstrument oder Derivat kurserheblich ist⁷⁸².

b) Der verständige Anleger

Weder die MAR selbst noch deren Erwägungsgründe enthalten eine genaue Definition, was unter einem verständigen Anleger zu verstehen ist⁷⁸³. In Erwägungsrund Nr. 14 zur MAR, wo der Begriff des „Investors“ synonym verwendet wird, führt der Gesetzgeber aus, dass verständige Anleger ihre Anlageentscheidungen auf Informationen stützen, die ihnen vorab zur Verfügung stehen (ex ante Informationen). Daher solle die Prüfung der Frage, ob ein verständiger Investor einen bestimmten Sachverhalt oder ein bestimmtes Ereignis im Rahmen seiner Investitionsentscheidung wohl berücksichtigen würde, folglich anhand der ex ante Informationen erfolgen. Diese Typisierung eines verständigen Anlegers bedarf der weiteren Auslegung⁷⁸⁴.

aa) Der verständige Anleger als Individuum

Nach einer, unter anderem durch das OLG Stuttgart, vertretenen Ansicht handelt es sich um einen „verständigen, mit dem Marktgeschehen vertrauten und mit Kenntnis aller verfügbaren Informationen ausgestatteten Anleger“. Demnach sei der verständige Anleger ein typisiertes Individuum, welchem bestimmte Durchschnittseigenschaften zugeschrieben werden – nicht jedoch eine Durchschnittsperson⁷⁸⁵. Im Gegensatz zu einem Verbraucher, dem regelmäßig nur wenig an Kenntnis und Verständnis zugetraut wird, wird bei einem Anleger von einem „Durchschnittskunden“ oder „durchschnittlichen Privatanleger“ ausgegangen, welcher nicht völlig unkundig ist, sondern als „börsenferne Laie“ mit den Marktgegebenheiten und -gesetzmäßigkeiten vertraut und auch in der Lage ist, Tabellen und Diagramme zu verstehen⁷⁸⁶. Ein gewisses Maß

⁷⁸² Klöhn/Klöhn, MAR Art. 7 Rn. 173.

⁷⁸³ So auch: BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4 Verständiger Anleger S. 11; Langenbacher, AG 2016, 417 (422); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 116; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 80.

⁷⁸⁴ Kumpan/Misterek, ZHR 184 (2020), 180 (181); Zur Abgrenzung zwischen Anleger- und Verbraucherschutz: Buck-Heeb, ZHR 176 (2012), 66, 84 ff.; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 113; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 268; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 55; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 130; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 80; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 114.

⁷⁸⁵ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 121; Kumpan/Misterek, ZHR 184 (2020), 180 (189); Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 131.

⁷⁸⁶ Buck-Heeb, ZHR 176 (2012), 66, (87); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 118, 119 „analytisch denkend und mit Fachkenntnissen ausgestattet“; Kumpan/Misterek, ZHR 184 (2020), 180 (190),

an Fachkenntnis ist auch nach dem Sinn und Zweck des Insiderrechts erforderlich, da andernfalls Informationen, deren Nutzung gewisse Vorkenntnisse erfordern, aus dem Anwendungsbereich des Insiderrechts herausfallen würden⁷⁸⁷.

Bei der Auslegung des § 13 Abs. 1 WpHG aF wurde zunächst in Anlehnung an § 264 a StGB auf einen „durchschnittlichen verständigen Anleger“ abgestellt, wobei unklar blieb, welche Fähigkeiten diesem im Vergleich zu einem professionellen Anleger fehlen sollen⁷⁸⁸. Der verständige Anleger handelt rational und trifft eine Entscheidung auf angemessener, also verlässlicher tatsächlicher Informationsgrundlage, welche er aufmerksam und kritisch würdigt. Rational handelt der Anleger auf dieser Grundlage, wenn er – im Unterschied zum spekulativen Anleger – seine Anlageentscheidung an der im Hinblick auf die ihm vorliegenden verlässlichen Informationen zu prognostizierende künftige Ertragskraft des Emittenten orientiert⁷⁸⁹. Dieses Verständnis ergänzte der BGH, wonach ein verständiger Anleger im Rahmen seines rationalen Handelns auch mögliche irrationale Reaktionen anderer Marktteilnehmer berücksichtige, da sich auch diese letztlich auf den Kurs des betreffenden Finanzprodukts auswirkten⁷⁹⁰.

Dies stieß in der Literatur⁷⁹¹ teils auf Kritik, da mit einer Berücksichtigung von irrationalen Verhaltensweisen bei der Betrachtung einer Anlageentscheidung aus Sicht eines verständigen Anlegers, dessen Anlageentscheidung weniger vorhersehbar sei, was letztlich zu Rechtsunsicherheit führe. Eine Berücksichtigung jeder noch so irrationalen Reaktion anderer Marktteilnehmer würde dazu führen, dass das Merkmal der Kurserheblichkeit jede Begrenzungswirkung verlieren würde, da der verständige Anleger dann letztlich an sämtlichen rationalen und irrationalen Informationen interessiert wäre.

191); Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 55; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Rn. 69; Assmann/Schneider/Mülbelt/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 7 Rn. 84, 89.

⁷⁸⁷ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 121; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 55; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 137.

⁷⁸⁸ Caspari, ZGR 1994, 530 (540); Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 113; Kumpan/Misterek, ZHR 184 (2020), 180 (190, 191); Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.3 Rn. 69; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 131.

⁷⁸⁹ OLG Stuttgart, Beschluss vom 22. April 2009 - 20 Kap 1/08 Rn. 92 = NZG 2009, 624 (628) mit Verweis auf Veil, ZBB 2006, 162 (167); Assmann/Schneider/Mülbelt/Assmann, VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 7 Rn. 83.

⁷⁹⁰ BGH, Urteil vom 13. Dezember 2011 – XI ZR 51/10 Rn. 44 = NJW 2012, 1800 (1805); unter Verweis auf Fuchs/Mennicke/Jakovou, 1. Auflage 2009, § 13 Rn. 142; Kumpan/Misterek, ZHR 184 (2020), 180 (193); Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 134.

⁷⁹¹ Klöhn, AG 2012, 345 (349); im Ergebnis auch: Schmolke, ZBB 2012, 165 (173); Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 278; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 55 a.A. Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 119; Kumpan/Misterek, ZHR 184 (2020), 180 (198); Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 139.

Dem ist jedoch entgegenzuhalten, dass es für eine rationale Anlageentscheidung in erster Linie darauf ankommt, ob eine Information eine Kursreaktion auslöst. Ob die ausgelöste Kursreaktion nun auf rationalen Erwägungen, wie einem veränderten Fundamentalwert des Finanzproduktes zurückzuführen ist oder es sich um reines „Noise-Trading“ handelt, ist für die Anlageentscheidung eines einzelnen, rational handelnden Anlegers zweitrangig. Auch Erwägungsgrund Nr. 23 zur MAR spricht dafür, dass die MAR jeden ungerechtfertigten Vorteil, der mittels Insiderinformationen zum Nachteil Dritter erzielt wird, die die Information nicht kennen, verhindern will und zwar unabhängig davon, ob diese Information auch fundamentalwertbezogen ist⁷⁹². Demnach wird ein rational handelnder verständiger Anleger in erster Linie ermitteln, welche Kursreaktion sowohl aus rationalen als auch aus irrationalen Erwägungen zu erwarten ist und auf Grundlage dieser Prognose seine Anlageentscheidung fällen.

Bei dieser Prognose ist es wiederum naheliegend, diejenigen Reaktionen, die aufgrund ihrer Rationalität besonders nachvollziehbar sind und daher wahrscheinlich mehr Anleger überzeugen werden, stärker zu berücksichtigen als solche, die aufgrund ihrer Irrationalität voraussichtlich weniger Anhänger finden werden. Ein Anhaltspunkt für die Berücksichtigung irrationaler Reaktionen anderer Marktteilnehmer findet sich auch in Erwägungsgrund Nr. 14 zur MAR, wonach bei der Prüfung der Anlageentscheidung eines verständigen Anlegers auch „sonstige Marktvariablen“ zu berücksichtigen seien.

Die BaFin stellt bei der Frage, aus wessen Perspektive die Beurteilung der Kurserheblichkeit erfolgen soll, ebenfalls auf einen „durchschnittlichen börsenkundigen Anleger ab, der seine Entscheidungen auf objektiv nachvollziehbarer Informationsgrundlage trifft. Ein besonderes Fachwissen ist nach Auffassung der BaFin nicht erforderlich, gleichwohl sollte der verständige Anleger mit den Usancen des Wertpapierhandels und dem Unternehmensrecht in Grundzügen vertraut sein. Aus Sicht der BaFin bezieht ein verständiger Anleger aber auch alle Besonderheiten des Einzelfalles mit ein, d. h. er würdigt in einer Gesamtschau auch, in welcher gegenwärtigen Marktsituation der in Rede stehende Umstand geeignet erscheint, den Kurs des betreffenden Finanzproduktes erheblich zu beeinflussen.

⁷⁹² So im Ergebnis auch: Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 284, der jedoch eine Berücksichtigung aufgrund eines, seiner Ansicht nach, entgegenstehenden Zwecks des Insiderrechts ablehnt; Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 139.

„Dabei berücksichtigt er auch, wie aus seiner Erfahrung heraus andere Marktteilnehmer (d. h. das Anlegerpublikum) in der Vergangenheit auf vergleichbare Sachverhalte reagiert haben. Es ist daher davon auszugehen, dass ein verständiger Anleger in seine Anlageentscheidung nicht nur die zukünftige Finanz- und Ertragskraft des Unternehmens einbezieht, sondern ggf. auch weitere Faktoren, die – losgelöst von einer Änderung des Unternehmenswertes – auf den Kurs des Finanzinstruments einwirken können, wie dies beispielsweise bei der Zahlung von Dividenden oder dem Abfindungsangebot bei einem Squeeze-Out der Fall ist. Ein Anleger reagiert insoweit auf alle ihm vorliegenden Informationen, die er vollständig und umfassend im Hinblick auf ihre Kursrelevanz bewertet hat; dies umfasst auch Erfahrungswerte⁷⁹³.“

Das Abstellen auf einen streng objektiv handelnden Anleger, welcher Kenntnis von allen (öffentlich) verfügbaren Informationen hat und sowohl mit den Usancen des Wertpapierhandels als auch mit den Grundlagen des Unternehmensrechts vertraut ist, hat in praktischer Hinsicht den Vorteil, dass sich ein Sachverständiger nicht in eine andere Perspektive versetzen und bestimmte Umstände außer Acht lassen muss, sondern eine rein objektive ex ante Betrachtung vornehmen kann⁷⁹⁴.

bb) Der verständige Anleger als Metapher für einen effizienten Kapitalmarkt

Teile der Literatur verfolgen hingegen ein abstrakteres Verständnis des „verständigen Anlegers“ und begreifen diesen eher als ein Kollektiv verständiger Anleger⁷⁹⁵. Nach diesem Verständnis berücksichtigt ein verständiger Anleger eine Information nur dann bei seiner Anlageentscheidung, wenn diese die Gesamtheit der öffentlich bekannten Informationen so ändere, dass eine andere Beurteilung des Fundamentalwertes des Finanzinstruments geboten sei. Demnach sei der verständige Anleger die Personifizierung bzw. das Alter Ego eines effizienten Kapitalmarktes⁷⁹⁶. Diesem Leitbild entsprechen vor allem Informationshändler als professionelle Marktteilnehmer⁷⁹⁷, wobei es im Ergebnis nur darauf ankommt, ob diese ausschließlich auf

⁷⁹³ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4 Verständiger Anleger S. 12.

⁷⁹⁴ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 114.

⁷⁹⁵ Kumpan/Misterek, ZHR 184 (2020), 180 (193, 194); Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 55; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 133, 138, 141; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 106.

⁷⁹⁶ Schon zu § 13 Abs. 1 WpHG aF: Klöhn, ZHR 177 (2013), 349 (367); zur MAR: Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 271; Kumpan/Misterek, ZHR 184 (2020), 180 (193, 194); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 122; Hopt/Kumpan, HGB, MAR Art. 7 Rn. 10.

⁷⁹⁷ B.I.1.b)bb)(1) Informationshändler.

Grundlage fundamentalwertbezogener Informationen handeln⁷⁹⁸. Dies folge aus den Erwägungsgründen Nr. 14 und 15 zur MAR sowie aus dem Zweck, welchen das Merkmal der Kurserheblichkeit bei der Eingrenzung des Anwendungsbereiches des Insiderrechts erfüllen soll⁷⁹⁹. Diesem Verständnis des verständigen Anlegers liegt die halbstrenge Variante der Kapitalmarkteffizienzhypothese (Efficient Capital Markets Hypothesis – ECMH) zu Grunde.

Als Begründer dieser Theorie gilt der Nobelpreisträger Eugene Francis Fama⁸⁰⁰ welcher im Kern die These vertritt, dass der Kurs eines Finanzinstruments am Kapitalmarkt eine Schätzung darstellt, welche alle zu diesem Zeitpunkt öffentlich bekannten Informationen vollständig reflektiert, obwohl faktisch kein einzelner Marktteilnehmer tatsächlich Kenntnis von allen öffentlich bekannten Informationen hat⁸⁰¹. Nach der ECMH entspricht der Kurs eines Finanzproduktes am Kapitalmarkt auch immer dessen tatsächlichen (Fundamental-)Wert, was zur Folge hätte, dass kein Marktteilnehmer durch den Kauf unterbewerteter oder den Verkauf überbewerteter Finanzprodukte Gewinne erzielen, den Markt also „schlagen“ könnte. Dies wäre nach der ECMH lediglich innerhalb der Zeitspanne möglich die notwendig ist, um den Kurs eines Finanzproduktes einem veränderten Fundamentalwert anzupassen. Je schneller dieser Prozess der Anpassung erfolgt, desto höher ist die relative Effizienz des Kapitalmarktes, insbesondere dessen Informationseffizienz⁸⁰².

Letztlich stelle der Marktpreis eines Finanzproduktes nach der ECMH also die (Wert-)Einschätzung dar, auf welche sich alle Marktteilnehmer vernünftigerweise einigen würden, wenn sie Kenntnis von allen öffentlich bekannten Informationen hätten⁸⁰³. Dabei wird unterstellt, dass es zwar keinen Marktteilnehmer gibt, der tatsächlich Kenntnis von allen öffentlich bekannten Informationen hat, jedoch sei diese Unkenntnis einzelner Informationen wiederum zufällig auf

⁷⁹⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 272; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 139.

⁷⁹⁹ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 273; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 123.

⁸⁰⁰ Fama, J. Fin., Vol. 25, No. 2 May 1970 pp. 383-417.

⁸⁰¹ Klöhn/Klöhn, MAR, Vorb. Art. 7 Rn. 76 unter Verweis auf Gilson/Kraakman, The mechanisms of market efficiency, Va. L. Rev. Vol. 40 No. 4 pp. 549 (552) (1984); Langenbucher, AG 2016, 417 (418); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 122.

⁸⁰² Klöhn/Klöhn, Vorb. Art. 7, Rn. 76, 77 unter Verweis auf Gilson/Kraakman, Virginia Law Review. Vol. 40 No. 4 pp. 549 (560) (1984); Langenbucher, AG 2016, 417 (418); Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 121, 135.

⁸⁰³ Klöhn/Klöhn, Vorb. Art. 7, Rn. 78 unter Verweis auf Beaver, Journal of Accounting, 54 Acct. Rev. 41, 42 (1979); Fischel, 74 Cornell Law Review 907, 913 (1989); Stout, Journal of Corporate Law 635, 640 ff. (2003); Langenbucher, AG 2016, 417 (418); Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 106a.

alle Marktteilnehmer verteilt, womit sich diese partielle Unkenntnis nach dem Gesetz der großen Zahl gegenseitig ausgleiche⁸⁰⁴. Die Übereinstimmung zwischen dem Fundamentalwert und dem Preis des Finanzproduktes am Kapitalmarkt wird nach der ECMH dadurch hergestellt, dass Informationshändler Abweichungen zwischen dem Fundamentalwert und dem Preis am Kapitalmarkt (Arbitragemöglichkeit) ausbeuten und dadurch den Preis am Kapitalmarkt dem Fundamentalwert angleichen⁸⁰⁵.

Die kapitalmarkttheoretische Gegenströmung ist die Lehre von der sogenannten „Behavioral Finance“ oder auch „Cognitive Finance“ welche davon ausgeht, dass Marktteilnehmer auch systematisch irren könnten und sich der Preis eines Finanzproduktes nicht immer durch eine systematische Überlegenheit der Informationshändler dem Fundamentalwert annähert, sondern auch dauerhaft von diesem abweichen kann⁸⁰⁶. Daraus folge, dass die Strategie von Informationshändlern, die ihre Anlageentscheidung ausschließlich am Fundamentalwert des Finanzproduktes orientieren, nicht zwingend monetär lohnenswerter sei als eine Strategie, welche auch das Marktverhalten der uninformierten Marktteilnehmer mit einbezieht und diesem ggf. auch folgt⁸⁰⁷. Hinzukommt eine logische Schwäche der ECMH, welche darin begründet liegt, dass bei einer angenommenen Übereinstimmung von Fundamentalwert und Marktwert eines Finanzproduktes es gar keine Arbitragemöglichkeit gibt, die ein Informationshändler monetarisieren könnte, wodurch es schon an einem (finanziellen) Anreiz für Informationshändler fehlt, Informationen zu sammeln⁸⁰⁸.

Diejenigen, die den verständigen Anleger als die Personifizierung eines effizienten Kapitalmarktes im Sinne der ECMH begreifen, stützen sich zum einen auf die Erwägungsgründe Nr. 14 und 15 zur MAR. Aus diesen folgern sie, dass der europäische Gesetzgeber davon ausgehe, dass der verständige Anleger zum einen alle öffentlich bekannten Informationen zur Grundlage

⁸⁰⁴ Zu weiteren Annahmen des Konzepts: Klöhn/Klöhn, Vorb. Art. 7 Rn. 79.

⁸⁰⁵ Klöhn/Klöhn, Vorb. Art. 7 Rn. 80 mit Verweis auf *Grossman/Stiglitz*, *American Economic Review* 393 (1980); *Gilson/Kraakman*, *Virginia Law Review*, Vol. 40 No. 4 pp. 549 (581) (1984); *Rubinstein*, *Financial Analyst Journal*, 15, 19f. (2001); *Meyer/Veil/Rönnau/Krause*, § 6 Rn. 107.

⁸⁰⁶ Klöhn/Klöhn, Vorb. Art. 7 Rn. 82 mit Verweis auf *Hirshleifer*, 56 *Journal of Finance*, 1533 (1539 ff.) (2001).

⁸⁰⁷ Klöhn/Klöhn, Vorb. Art. 7 Rn. 82 mit Verweis auf *Constantinides/Harris/Stulz/Barberis/Thaler*, p. 1053; *Mitchell/Pulvino/Stafford*, 57 *Journal of Finance*, p. 551 (2002); *Gemmell/Thomas*, 57 *Journal of Finance*, p. 2571 (2002); *Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann*, VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 7 Rn. 83.

⁸⁰⁸ Sogenanntes Informationsparadoxon, *Langenbucher*, AG 2016, 417 (418); *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 126.

seiner Anlageentscheidung mache (Nr. 14) und aus diesen Informationen vernünftige, also rationale Schlussfolgerungen ziehe (Nr. 15)⁸⁰⁹ und damit als Informationshändler die Arbitragemöglichkeiten nach der ECMH ausbeute. Für die Kurserheblichkeit einer Information müsse es daher darauf ankommen, ob diese Information so viele Marktteilnehmer zu einer Anlageentscheidung bringen werde, dass eine Marktreaktion zu erwarten sei.

Bei dem verständigen Anleger handle es sich daher nicht um einen einzelnen typisierten Marktteilnehmer, sondern um eine Metapher für einen Markt, welcher nach der ECMH funktioniere. Dies folge auch aus der Überlegung, dass Emittenten gem. Art. 17 MAR verpflichtet sind, Insiderinformationen offenzulegen und eine Einbeziehung von Informationen die den Fundamentalwert des Emittenten gar nicht betreffen, zu dem widersinnigen Ergebnis führen würde, dass der Emittent dann verpflichtet wäre, solche nicht fundamentalwertbezogenen Informationen als Ad-hoc-Mitteilung offenzulegen⁸¹⁰. Gegen eine typisierende Betrachtung eines einzelnen Marktteilnehmers spräche ferner, dass es keinen einzelnen real existierenden Marktteilnehmer geben könne, welcher Kenntnis von allen öffentlich bekannten Informationen habe. Eine solch umfassende Kenntnis könne nur als Aggregat in einem Kapitalmarkt als Gesamtkonstrukt enthalten sein⁸¹¹.

cc) Der verständige Anleger als Abbild des Gesamtmarktes

Eine weitere im Vordringen befindliche Meinung begreift den verständigen Anleger ebenfalls nicht als Individuum, sondern als ein Abbild des gesamten Kapitalmarktes. Die Kurserheblichkeit würde sich nach dieser Ansicht allein danach richten, welche tatsächliche Kursreaktion das (hypothetische) Bekanntwerden der Information auslösen würde. Maßstab dafür sei die Frage, ob eine kritische Masse von Anlegern in Summe der Information eine so große Bedeutung zuschreiben würden, dass eine Kursänderung eintreten würde⁸¹². Im Unterschied zu der Ansicht, die den verständigen Anleger als Metapher für einen effizienten Kapitalmarkt begreift, stellt diese Ansicht nicht auf die Veränderung des Fundamentalwertes des betroffenen Finanzinstruments ab, sondern einzig darauf, ob die Informationen eine Kursbewegung und damit einen entspre-

⁸⁰⁹ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 274; Langenbucher, AG 2016, 417 (418); **Kritisch** Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 125.

⁸¹⁰ Klöhn/Klöhn, MAR, Art. 7 Rn. 276; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 127.

⁸¹¹ Klöhn/Klöhn, MAR, Art. 7 Rn. 277.

⁸¹² Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 115a.

chenden Handelsanreiz auslösen würde. Dem verständigen Anleger ginge es demnach zu allererst um die Erzielung von Handelsgewinnen⁸¹³ unabhängig davon, ob die dazu genutzte Kursbewegung auf einem veränderten Fundamentalwert basiert oder „irrational“⁸¹⁴ ist.

Diesem Verständnis folgte der BGH in seiner IKB-Entscheidung⁸¹⁵. Die IKB-Bank war ein deutsches Kreditinstitut, welches schwerpunktmäßig im Finanzierungsgeschäft mit mittelständischen Unternehmen tätig war. Zusätzlich war die IKB jedoch auch auf dem US-Amerikanischen Hypothekenmarkt aktiv und hatte dort insbesondere in sogenannte „Subprimes“ investiert. Dabei handelt es sich um ein Finanzinstrument, welches eine Vielzahl von Immobilienkrediten mit hohem Ausfallrisiko bündelt. Im Frühjahr 2007 kam es zu einem massiven Preisverfall am US-Immobilienmarkt, wodurch es aufgrund des hohen Ausfallrisikos zu einer Herabstufung der Subprimes durch Ratingagenturen kam. Tatsächlich war der Anteil an Subprimes im Portfolio der IKB (38,5 %) nach den damals gängigen Kriterien der Risikobewertung als nicht sehr riskant einzuschätzen. Der Fundamentalwert der IKB hatte sich durch die Entwicklung zu diesem Zeitpunkt als noch nicht maßgeblich verändert, da die Bonität der IKB noch ungefährdet war. Die IKB hatte daher in einer Pressemitteilung am 20. Juli 2007 noch bekundet, dass die Entwicklungen am US-Immobilien- und Subprimemarkt keine praktischen Auswirkungen für sie hätten.

Der BGH machte in seiner Entscheidung jedoch deutlich, dass die Höhe des Subprime-Engagements der IKB bereits im Juli 2007 kursrelevant war, wobei es nicht auf „die konkrete Wahrscheinlichkeit eines bevorstehenden Marktzusammenbruchs und einer der IKB daraus drohenden Existenzkrise“ ankam, sondern vielmehr darauf, dass es bereits seit diesem Zeitpunkt andererseits negative Marktreaktionen hinsichtlich Subprimes gab. In diesem Zusammenhang führte der BGH weiter aus, dass der verständige Anleger auch irrationale Reaktionen anderer Marktteilnehmer bei seiner Anlageentscheidung zu berücksichtigen habe⁸¹⁶.

⁸¹³ Langenbucher, AG 2016, 417 (419); zum „irrationalen“ bzw. spekulativen Anleger in der Behavioral-Finance: Fleischer, NZG 2007, 401 (405).

⁸¹⁴ „Irrational“ im Sinne der halbstrengen Variante der Kapitalmarkteffizienzhypothese, also ohne einen rationalen Grund in Form eines veränderten Fundamentalwertes des betreffenden Finanzinstruments.

⁸¹⁵ BGH, Urteil vom 13. Dezember 2011 – XI ZR 51/10 = NJW 2012, 1800.

⁸¹⁶ BGH, Urteil vom 13. Dezember 2011 – XI ZR 51/10 Rn. 44 = NJW 2012, 1800 (1805).

dd) Stellungnahme

Einer Entscheidung über die kapitalmarkttheoretische Grundlage des Instituts des „verständigen Anlegers“ bedarf es in der Praxis regelmäßig nicht, da sämtliche Ansätze häufig zu den gleichen Ergebnissen führen⁸¹⁷. Jedenfalls kann es nicht die Aufgabe des Juristen sein, die Vorzugswürdigkeit der ECMH zu beurteilen⁸¹⁸.

Ein verständiger Anleger als Individuum wird bei typisierter Betrachtungsweise aufgrund seiner ihm zu unterstellenden Erfahrungswerte regelmäßig in der Lage sein, die Reaktion des Kollektivs zu antizipieren. Die Einbeziehung von irrationalen Verhaltensweisen wie etwa bei der IKB-Entscheidung hat den klaren Vorteil, dass sie die Realität des Börsenhandels am ehesten abbildet⁸¹⁹. Der Preis für diese Realitätsnähe ist jedoch eine relativ hohe Rechtsunsicherheit, da im Rahmen der hypothetischen Anlageentscheidung des verständigen Anlegers ggf. auf empirische, anstatt auf rein wirtschaftlich vernunftbasierte Argumentation abzustellen ist⁸²⁰. Relevant wird die Unterscheidung der Ansätze insbesondere bei der Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. Art. 17 MAR, da die Einbeziehung irrational handelnder Anleger dazu führen würde, dass auch jene Informationen ad-hoc-mitgeteilt werden müssten, die gar keinen Bezug zum Fundamentalwert des Emittenten aufweisen⁸²¹.

Der Wortlaut des Art. 7 Abs. 4 MAR spricht, insbesondere durch die Verwendung des Singulars eher für ein Verständnis des verständigen Anlegers als Individuum, zumal der Gesetzgeber, wenn es ihm nur auf die voraussichtliche Reaktion eines informationseffizienten Kapitalmarktes angekommen wäre, die Marktreaktion als maßgebliches Kriterium hätte nennen können⁸²². Eine zentrale Schwäche der individualisierenden Sichtweise ist die Unbestimmtheit der Merkmale, die einem verständigen Anleger zugeschrieben werden und welche Anlageentscheidungen daraus folgen sollen⁸²³.

⁸¹⁷ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 116; *Langenbucher*, AG 2016, 417 (418); *Kumpan/Misterek*, ZHR 184 (2020), 180 (194); *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 124.

⁸¹⁸ Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 142; *Langenbucher*, AG 2016, 417 (419).

⁸¹⁹ Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 115a.

⁸²⁰ Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 278; *Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 55; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 115a, 117a, 177b.

⁸²¹ *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 124; *Kumpan/Misterek*, ZHR 184 (2020), 180 (207); Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 116; *Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 55; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 140.

⁸²² Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 136.

⁸²³ *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 128, insbesondere der Auslegung des Merkmals „spekulativ“.

Eine kollektivierende Betrachtungsweise hat den Vorteil, dass sie zu einer besseren Vorhersehbarkeit und damit Rechtssicherheit führt, insbesondere wenn irrationale Reaktionen anderer Marktteilnehmer aufgrund der fehlenden Relevanz für den Fundamentalwert des Finanzproduktes ausgeblendet werden⁸²⁴. Auf der anderen Seite würden dadurch solche Informationen, die das Marktgeschehen tatsächlich beeinflussen und somit auch für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes relevant sind, aber keinen Bezug zum Fundamentalwert des Finanzproduktes haben, aus dem Anwendungsbereich des Insiderrechts ausgenommen werden.

Dies ist mit dem Zweck der MAR, die Ausnutzung von Informationsvorteilen zu Lasten Dritter zu verhindern⁸²⁵, nicht in Einklang zu bringen. Bei der ECMH handelt es sich letztlich um ein idealisiertes Kapitalmarktmodell, welches den Markt letztlich nur so beschreibt wie er sein sollte und nicht wie er tatsächlich ist⁸²⁶. Die vorzugswürdige vermittelnde Ansicht schlägt daher vor, den Begriff des verständigen Anlegers anhand von bestimmten Arten von Marktteilnehmern in Form von „Referenzgruppen“ zu ermitteln und dabei eine „einzelfallabhängige, faktenintensive und strikten Regeln nicht in vollem Umfang zugängliche Betrachtung“ vorzunehmen⁸²⁷.

Im Hinblick auf die Einbeziehung irrationaler Marktreaktionen führt die BaFin aus, dass „der Kurs eines Finanzproduktes nicht nur von den Informationen über das betreffende Unternehmen selbst, sondern auch von der Verfassung des Gesamtmarktes oder der Branche sowie von zusätzlichen Faktoren wesentlich geprägt“⁸²⁸ ist. Die BaFin stellt also gerade nicht nur auf fundamentalwertbezogene Informationen ab, sondern bezieht auch *zusätzliche Faktoren* ein. Dabei hat die BaFin zwischenzeitlich ausdrücklich auch spekulativ handelnde Anleger in den Kreis der verständigen Anleger einbezogen⁸²⁹, dies in dem Modul C des Emittentenleitfaden⁸³⁰ jedoch nicht mehr erwähnt.

⁸²⁴ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 278; Kumpan/Misterek, ZHR 184 (2020), 180 (193, 194); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 123, 128; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 85.

⁸²⁵ Vgl. Erwägungsgrund Nr. 23 zur MAR; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014, Rn. 83.

⁸²⁶ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 126; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 82; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 82; Diese systematische Irrationalität ist gerade der Anknüpfungspunkt der „Behavioral Finance“.

⁸²⁷ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 129; Kumpan/Misterek, ZHR 184 (2020), 180 (190).

⁸²⁸ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.2 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung S. 12.; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 151.

⁸²⁹ BaFin FAQ zu Art. 17 MAR (Stand: 29. Mai 2015), Frage III.6 lit. b.

⁸³⁰ Stand 25. März 2020.

Bei der Einbeziehung der nicht fundamentalwertbezogenen Reaktionen ist jedoch Vorsicht geboten, da die latente Gefahr besteht, dass durch die Einbeziehung von nicht fundamentalwertbezogenen Informationen die Berücksichtigung von fundamentalwertbezogenen Informationen immer weiter zurückgedrängt wird und sich dadurch die Beurteilung der Kurserheblichkeit insgesamt zu weit von rationalen, tatsächlich auf das betroffene Finanzinstrument bezogene Informationen entfernt, was zu einer enormen Rechtsunsicherheit führen würde⁸³¹. Schließlich kann nahezu unbegrenzt über Zusammenhänge aller möglichen Informationen mit dem Finanzprodukt spekuliert werden, wohingegen tatsächlich fundamentalwertbezogene Informationen endlich sind.

Um eine hinreichende Rechtssicherheit und Bestimmtheit des verständigen Anlegers zu gewährleisten, hat daher eine Gesamtbetrachtung zu erfolgen, bei welcher fundamentalwertbezogene Informationen im Vordergrund stehen müssen und gerade nicht durch reine Spekulation verdrängt werden. Dieser Umstand ist bei der Gesamtabwägung der den Kurs eines Finanzinstruments beeinflussenden Faktoren zu berücksichtigen. Demnach können den Anlageentscheidungen eines verständigen Anlegers auch spekulative Erwägungen als Teil eines überwiegend fundamentalwertbezogenen Motivbündels zugrunde liegen.

Im Hinblick auf die notwendige Rechtssicherheit und Bestimmbarkeit des Begriffs des verständigen Anlegers kommt hinzu, dass auch die Fundamentalwertrelevanz einer Information sich nicht ohne weiteres aus einer objektiven ex ante Sicht feststellen lässt, da schon die Ermittlung des Fundamentalwertes eines Finanzproduktes mehr eine Kunst als eine exakte Wissenschaft ist⁸³². Insofern hält sich der Mehrwert an Rechtssicherheit durch die ausschließliche Berücksichtigung von Informationen mit Bezug zum Fundamentalwert des Finanzinstruments in Grenzen, wenngleich die Ermittlung des Fundamentalwertes im Vergleich zu einer ex ante Prognose, ob der Kapitalmarkt auf eine bestimmte Information reagieren würde, durchaus ein signifikant

⁸³¹ Noch drastischer: Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 278; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 55; Kraack ZIP 2020, 1389 (1392); Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 117a, 117b, 117c, welche willkürliche Einzelfallentscheidungen befürchten und aufgrund der Unbestimmtheit der Maßstäbe des verständigen Anlegers diesen Begriff bei Einbeziehung irrationaler Marktreaktionen für subsumtionsunfähig halten.

⁸³² So selbst Klöhn/Klöhn, MAR, Art. 7 Rn. 283; 207; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 126; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 106a, der insbesondere auf die problematische quantitative Bewertung zukünftiger Risiken eingeht; Hopt/Kumpan, HGB, MAR Art. 7 Rn. 11; Ausführlich zu den verschiedenen Berechnungsmodellen: Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 193 ff.

höheres Maß an Rechtssicherheit aufweist und daher in der Gesamtabwägung vorzugsweise zu berücksichtigen ist.

c) Erhebliche Kursbeeinflussung

Wie schon bei der Beurteilung von zukünftigen Ereignissen als präzise Informationen⁸³³ muss bei der ex ante prognostizierten Anlageentscheidung des verständigen Anlegers eine bestimmte Wahrscheinlichkeitsschwelle überschritten sein, damit die Information als kurserheblich angesehen werden kann. Dabei ist aus ex ante Sicht des verständigen Anlegers zu prognostizieren, ob dieser eine Kursbeeinflussung durch das Bekanntwerden der Information für so wahrscheinlich halten durfte, dass er die Information in seine Anlageentscheidung einbezogen hätte. Als Wahrscheinlichkeitsmaßstab für die Erwartbarkeit einer Preisänderung aus ex ante Sicht durch das öffentliche Bekanntwerden der Information ist weder die bloße Möglichkeit der Kursbeeinflussung ausreichend noch ist eine an Sicherheit grenzende Wahrscheinlichkeit der Kursbeeinflussung erforderlich. Vielmehr ist nach ganz überwiegender Meinung eine überwiegende Wahrscheinlichkeit im Sinne einer Wahrscheinlichkeit von 50 % + x ausreichend⁸³⁴.

Demnach ist, wenn ein zukünftiger Umstand oder ein zukünftiges Ereignis Gegenstand der Information ist, eine doppelte Wahrscheinlichkeitsprognose anzustellen. Sowohl der Eintritt des Umstandes oder Ereignisses welcher Gegenstand der zukünftigen Information ist als auch die erhebliche Beeinflussung des Marktpreises im Falle des öffentlichen Bekanntwerdens der Information, müssen jeweils überwiegend wahrscheinlich sein⁸³⁵. Die Anhänger der ECMH nehmen hingegen eine Prüfung in zwei Schritten vor und fragen zunächst danach, inwieweit das Bekanntwerden der Information die Gesamtheit der öffentlich bekannten Informationen verändert und anschließend danach, inwieweit diese Veränderung der Informationslage auch eine Veränderung des Fundamentalwertes des Finanzproduktes rechtfertigt, auf welches sich die Information bezieht⁸³⁶.

⁸³³ C.I.3.d) Zukünftige Ereignisse oder Umstände.

⁸³⁴ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 123; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 132; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 191; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 109; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014, Rn. 86 a.A. Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 210.

⁸³⁵ Dazu: C.I.5.e)aa) Kursrelevanz von Zwischenschritten; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 124; Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 205; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 134; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 109a.

⁸³⁶ Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 190; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 133; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 147, 172, 177; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 106.

Allerdings folgt die Ermittlung des Fundamentalwertes eines Finanzproduktes keinen strikten Regeln, sondern ist das Ergebnis aus einer Abwägung von erwarteten zukünftigen Zahlungsströmen und den Risiken des Finanzproduktes⁸³⁷. Die Beurteilung soll auch hier aus der ex ante Sicht eines verständigen Anlegers erfolgen⁸³⁸. Demnach kann auch nach dieser Ansicht die Kurserheblichkeit einer Information nicht abstrakt bestimmt werden, sondern hängt von den bereits öffentlich bekannten Informationen über das betreffende Finanzprodukt ab⁸³⁹.

Im Umkehrschluss fehlt es der Information an einer Kursrelevanz, wenn der Umstand oder das Ereignis, auf den oder das sich die Information bezieht, bereits vom Markt erwartet worden ist und daher in dem Kurs des betreffenden Finanzproduktes schon „eingepreist“ war⁸⁴⁰. Welche Informationen über ein Finanzprodukt bereits in dessen Kurs eingepreist waren, ist in der Praxis jedoch nur schwer nachzuvollziehen und ggf. zu beweisen, da auch jene Betrachtung aus ex ante Sicht erfolgen muss. Die Vertreter dieser Ansicht schlagen dazu die Befragung von Marktteilnehmern als Zeugen oder Analysten als Sachverständige vor⁸⁴¹.

Dies ist insofern problematisch, als dass diese Ansicht ein kollektivierendes Verständnis des Begriffes des vernünftigen Anlegers vertritt und diesen als Alter Ego eines effizienten Kapitalmarktes betrachtet, welcher als eine Metapher für einen effizienten Kapitalmarkt im Sinne der halbstrengen Variante der ECMH zu verstehen sei⁸⁴². Bei der Anwendung dieses Verständnisses auf konkrete Informationen offenbart sich nun die zentrale Schwäche dieser sehr theoretischen Sichtweise, da der „effiziente Kapitalmarkt“ nicht befragt werden kann, ob er zu dem damaligen Zeitpunkt (ex ante!) eine Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigt hätte. Auch die Befragung von Sachverständigen hilft nicht weiter, da auch diese nicht in der Lage sein werden, rückblickend alle öffentlich bekannten Informationen zu dem Finanzprodukt in Erfahrung zu bringen und deren Auswirkungen auf den Kurs des Finanzproduktes aus ex ante Sicht ausschließlich nach den Kriterien der ECMH zu beurteilen. Zumindest werden diese

⁸³⁷ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 192; Zu den verschiedenen Berechnungsmodellen: Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 193 ff.; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 148, 149.

⁸³⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 176.

⁸³⁹ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 177; Seibt/Buck-Heeb/Hamos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 151;

Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 146, 151.

⁸⁴⁰ Seibt/Buck-Heeb/Hamos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 133; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 179;

Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 146.

⁸⁴¹ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 180; Seibt/Buck-Heeb/Hamos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 170, der diesen Beweismitteln nur Indizwirkung beimisst.

⁸⁴² C.I.5.b)bb) Der verständige Anleger als Metapher für einen effizienten Kapitalmarkt.

typischerweise zu unterschiedlichen Ergebnissen kommen und sich von der tatsächlich erfolgten Kursreaktion bzw. ihrem Ausbleiben nicht vollständig befreien können⁸⁴³.

Die BaFin nimmt die Prüfung der Kurserheblichkeit in zwei Schritten vor. Zunächst prüft sie, ob der Umstand, der Gegenstand der Information ist, für sich allein betrachtet im Zeitpunkt seiner Entstehung (ex ante) nach allgemeiner Erfahrung ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial haben kann⁸⁴⁴. Dabei sind auch emittentenspezifische Faktoren wie dessen Informationspolitik in der Vergangenheit oder dessen Geschäftsmodell aber auch finanztechnische Aspekte wie die charttechnische Verfassung des Finanzprodukts zu berücksichtigen⁸⁴⁵. Dies könne beispielsweise bei einem Übernahmeangebot, einem besonders wichtigen Vertragsabschluss, einer bedeutsamen Erfindung, einer Gewinnwarnung, einer drohenden Insolvenz, einer Kapitalherabsetzung oder dem Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages der Fall sein.

In einem zweiten Schritt prüft die BaFin die im Zeitpunkt des Entstehens der Umstände vorliegenden oder absehbaren konkreten Umstände des Einzelfalles, die das Kursbeeinflussungspotenzial erhöhen oder vermindern können. Als Beispiel für einen solchen Umstand nennt die BaFin eine Gewinn- oder Verluststeigerung von 50 % gegenüber dem Vorjahr, wobei die Eignung der Information zur Kursbeeinflussung entscheidend davon abhängt, welche Informationen über den Gewinn oder Verlust bisher vorlägen bzw. öffentlich bekannt seien und welche Prognosen bereits vor der Aufstellung des Jahresabschlusses zur Ertragslage vom Unternehmen abgegeben worden seien und aufgrund dessen bereits vom Markt erwartet worden wären⁸⁴⁶.

d) Volatilitätsinformationen

Eine besondere Herausforderung stellen sogenannte Volatilitätsinformationen dar. Die Volatilität ist ein Maß für die relative Schwankungsbreite und damit für das Kursrisiko eines Wertpapiers innerhalb eines bestimmten Zeitraums. Je höher die Volatilität, desto größer sind die

⁸⁴³ So auch Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 219, der an andere Stelle auf den *hindsight bias*, hinweist, wonach die Wahrscheinlichkeit von Ereignissen in der Rückschau höher eingeschätzt wird, wenn diese auch tatsächlich eingetreten sind. Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 166, 171.

⁸⁴⁴ So auch: Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 156, 161; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 151.

⁸⁴⁵ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 157, 158; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 221; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 54.

⁸⁴⁶ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.2 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung S. 12.

Schwankungen, die das Wertpapier in der Vergangenheit gezeigt hat und umso riskanter ist eine Investition⁸⁴⁷.

Volatilitätsinformationen sind solche Informationen, bei deren öffentlichem Bekanntwerden eine überwiegende Wahrscheinlichkeit lediglich dafür besteht, dass es zu einer Kursschwankung, also Volatilität, kommen wird, ohne dass bestimmt werden kann, welche Richtung diese Kursveränderung haben wird⁸⁴⁸. Im Hinblick auf das Merkmal der präzisen Information hatte der EuGH in seiner Lafonta-Entscheidung deutlich gemacht, dass der Umstand, dass sich aus einer Information nicht entnehmen lässt, in welche Richtung die Information den Kurs beeinflusst, der Einordnung der Information als präzise nicht entgegensteht⁸⁴⁹. Für die Kurserheblichkeit einer solchen Information müsste allein die erwartete Volatilität des Kurses auch geeignet sein, einen Handelsanreiz bei einem verständigen Anleger auszulösen. Dies setzt voraus, dass es eine Anlagestrategie gibt, mit welcher das bloße Schwanken der Kurse sowohl in die eine als auch in die andere Richtung (Volatilität), gewinnbringend genutzt werden kann.

Schon in den Schlussanträgen des Generalanwalts beim EUGH zu der Lafonta-Entscheidung wurde darauf hingewiesen, dass Optionsstrategien existieren, welche es ermöglichen, allein von der Volatilität eines Finanzproduktes zu profitieren⁸⁵⁰. Dies kann durch eine Optionsstrategie namens „Straddle“ erreicht werden. Diese Strategie beinhaltet eine Kombination aus einer Put- und einer Call-Option, welche sich auf denselben Basispreis und dasselbe Basisinstrument beziehen und gegenläufig wirken⁸⁵¹. Neben dieser Straddle-Optionsstrategie gibt es auch die Strangle-Optionsstrategie, welche durch die Kombination von Put- und Call-Optionen zu verschiedenen Ausübungspreisen, sogenannten Strikes, eine Spekulation auf die sogenannte implizite Volatilität ermöglicht⁸⁵². Die implizite oder implizierte Volatilität beschreibt die vom Markt bereits „erwartete“ Kursschwankung eines Finanzinstruments⁸⁵³. Bei der Strangle-Optionsstrategie spekuliert der Anleger demnach nicht nur auf die Volatilität an sich, sondern darauf, dass die Volatilität stärker ausfällt, als von dem Kapitalmarkt bereits erwartet.

⁸⁴⁷ *Fugger*, Börsenlexikon, Volatilität.

⁸⁴⁸ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 147, 148.

⁸⁴⁹ C.I.3.b) Lafonta-Entscheidung.

⁸⁵⁰ GA *Melchior Wathelet*, Schlussantrag vom 18. Dezember 2014 – C-628/13 Rn. 49 = BeckRS 2015, 80415; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 225.

⁸⁵¹ *Fugger*, Börsenlexikon, Straddle; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 147; *Langenbacher*, AG 2016, 417 (422); *Klöhn*, NZG 2015, 809 (815).

⁸⁵² *Fugger*, Börsenlexikon, Strangle.

⁸⁵³ *Fugger*, Börsenlexikon, Implizite beziehungsweise implizierte Volatilität.

Die Ausnutzung der bloßen Volatilität eines Finanzinstruments ist somit nur mittelbar durch den Abschluss von Optionen möglich, welchen das Finanzprodukt als Basiswert dient. Daher wird eine Kurserheblichkeit von Volatilitätsinformationen hauptsächlich für Derivate angenommen und nicht auch für die Finanzprodukte, auf die sich die Information unmittelbar bezieht⁸⁵⁴. Begründet wird dies damit, dass sich durch den Handel mit dem Finanzprodukt selbst die bloße Volatilität des Finanzproduktes nicht monetär ausbeuten lässt.

Dies vermag jedoch nicht vollständig zu überzeugen, da eine steigende Volatilität eines Finanzproduktes auch bedeutet, dass die Investition in das Finanzprodukt grundsätzlich riskanter wird. Diesen Umstand, der sich auf das Finanzprodukt selbst bezieht, wäre von einem verständigen Anleger bei seiner Investitionsentscheidung zu berücksichtigen und könnte je nach Risikoprofil des Anlegers auch dazu führen, dass dieser von einer Investition in das Finanzprodukt absieht. Ferner könnte dieser Umstand einen bereits investierten verständigen Anleger dazu bringen das Finanzprodukt aufgrund des gestiegenen Risikos zu verkaufen. Demnach ist eine steigende Volatilität auch für das Finanzprodukt selbst kurserheblich, da sie Investitionen in das Finanzprodukt grundsätzlich riskanter macht und damit einen negativen Investitionsanreiz für einen verständigen Anleger setzt⁸⁵⁵.

Gegen eine Kurserheblichkeit von Volatilitätsinformationen wurde grundlegend hervorgebracht, dass es sich bei den dargestellten Optionsgeschäften um kurzfristig ausgerichtete Anlagestrategien mit einem hohen Verlustrisiko handelt und dass solche Strategien von einem verständigen Anleger nicht verfolgt werden würden⁸⁵⁶. In ihren FAQ zu Art. 17 MAR⁸⁵⁷ hatte die BaFin zu den inhaltlichen Folgen der Lafonta-Rechtsprechung ausgeführt, dass das Spektrum des verständigen Anlegers auch auf den spekulativ handelnden Anleger erweitert werden müsse, der nur kurzfristige Kursbewegungen ausnutzen wolle⁸⁵⁸.

⁸⁵⁴ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 148; *Klöhn*, ZIP 2014, 945 (948f); Schwark/Zimmer/*Kumpan/Mistereck*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 187, 225; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 123b.

⁸⁵⁵ a.A. Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 148; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Mistereck*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 223.

⁸⁵⁶ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 149; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 81; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 123a.

⁸⁵⁷ BaFin FAQ zu Art. 17 MAR (Stand: 29. Mai 2015), Frage III.4 lit. b.

⁸⁵⁸ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 149; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, 7. Auflage 2019, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 7 Rn. 87.

In der aktuellen Fassung des Emittentenleitfadens wurde diese Formulierung jedoch nicht übernommen. In dieser wird nur noch allgemein darauf verwiesen, dass der verständige Anleger jedenfalls auf alle ihm vorliegenden Informationen reagiere⁸⁵⁹. Im Ergebnis sind dem verständigen Anleger jedoch auch komplexere und riskantere Optionsstrategien wie „Straddle“ oder „Strangle“ zuzutrauen, da andernfalls Volatilitätsinformationen, deren wirtschaftliche Nutzung am Kapitalmarkt aufgrund der Komplexität der dafür benötigten Finanzprodukte ohnehin nur einem kleinen Kreis sehr versierter Anleger vorbehalten ist, aus dem Anwendungsbereich des Insiderrechts herausfallen würden⁸⁶⁰. Gründe für eine solche Privilegierung eines kleinen versierten Anlegerkreises sind nicht ersichtlich und auch nicht mit dem Equal-access-Grundsatz⁸⁶¹ der MAR vereinbar.

e) Einzelfälle

Aufgrund der großen praktischen Relevanz hat sich eine umfangreiche Kasuistik zu der Beurteilung der Kurserheblichkeit von Informationen in bestimmten Konstellationen gebildet. Im Folgenden werden diese typischen Konstellationen dargestellt und die Kriterien erläutert, anhand derer die Kurserheblichkeit solcher Informationen ermittelt werden kann. Diese ist aus Sicht eines Journalisten für die Frage von Bedeutung, ob er bei seiner Berufsausübung überhaupt auf das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen Rücksicht nehmen muss. Sofern dies der Fall ist, ist das Ausmaß der (potenziellen) Kurserheblichkeit zudem für die Frage relevant, welche Anforderungen an die journalistische Arbeitsweise des Journalisten zu stellen sind⁸⁶².

aa) Kurserheblichkeit von Zwischenschritten

Die BaFin weist in ihrem Emittentenleitfaden darauf hin, dass bei der insiderrechtlichen Beurteilung von Zwischenschritten zwischen dem Merkmal der präzisen Information und dem Merkmal der Kurserheblichkeit der Information zu unterscheiden ist. Auch für die Zwischenschritte gelte daher, dass deren Kurserheblichkeit aus Sicht eines verständigen Anlegers zu beurteilen sei⁸⁶³. Die BaFin nimmt dabei die bereits zum Tatbestandsmerkmal der präzisen Infor-

⁸⁵⁹ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.1 Verständiger Anleger, S. 11.

⁸⁶⁰ Ähnlich: Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 149 und daher im Ergebnis für eine differenzierte Betrachtung von Basiswert und Derivat.

⁸⁶¹ B.I.2.a) Equal-access-Grundsatz.

⁸⁶² G.III Negative Auswirkungen auf die Integrität der Finanzmärkte.

⁸⁶³ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.3 Zwischenschritte als Insiderinformation S. 13.

mation erläuterte Differenzierung zwischen solchen Zwischenschritten vor, die ihre insiderrechtliche Relevanz aus sich selbst heraus besitzen und solchen, die ihre insiderrechtliche Relevanz in erster Linie aus ihrer Bezogenheit auf ein zukünftiges Endereignis beziehen⁸⁶⁴.

Für Zwischenschritte, die aus sich heraus eine insiderrechtliche Relevanz aufweisen, gelten keine Besonderheiten im Hinblick auf die Kurserheblichkeit. Bei der Beurteilung der Kurserheblichkeit von Zwischenschritten, die ihre insiderrechtliche Relevanz aus ihrer Bezogenheit auf ein zukünftiges Endereignis ableiten, soll es nach Ansicht der BaFin, mit Verweis auf die Geltl-Entscheidung des BGH⁸⁶⁵, darauf ankommen, dass ein Anleger den Grad der Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines künftigen Ereignisses in Betracht ziehe. Insbesondere müsse der verständige Anleger bei Vorliegen solcher Informationen den möglichen künftigen Verlauf bis zum Erreichen oder Verfehlen des Endergebnisses abschätzen⁸⁶⁶. Eine Kurserheblichkeit sei bei solchen Informationen umso eher anzunehmen, je gewichtiger und wahrscheinlicher das Endereignis ist und eine Gesamtbetrachtung der eingetretenen und zukünftigen Umstände unter Berücksichtigung der jeweiligen Marktsituation nahelegt, dass ein verständiger Anleger bereits diesen Zwischenschritt für sich nutzen werde⁸⁶⁷.

Aus diesen Ausführungen der BaFin geht nicht eindeutig hervor, ob sie bei Beurteilung der Kurserheblichkeit einer Information, die sich auf Zwischenschritte die ihre insiderrechtliche Relevanz aus einem zukünftigen Ereignis herleiten, bezieht, die Probability-Magnitude-Methode⁸⁶⁸ anwendet oder nicht⁸⁶⁹. Nach dieser Methode wird die von dem möglichen Ereignis erwartete Auswirkung auf den Kurs eines Finanzproduktes (magnitude) mit der Eintrittswahrscheinlichkeit dieses Ereignisses (probability) multipliziert und das Ergebnis dieser Multiplikation auf die Gegenwart abgezinst⁸⁷⁰.

⁸⁶⁴C.I.3.e) Zeitlich gestreckte Vorgänge.

⁸⁶⁵BGH, Beschluss vom 23. April 2013 – II ZB 7/09 Rn. 25 = NZG 2013, 708 (712).

⁸⁶⁶BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.3 Zwischenschritte als Insiderinformation S. 13, 14; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 138.

⁸⁶⁷BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.3 Zwischenschritte als Insiderinformation S. 14; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 217; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 137; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 153.

⁸⁶⁸Dazu schon unter: C.I.3.c) Bereits gegebene Umstände oder eingetretene Ereignisse.

⁸⁶⁹Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 113a; a.A. Kraack, ZIP 2020, 1389 (1393); Seibt/Kraack BKR 2020, 313 (314).

⁸⁷⁰Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 198; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 153; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 86; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 110.

Zwar nimmt die BaFin eine Kurserheblichkeit umso eher an, je gewichtiger (magnitude) und wahrscheinlicher (probability) das Endereignis ist, jedoch macht sie keine Aussage darüber, in welchem Verhältnis diese beiden Faktoren zu berücksichtigen sind, sondern spricht vielmehr allgemein von einer Gesamtbetrachtung die vorzunehmen sei. Diese Anwendbarkeit der Probability-Magnitude-Methode hatte der EuGH in seiner Geltl-Entscheidung für das Merkmal der präzisen Information bei der insiderrechtlichen Beurteilung von Zwischenschritten ausdrücklich abgelehnt⁸⁷¹, dabei jedoch offengelassen, ob die Probability-Magnitude-Methode bei der Beurteilung der Kurserheblichkeit anzuwenden ist⁸⁷².

Der BGH hat in seiner auf der Entscheidung des EuGH beruhenden Geltl-Entscheidung in Bezug auf die Kurserheblichkeit ausgeführt, dass ein Anleger den Grad der Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines zukünftigen Ereignisses in Betracht ziehe und insofern den möglichen künftigen Verlauf abschätzen müsse⁸⁷³. In der Literatur wurden die Ausführungen des BGH teilweise als eine Bestätigung der Anwendbarkeit der Probability-Magnitude-Methode zur Ermittlung der Kurserheblichkeit einer Information verstanden⁸⁷⁴ und teilweise auch als eine Ablehnung dieser⁸⁷⁵. Eine vermittelnde Ansicht versteht den BGH und den EuGH so, dass diese lediglich die Möglichkeit von nicht überwiegend wahrscheinlichen Ereignissen mit Kursbeeinflussungspotenzial konzidiert hätten und dabei keine Feststellungen zu der Art und Weise der Ermittlung der Eintrittswahrscheinlichkeit getroffen hätten. Vielmehr hätten die Gerichte stets die Wichtigkeit der Abwägung aller Umstände im Einzelfall hervorgehoben, bei welcher die aus der Zukunftsbezogenheit resultierende Unsicherheit einer von vielen zu berücksichtigen Faktoren ist⁸⁷⁶.

Letztlich lässt sich nur die vermittelnde Ansicht aus dem Wortlaut der Entscheidungsgründe der Geltl-Entscheidungen des BGH und des EuGH entnehmen. Demnach kann die Probability-

⁸⁷¹ EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – C-19/11 Rn. 50 = NJW 2012, 2787 (2789).

⁸⁷² So auch das Verständnis des BGH, Beschluss vom 23. April 2013 – II ZB 7/09 (Rn. 25) = NZG 2013, 708 (712); Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 110b.

⁸⁷³ BGH, Beschluss vom 23. April 2013 – II ZB 7/09 (Rn. 25) = NZG 2013, 708 (712).

⁸⁷⁴ Etwa: Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 199 welcher zwar einräumt, dass der BGH nicht ausdrücklich auch auf die Bedeutung des zukünftigen Ereignisses abstellt, jedoch die Berücksichtigung dieser Bedeutung für so selbstverständlich hält, dass es einer ausdrücklichen Erwähnung durch den BGH gar nicht bedurfte; ähnlich: Schall, ZIP 2012, 1286 (1288); Teigelack, BB 2016, 1604 (1606).

⁸⁷⁵ Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 112; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 7 VO (EU) Rn. 596/2014 Rn. 45; Mennicke, ZBB 2013, 244 (248); Brellocks, ZIP 2013, 1170 (1172).

⁸⁷⁶ Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 156, 157; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) Rn. 596/2014 Art. 7 Rn. 46; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 112, 177e; Mennicke, ZBB 2013, 244 (248); Brellocks, ZIP 2013, 1170 (1172).

Magnitude-Methode grundsätzlich angewendet werden, jedoch ist das Ergebnis lediglich als ein Aspekt im Rahmen einer Gesamtschau aller Umstände des Einzelfalles zu würdigen. Allerdings führt auch die Probability-Magnitude-Methode zu keinem mathematisch präzisen Ergebnis, wie die Multiplikation der verschiedenen Unsicherheitsfaktoren es vermuten lassen könnte⁸⁷⁷.

Die zentrale Herausforderung bei der Anwendung dieser Methode liegt darin, die realen Unsicherheitsfaktoren numerisch zu erfassen, um sie mathematisch in eine Formel einpflegen zu können⁸⁷⁸. Bei diesem vorbereitenden Schritt können zwar theoretisch sämtliche Unsicherheitsfaktoren einbezogen werden⁸⁷⁹, jedoch gibt es für die Bezifferung der Gewichtigkeit oder der Wahrscheinlichkeit eines Faktors keine klaren mathematischen Verfahren. Die Bezifferung der einzelnen Faktoren für die Berechnung des jeweiligen Risikos ist somit keinesfalls mathematisch präzise, sondern mehr „Kunst als Wissenschaft“⁸⁸⁰.

Aufgrund dieses Umstandes verliert die Probability-Magnitude-Methode jedoch einen Großteil ihres Reizes. Letztlich wird die in jedem Fall notwendige einzelfallabhängige Prüfung unter Beachtung der Umstände des Einzelfalles lediglich in das Stadium der Ermittlung der einzelnen numerischen Faktoren vorverlagert. Dieser Einzelfallabwägung wird dann durch eine Übertragung in ein numerisches System und einer anschließenden Multiplikation der verschiedenen Faktoren der Anschein von mathematischer Präzision verliehen, wobei auch die Verfechter der Methode stets darauf hinweisen, dass eine solche Präzision nicht erreicht wird⁸⁸¹.

Im Ergebnis stellt die Probability-Magnitude-Methode auch nur eine Abwägung der Gesamtumstände des Einzelfalles dar, welche einen mathematischen Umweg nimmt, der jedoch keineswegs zu einem präzisen Ergebnis führt. Die Probability-Magnitude-Methode kann somit zur Bestimmung der Kurserheblichkeit von Insiderinformationen, insbesondere bei künftigen Ereignissen genutzt werden, sie bietet jedoch keine entscheidenden Vorteile gegenüber einer „klassischen“ Abwägung aller Umstände des Einzelfalles⁸⁸².

⁸⁷⁷ So auch die Befürworter der Methode: Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 207; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 54a; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 117e.

⁸⁷⁸ So auch: Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 160.

⁸⁷⁹ Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 157; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 204.

⁸⁸⁰ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 207; kritisch zu dem Verfahren: Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 86.

⁸⁸¹ Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 160, 161, 198; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 207.

⁸⁸² Ähnlich: Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 86; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 112a.

Als Beispiel für eine Information über einen Zwischenschritt mit Kurserheblichkeit nennt die BaFin die Information darüber, dass sich zwei Emittenten gegenseitig eine Bereitschaft für eine Fusion signalisieren und bereits über wichtige Eckpunkte grundsätzliche Einigkeit erzielt worden ist. In diesem Fall sei zu prüfen, ob die Information darüber, dass dieses Stadium der Fusionsverhandlungen erreicht worden ist, bereits eine eigenständige Insiderinformation darstellt.

Dabei sei zu berücksichtigen, ob allein das Erreichen dieses Stadiums der Fusionsverhandlungen, in dem die eigentlichen Vertragsverhandlungen noch nicht abgeschlossen sind und Einzelheiten der Transaktion, wie der Angebotspreis oder das Umtauschverhältnis noch nicht feststehen, geeignet ist, den Kurs der beteiligten Emittenten erheblich zu beeinflussen. Die BaFin gibt dabei zu bedenken, dass der Kapitalmarkt in der Regel schon aufgrund der weitreichenden strategischen Bedeutung für die M&A-Partner gravierende Auswirkungen auf deren Geschäftsentwicklungen und damit auch auf den Kurs ihrer Aktien erwartet⁸⁸³. Andererseits fehle es, wenn das erstrebte Endergebnis noch unwahrscheinlich ist, regelmäßig an der Kurserheblichkeit. Als Beispiel führt die BaFin den Fall an, dass zum Zwecke von Fusionsverhandlungen lediglich ein NDA⁸⁸⁴ abgeschlossen wurde. In einem solch frühen Verfahrensstadium sei der Eintritt des Endereignisses regelmäßig noch so unwahrscheinlich, dass ein verständiger Anleger diese Information über den Abschluss eines NDA nicht als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde⁸⁸⁵.

Für die Anwendung im Rahmen der journalistischen Berufsausübung bedeutet dies, dass die Eignung einer Information zur erheblichen Kursbeeinflussung umso eher anzunehmen ist, je stärker die mögliche Reaktion des Kapitalmarktes auf ihr Bekanntwerden voraussichtlich sein wird. Journalisten sollten daher, insbesondere bei Informationen die Breaking-News-Charakter und somit einen besonderen Nachrichtenwert haben, im Zweifel von einem Kursbeeinflussungspotenzial der Information ausgehen. Als Faustformel ließe sich formulieren: Umso größer die Nachricht, desto wahrscheinlicher ist eine Kurserheblichkeit.

⁸⁸³ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4. 3 Zwischenschritte als Insiderinformation S. 14.

⁸⁸⁴ Non-Disclosure Agreement = Geheimhaltungsvertrag.

⁸⁸⁵ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4. 3 Zwischenschritte als Insiderinformation S. 14.

bb) Gerüchte

Wie bereits erläutert können auch Informationen über Gerüchte präzise Informationen darstellen, sofern sie einen Tatsachenkern enthalten⁸⁸⁶. Die Kurserheblichkeit von Gerüchten richtet sich konsequenterweise nach den Umständen des Einzelfalles⁸⁸⁷. Dabei ist laut des Emittentenleitfadens der BaFin maßgeblich, aus welcher Quelle das Gerücht stammt, insbesondere ob die Quelle vertrauenswürdig erscheint⁸⁸⁸. Auch Erwägungsgrund Nr. 14 zur MAR benennt die Verlässlichkeit der Informationsquelle als ein zentrales Kriterium zur Beurteilung der Kurserheblichkeit. Weiter seien die dem Gerücht zugrundeliegenden nachprüfbaren Fakten⁸⁸⁹, die wirtschaftliche Situation des betroffenen Unternehmens, das Segment des betroffenen Unternehmens im Besonderen und die Verfassung der Märkte im Allgemeinen zu berücksichtigen⁸⁹⁰.

In seiner AMF/LVMH-Entscheidung betonte der EuGH, dass bei der Beurteilung der Kurserheblichkeit einer Information, welche den Zeitpunkt der Veröffentlichung eines Presseberichts mit Gerüchten über mögliche Übernahmeangebote zum Gegenstand hat, sowohl die Bekanntheit des Journalisten, der den Presseartikel unterzeichnet hat, als auch das Presseorgan, welches den Artikel veröffentlicht hat, nach den Umständen des Einzelfalles als entscheidend angesehen werden können. Die Kenntnis des Journalisten und des veröffentlichenden Presseorgans würden eine Beurteilung der Glaubhaftigkeit der fraglichen Gerüchte ermöglichen, da die Anleger gegebenenfalls zu der Annahme veranlasst seien, dass diese Gerüchte aus einer Quelle stammen würden, die von diesem Journalisten und diesem Presseorgan als zuverlässig angesehen werden würden⁸⁹¹.

In Bezug auf Gerüchte ist es für Journalisten somit von entscheidender Bedeutung zu ermitteln, ob in dem jeweiligen Gerücht ein Tatsachenkern enthalten ist. In der Praxis bedeutet dies eine intensive Recherche, bei welcher möglichst viele verschiedene Quellen zur Verifizierung eines

⁸⁸⁶ C.I.1.e) Gerüchte.

⁸⁸⁷ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 225; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 136; Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 166; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 117k.

⁸⁸⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 223; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 136; Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 167; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpen, § 86 Rn. 54; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 117.

⁸⁸⁹ Schwark/Zimmer/Kumpen/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 167; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 117l.

⁸⁹⁰ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.4.4 Kursbeeinflussungspotenzial von Gerüchten S. 14, 15; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 136; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 225 mit einer Auflistung weiterer Faktoren aus dem US-Amerikanischen Recht.

⁸⁹¹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 51 = WM 2022, 912 (916).

Gerüchts herangezogen werden sollten. Insbesondere sollten die Protagonisten des Gerüchts, also beispielsweise der betroffene Emittent oder die betroffenen natürlichen Personen, zu dem Wahrheitsgehalt des Gerüchts befragt werden.

cc) Prognosen

Zur Ermittlung der Kurserheblichkeit von Informationen über Prognosen führt die BaFin aus, dass Prognosen in der Regel ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial hätten, wenn diese von der Markterwartung – oder bei Fehlen einer solchen – von den zurückliegenden Geschäftsergebnissen deutlich abweichen⁸⁹². Falls in der Folgezeit bedeutende Umstände aufträten, müsse der Emittent dies zum Anlass nehmen zu prüfen, ob er die Prognose aufrechterhalten könne. Wenn der Emittent im Rahmen dieser Prüfung feststelle, dass seine neue Prognose wahrscheinlich deutlich von der ursprünglichen abweiche und sich hieraus aufgrund der Abweichung von der Markterwartung ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial ergäbe, läge eine neue Insiderinformation vor.

Dabei sei wiederum zu beachten, dass auch das die neue Prognose auslösende Ereignis selbst eine weitere Insiderinformation darstellen könne. Im Falle einer Prognose unter Angabe eines Zahlenkorridors stellt die BaFin bei der Beurteilung der Abweichung von der Markterwartung auf den Mittelwert des Korridors ab⁸⁹³. Die BaFin macht dabei jedoch keine konkreten Angaben ab welcher prozentualen Abweichung von einer Kurserheblichkeit auszugehen ist, was in der Literatur teils auf Kritik stieß⁸⁹⁴.

Die Prognosen beziehen sich in aller Regel auf die Geschäftszahlen des Emittenten. Die BaFin verdeutlicht in ihrem Emittentenleitfaden, dass die turnusmäßigen Berichte über die Geschäftszahlen in Form von Quartals-, Halbjahres- oder Geschäftsberichten ganz wesentlich die Geschäftsentwicklung des Emittenten widerspiegeln und demnach jeweils eine Insiderinformation darstellen könnten. Das Kursbeeinflussungspotenzial dieser Berichte sei anhand einer Gesamtschau zu ermitteln, wobei auch einzelne bewertungserhebliche und im konkreten Fall für die Gesellschaft relevante Geschäftszahlen für sich betrachtet Insiderinformationen darstellen könnten. Dies gelte auch für einzelne Geschäftsvorfälle, die einen maßgeblichen Einfluss auf

⁸⁹² Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 218; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 126b.

⁸⁹³ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.1 Prognosen S. 15.

⁸⁹⁴ Seibt/Kraack BKR 2020, 313 (316); Zöllner-Petzoldt, BKR 2020, 272 (274), welche sich jedenfalls einen Orientierungswert gewünscht hätten.

einen oder mehrere Geschäftszahlen besäßen, beispielsweise wenn aus diesen ein erheblicher Gewinn oder Verlust resultiere⁸⁹⁵.

Da es sich bei der Erstellung dieser turnusmäßigen Berichte um zeitlich gestreckte Vorgänge handelt, stellt sich in der Praxis regelmäßig die Frage, ab welchem Zeitpunkt des Erstellungsprozesses eine Insiderinformation vorliegt. Die BaFin führt dazu aus, dass eine Insiderinformation in der Regel bereits vor der Aufstellung oder Feststellung, spätestens jedoch mit der Aufstellung durch den Vorstand entstehe. Es käme dabei darauf an, ab welchem Zeitpunkt in dem Prozess vernünftigerweise davon ausgegangen werden könne, dass die endgültigen Kennzahlen nicht mehr wesentlich von den Kennzahlen zu diesem Zeitpunkt abweichen werden und sich daraus eine erhebliche Abweichung zu der relevanten Benchmark erkennen lasse. Bei Konzernen sei dabei auf die entsprechenden Konzernkennzahlen abzustellen, es sei denn, es lasse sich schon aus den Geschäftszahlen einzelner Bereiche bereits ein erheblicher Einfluss auf die Konzernkennzahlen ableiten⁸⁹⁶. Unabhängig davon könnten beträchtliche außerordentliche Erträge oder Aufwendungen, sobald sie sich konkretisieren, ebenfalls Insiderinformationen darstellen⁸⁹⁷.

Eine weitere praktische Schwierigkeit besteht darin, zum einen die relevante Bezugsgröße für die Markterwartung zu ermitteln und zweitens festzustellen, ob es sich um eine relevante Abweichung von dieser Bezugsgröße handelt. Nach dem Emittentenleitfaden der BaFin dient zunächst die durch den Emittenten selbst veröffentlichte Prognose als Benchmark. Sofern in dieser Prognose ein Zielkorridor angegeben worden ist, läge eine erhebliche Abweichung in der Regel vor, wenn das tatsächliche Ergebnis außerhalb dieses Korridors läge.

Wenn das tatsächliche Ergebnis innerhalb des Korridors liegt, gelte grundsätzlich, dass je enger der Korridor gefasst ist, desto eher scheide ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial aus. Daraus folge im Umkehrschluss, dass bei einem sehr weit gefassten Korridor ein Kursbeeinflussungspotenzial vorliegen könne, wenn sich das tatsächliche Ergebnis am oberen oder unteren Rand der Prognose bewege. Dasselbe gelte, wenn lediglich eine Mindesterwartung Gegenstand der Prognose gewesen ist. In diesem Fall sei vielmehr durch den Emittenten zu ermitteln,

⁸⁹⁵ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.2 Geschäftszahlen S. 15.

⁸⁹⁶ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.2 Geschäftszahlen S. 15.

⁸⁹⁷ Mit Beispielen: BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.5 Erhebliche außerordentliche Erträge/Aufwendungen, S. 18.

wie der Markt diese Mindestgrenze aufgefasst habe. Die Markterwartung ist anhand von Analystenschätzungen zu ermitteln, wobei die BaFin auf den Mittelwert der zum Zeitpunkt der Entstehung der Insiderinformation aktuellen Analystenschätzung, der sogenannten Consensus-schätzung, abstelle.⁸⁹⁸

Für Journalisten wird dieser Themenkomplex relevant, wenn sie im Rahmen ihrer Recherchen von Prognosen oder Teilen davon erfahren, die zu dem jeweiligen Zeitpunkt noch nicht öffentlich bekannt sind. Bei der Klärung der Frage, ob es sich bei diesen Informationen um eine Insiderinformation handelt, sind die genannten Kriterien entsprechend anzuwenden.

dd) Dividenden und Kapitalmaßnahmen

Der Umstand ob Dividenden ausgeschüttet werden, ist nach Auffassung der BaFin für den Kapitalmarkt grundsätzlich von Bedeutung⁸⁹⁹. Die Ankündigung von Dividendenerhöhungen oder -kürzungen habe daher unmittelbare Auswirkungen auf den Kurs des Emittenten. Im Hinblick auf die Höhe einer Dividendenanpassung gelten die Maßstäbe für die Bewertung von Geschäftszahlen entsprechend. Eine Besonderheit ergäbe sich aus dem Umstand, dass Emittenten nicht selten eine Dividendenpolitik verfolgten und diese auch öffentlich bekannt gäben. Eine Änderung dieser Dividendenpolitik könne daher an sich eine Insiderinformation darstellen⁹⁰⁰.

Auch Kapitalmaßnahmen, wie Kapitalerhöhungen in Form einer Ausgabe neuer Aktien mit und ohne Bezugsrecht, die Aufnahme von Fremdkapital, die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen oder Aktienrückkäufe, könnten eine Insiderinformation darstellen. Auch in diesem Kontext sei, wie schon bei Prognosen und Geschäftszahlen, zu beachten, dass es sich regelmäßig um zeitlich gestreckte Vorgänge handle, bei denen auch die Zwischenschritte selbst Insiderinformationen darstellen könnten. Bei Vorliegen besonderer Umstände könne auch die Beschaffung von Fremdkapital eine kursrelevante Information darstellen. Dies sei dann der Fall, wenn die Konditionen sich in erheblichem Maße auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten auswirken⁹⁰¹.

⁸⁹⁸ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.2 Geschäftszahlen S. 15, 16.; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 164; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 227.

⁸⁹⁹ So auch: Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 128; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 289; Habersack/Mülbert/Schliitt/Brellocks, § 1 Rn. 107.

⁹⁰⁰ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.3 Dividenden S. 17; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 154.

⁹⁰¹ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.4 Kapitalmaßnahmen S. 17, 18; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 154.

In Bezug auf die Auswirkungen auf die Berufsausübung von Journalisten gilt auch hier, dass die genannten Kriterien entsprechend anzuwenden sind. Da es sich gerade bei der Dividendenpolitik und Kapitalmaßnahmen um besonders komplexe Vorgänge handelt, sollten Journalisten für die Beurteilung der Kurserheblichkeit ggf. externe Unterstützung in Anspruch nehmen.

ee) Mergers & Acquisitions

Ein praktisch ebenfalls besonders relevanter Anwendungsfall ist die insiderrechtliche Behandlung von M&A-Transaktionen. Diese sind aufgrund ihres Nachrichtenwertes auch häufig Gegenstand von Presseberichten, wobei es sich dabei häufig um Gerüchte⁹⁰² handelt. Wenn dies der Fall ist, sind die hier genannten Kriterien und die zu den Gerüchten folglich in Kombination anzuwenden.

Nach dem Emittentenleitfaden der BaFin sei bei M&A-Transaktionen grundsätzlich danach zu unterscheiden, ob sich auf der Seite der Bieter- oder Zielgesellschaften ein oder mehrere Unternehmen befänden, die in die Verhandlungen einbezogen seien. Auch hier gelte wieder, dass die Zwischenschritte im Bieterverfahren und im weiteren Verhandlungsprozess jeweils eigenständige Insiderinformationen darstellen könnten, was jedoch nicht für bloße Vorbereitungshandlungen gelte. Die rein interne Entscheidung, Vorgespräche mit einer Zielgesellschaft aufzunehmen und damit im Zusammenhang stehende Prüf- und Vorbereitungshandlungen, wie die Beauftragung externer Berater oder die erstmalige Kontaktaufnahme mit der Zielgesellschaft, stellten noch keine Insiderinformationen dar. Die Abgabe eines non-binding-offer⁹⁰³ oder das Führen von Vorgesprächen mit den Parteien einer möglichen Transaktion oder deren Eigentümern, könne im Einzelfall eine Insiderinformation darstellen. Eine präzise, kurserhebliche Information läge jedenfalls vor, wenn wichtige Eckpunkte einer möglichen Transaktion geklärt und ein Einigungswille erkennbar sei⁹⁰⁴.

⁹⁰² Sogenannte „Übernahmephantasien“

⁹⁰³ Ein unverbindliches Angebot des Kaufinteressenten, um die groben Rahmenbedingungen der Transaktion abzustecken.

⁹⁰⁴ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.6 Mergers & Acquisitions S. 18, 19 mit einer Liste an Beispielen mit Zwischenschritten, die eine Insiderinformation darstellen können; Ausführlich: Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 129 ff.

ff) Weitere Einzelfälle

Es sind eine Vielzahl weiterer Umstände oder Ereignisse denkbar, welche je nach den Umständen des Einzelfalles eine Insiderinformation darstellen können. Eine abschließende abstrakte Auflistung ist nicht möglich⁹⁰⁵. Beispielsweise können auch Personalentscheidungen Gegenstand einer Insiderinformation sein, insbesondere wenn diese die Führungsebene eines Emittenten betreffen und überraschend erfolgen⁹⁰⁶. Dasselbe gilt für Verwaltungs- oder Gerichtsverfahren an denen der Emittent beteiligt ist, wobei die Bafin ausdrücklich darauf hinweist, dass die Gerichtsöffentlichkeit nicht mit der breiten Öffentlichkeit im Sinne des Art. 7 MAR⁹⁰⁷ gleichzusetzen ist. Dabei seien insbesondere die rechtlichen und finanziellen Konsequenzen, die sich aus dem Verfahren für den Emittenten ergeben könnten zu beachten. Neben den rein straf- oder verwaltungsrechtlichen Folgen seien auch die wirtschaftlichen Folgen, wie ein Reputationsschaden für das Unternehmen, zu berücksichtigen⁹⁰⁸.

Auch eine Insolvenz stelle, aufgrund der enormen Folgen für die Aktionäre, eine Insiderinformation dar. Dabei sei zu beachten, dass nicht erst die Stellung des Insolvenzantrages eine Insiderinformation darstellt, sondern es sich auch hier um einen zeitlich gestreckten Vorgang handelt, bei welchem jeder Zwischenschritt potenziell eine eigenständige Insiderinformation sein kann⁹⁰⁹. Bei solch zeitlich gestreckten Vorgängen ist insbesondere zu berücksichtigen, ob bestimmte Verfahrensschritte, insbesondere vertragliche Verpflichtungen oder Ansprüche unter einer aufschiebenden oder auflösenden Bedingung geschlossen worden sind⁹¹⁰ oder ob Entscheidungen eines Emittenten unter einem internen Gremienvorbehalt⁹¹¹ stehen.

6. Weitere Arten von Insiderinformationen

In Art. 7 Abs. 1 lit. b) bis d) MAR werden weitere Arten von Insiderinformationen beschrieben, welche sich entweder auf bestimmte Finanzinstrumente wie Warenderivate (lit. b) oder Emissionszertifikate (lit. c) beziehen oder die insiderrechtliche Behandlung von handelsbezogenen

⁹⁰⁵ Ein nicht abschließender Katalog bei: *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.13 Beispiele potenzieller Insiderinformationen S. 22; Umfangreiche Darstellung in Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 125 ff.

⁹⁰⁶ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.7 Personalentscheidungen S. 19, 20.

⁹⁰⁷ C.I.2.f) Einzelfälle.

⁹⁰⁸ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.8 Verwaltungs- und Gerichtsverfahren S. 20; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 303.

⁹⁰⁹ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.9 Insolvenzen S. 20.

⁹¹⁰ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.10 Aufschiebende und auflösende Bedingungen S. 21.

⁹¹¹ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.1.5.11 Interne Gremienvorbehalte S. 21; Zum Gremienentscheid zur Ausschüttung von Dividenden: Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 128c.

Insiderinformationen erläutern (lit. d). Diese Art von Insiderinformationen ist aufgrund der komplexen Materie eher selten Gegenstand einer Presseberichterstattung. Diese weiteren Unterformen von Insiderinformationen werden im Folgenden daher lediglich in der gebotenen Kürze dargestellt. Zudem wird kurz auf besonders verbreitete Handelsstrategien eingegangen, welche den monetären Wert handelsbezogener Insiderinformationen verdeutlichen sollen.

a) **Warenderivate**

Art. 7 Abs. 1 lit. b) MAR stellt eine eigene gesonderte Definition des Begriffes der Insiderinformation in Bezug auf Warenderivate dar⁹¹². Eine solche Insiderinformation ist demnach eine nicht öffentlich bekannte präzise Information, die direkt oder indirekt ein oder mehrere Warenderivate oder direkt damit verbundene Waren-Spot-Kontrakte (siehe Art. 3 Abs. 1 Nr. 15 MAR) betrifft. Sie muss des Weiteren, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet sein, den Kurs dieser Derivate oder damit verbundener Waren-Spot-Kontrakte erheblich zu beeinflussen. Außerdem muss es sich dabei um solche Informationen handeln, die nach EU- oder mitgliedstaatlichen Rechts- und Verwaltungsvorschriften, Handelsregeln, Verträgen, Praktiken oder Regeln auf dem betreffenden Warenderivate- oder Spotmarkt offengelegt werden müssen bzw. deren Offenlegung nach vernünftigem Ermessen erwartet werden kann. Laut Art. 7 Abs. 4 Uabs. 1 MAR gilt auch für diese Art von Insiderinformationen, dass ein verständiger Anleger diese wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde.

In Erwägungsgrund Nr. 20 zur MAR erläutert der europäische Gesetzgeber, dass er in Spotmärkten und den dazugehörigen Devisenmärkten ein potenziell erhebliches Systemrisiko sieht, da diese in einem hohen Maße vernetzt und global seien und Marktmissbrauch daher sowohl markt- als auch grenzüberschreitend erfolgen könne. Dies sei sowohl im Hinblick auf die Marktmanipulation als auch den Marktmissbrauch der Fall. Beispielhaft für die in Art. 7 Abs. 1 lit. b) MAR genannten „Regeln“ wird die Verordnung Nr. 1227/2011 für den Energiemarkt und die „Datenbank der Gemeinsamen Initiative: Daten aus dem Mineralölsektor (Joint Organisations Database Initiative – JODI) für Erdöl“ aufgeführt.

⁹¹² Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 8 Rn. 127; Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 307; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 234; Ellenberger/*Bunte/Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 57; Meyer/Veil/*Rönnau/Krause*, § 6 Rn. 184; Assmann/Schneider/*Mülbert/Assmann*, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 96.

Ferner weist der Gesetzgeber auf eine Marktmanipulationsstrategie hin, welche sich die Wechselwirkung zwischen dem Handel mit Finanzinstrumenten und dem Handel mit, mit diesen Finanzinstrumenten verbundenen, Waren-Spot-Kontrakten zunutze macht. Das Verbot der Marktmanipulation solle insbesondere auch diese Wechselwirkung erfassen. Damit zielt der europäische Gesetzgeber auf die während der Finanzkrise 2008 gehegten Befürchtungen einer durch diese Wechselwirkung ausgelösten Verteuerung oder Verknappung von in Bevölkerung und Realwirtschaft benötigten Produkten und Rohstoffen, wie etwa Lebensmitteln, ab⁹¹³.

Allerdings schränkt der europäische Gesetzgeber den Anwendungsbereich des Insiderrechts insoweit ein, als dass er in Erwägungsgrund Nr. 20 zur MAR klarstellt, dass eine Erweiterung des Anwendungsbereiches der MAR auf „Handlungen, die nichts mit Finanzinstrumenten zu tun haben, beispielsweise Waren-Spot-Kontrakte, die lediglich den Spotmarkt berühren“ nicht zweckmäßig oder praktikabel ist. Praktische Bedeutung erlangt Art. 7 Abs. 1 lit. b) MAR beispielsweise in Bezug auf Stromderivate bei Informationen über Kraftwerksausfälle oder Leistungskapazitäten⁹¹⁴. Die ESMA⁹¹⁵ hat zur weiteren Orientierung eine nicht abschließende Liste von Insiderinformationen in Bezug auf Warenderivate veröffentlicht, auf welche die BaFin ausdrücklich Bezug nimmt⁹¹⁶.

b) Emissionszertifikate

Art. 7 Abs. 1 lit. c) MAR befasst sich mit der insiderrechtlichen Behandlung von Emissionszertifikaten oder darauf beruhenden Auktionsobjekten. Insiderinformationen sind demnach nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, „die direkt oder indirekt ein oder mehrere Finanzinstrumente dieser Art betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen“. Der Anwendungsbereich wird durch Art. 7 Abs. 4 Uabs. 2 MAR jedoch insofern begrenzt, als dass bei Teilnehmern am Markt für Emissionszertifikate mit aggregierten Emissionen oder einer bestimmten thermischen Nennleistung von den Informationen über die physischen Aktivitäten angenommen wird, „dass sie keine erheblichen Auswirkungen auf die Preise der Emissionszertifikate und der auf diesen beruhenden Auktionsob-

⁹¹³ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 174.

⁹¹⁴ Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpen*, § 86 Rn. 57.

⁹¹⁵ ESMA, MAR-Leitfaden, 17/01/2017, ESMA/2016/1480 DE.

⁹¹⁶ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.2.1 Warenderivate, S. 23.

jekte oder auf damit verbundene Finanzinstrumente haben“. Eine weitere Modifikation des Insiderrechts in Bezug auf Emissionszertifikate enthält Art. 8 Abs. 1 S. 3 MAR, wonach bei der Versteigerung von Emissionszertifikaten oder anderen darauf beruhenden Auktionsobjekten, die Nutzung von Insiderinformationen auch die Übermittlung, Änderung oder Zurücknahme eines Gebots durch eine Person für eigene Rechnung oder für Rechnung eines Dritten einschließt.

Für den Primärhandel mit Emissionszertifikaten, also deren Erstauktion, besteht ein eigenständiges Missbrauchsregime in Form der Treibhausgasemissionszertifikate-VO⁹¹⁷. Emissionszertifikate werden dabei als Finanzinstrumente eingestuft. Nach Erwägungsgrund Nr. 37 zur MAR soll die MAR ein einheitliches, für den gesamten Primär- und Sekundärmarkt für Emissionszertifikate gültiges Regelwerk für Marktmissbrauch darstellen. Die MAR soll ferner Handlungen oder Geschäfte, darunter Gebote, bezüglich der Versteigerungsobjekte auf einem als Auktionsplattform zugelassen geregelten Markt gemäß der Verordnung (EU) Nr. 1031/2010 erfassen, selbst wenn die versteigerten Produkte keine Finanzinstrumente sind.

Die Zielsetzung des Insiderrechts in Bezug auf den Handel mit Emissionszertifikaten ist jedoch nicht deckungsgleich mit der Zielsetzung für den Handel am Kapitalmarkt⁹¹⁸. Der Handel mit Emissionszertifikaten dient in erster Linie dem Klimaschutz und nicht der Allokation von Kapital⁹¹⁹. Aufgrund der deutlich geringeren Anzahl an Marktteilnehmern ist auch die Funktionsweise des Emissionszertifikatehandels eine andere als die des Kapitalmarktes. Der Grund für die Ausweitung des Insiderrechts durch Art. 7 Abs. 1 lit. c) MAR liegt dennoch in der Unlauterkeit der durch Marktmissbrauch erzielten Sondervorteile und der damit verbundenen Erhaltung der Integrität des europäischen Emissionshandelssystems⁹²⁰.

Als Beispiele für solche Informationen nennt die BaFin den (ungeplanten) Ausfall, die teilweise Stilllegung oder endgültige Betriebsstilllegung von Anlagen, Investitionsentscheidungen im Hinblick auf die Errichtung neuer Anlagen, Änderungen in der Energieeffizienz von großen Anlagen etwa durch Entscheidung zur Modernisierung zur effizienteren Nutzung von Energie oder der Wechsel von Brennstoffen innerhalb einer Anlage. Dabei ist zu beachten, dass es sich

⁹¹⁷ VO (EU) 1031/2011.

⁹¹⁸ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 185.

⁹¹⁹ B.I.1 Geltungsgrund des Insiderrechts.

⁹²⁰ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 185.

bei den genannten Ereignissen in der Regel nur dann um eine Insiderinformation handelt, wenn das jeweilige Ereignis für sich genommen auch im Hinblick auf das Kursbeeinflussungspotenzial bedeutsam ist.

Im Hinblick auf die Luftverkehrstätigkeit könnten als veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen ein (teilweiser) Flottenausfall (Strecke, Flugzeug), eine Flottenaufstockung (Strecke, Flugzeug) oder ein Wechsel der Flugzeuge (z. B. neue Modelle, die erheblich weniger CO₂ emittieren) in Betracht kommen. Weiter weist die BaFin darauf hin, dass auch externe Faktoren, wie die grundsätzliche Entscheidung von Regulierungsbehörden oder das Wissen um konkrete Pläne Dritter für den Handel von Emissionszertifikaten, darauf beruhenden Auktionsobjekten oder damit verbundenen derivativer Finanzinstrumente Insiderinformationen darstellen können⁹²¹.

c) Handelsbezogene Informationen

Schließlich regelt Art. 7 Abs. 1 lit. d) MAR, dass für Personen, die mit der Ausführung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente beauftragt sind insbesondere auch solche Informationen die von einem Kunden mitgeteilt wurden und sich auf die noch nicht ausgeführten Aufträge des Kunden bzgl. Finanzinstrumente beziehen, Insiderinformationen darstellen. Allerdings müssen diese Informationen präzise sein und direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet sein, die Kurse dieser Finanzinstrumente, damit verbundene Waren-Spot-Kontrakte oder zugehörige derivative Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen.

In der Marktmissbrauchs-RL 2003 war in Art. 1 Nr. 1 UAbs. 3 bereits eine ähnliche Regelung vorhanden, welche durch § 13 Abs. 1 S. 4 Nr. 1 WpHG aF in deutsches Recht umgesetzt wurde. Klarstellend führt die BaFin aus, dass im Übrigen die allgemeinen Maßstäbe für Insiderinformationen Anwendung finden und daher auch „die Information über eine (Groß-) Order nicht per se als eine Insiderinformation anzusehen ist, sondern nur dann, wenn im Einzelfall die Voraussetzungen für das Vorliegen einer Insiderinformation erfüllt sind“⁹²². Art. 7 Abs. 1 lit. d) MAR trägt dem Umstand Rechnung, dass sich durch bestimmte Handelstechniken Sondervor-

⁹²¹ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.2.2 Emissionszertifikate, S. 24.

⁹²² BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.2.2.3 Auftragsausführung, S. 24.

teile erzielen lassen. Dies sind insbesondere das sogenannte „front running“ und „(short) squeezing“⁹²³. Front running kann in Form des sogenannten „aktiven front runnings“, als auch als „passives front running“ betrieben werden⁹²⁴.

aa) Aktives front running

Bei dem aktiven front running nutzt der front runner die Marktpreis-Order eines Marktteilnehmers aus, indem er die Order des Marktteilnehmers vorwegnimmt und dem Markt dadurch Liquidität entzieht, um anschließend die erworbenen Finanzinstrumente zu einem höheren Preis risikolos an den Marktteilnehmer weiterzuverkaufen⁹²⁵. Der front runner kauft also gewissermaßen seinem Kunden die innerhalb der bid-ask spread (Preis-/Angebotsspanne)⁹²⁶ „günstigsten“ Finanzprodukte weg, um ihm diese anschließend zu einem höheren Preis weiterzuverkaufen.

Als Beispiel stelle man sich einen Markt für eine Aktie vor, in dem die besten asks wie folgt lauten: 2,50 € für 5.000 Aktien, 2,55 € für 3.000 Aktien, 2,60 € für 2.000 Aktien. Wenn Investor I seinem Broker B den Auftrag erteilt, 10.000 Aktien zum Marktpreis zu kaufen, kann B diesen Auftrag durch front running wie folgt ausbeuten: Er kauft 5.000 Aktien für 2,50 € und 3.000 Aktien für 2,55 € und verkauft diese Aktien sodann für 2,60 EUR an I. Der Gewinn des B beträgt 650,00 € ($8.000 \times 2,60 \text{ €} - 5.000 \times 2,55 \text{ €} - 3.000 \times 2,55 \text{ €} = 650 \text{ €}$) – und das ohne nennenswertes Risiko. Spiegelbildlich hat I einen Verlust erlitten, denn ohne das front running hätte er 8.000 Aktien zu besseren Preisen erwerben können⁹²⁷.

bb) Passives front running

Eine weitere Variante des front runnings ist das sogenannte „passive front running“⁹²⁸ oder auch „quote matching“⁹²⁹, bei welchem sich der front runner zu einem inkremental besseren Preis vor eine Limit-Order setzt und damit sein Risiko erheblich begrenzen kann⁹³⁰. Eine Limit-

⁹²³ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 134; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 195; Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 291; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 59.

⁹²⁴ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 197; Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 294.

⁹²⁵ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 197; Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 294; Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.3 Rn. 42; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 251; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 193; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 102.

⁹²⁶ B.I.1.b)cc) Operative Funktionsfähigkeit.

⁹²⁷ Beispiel aus: Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 295.

⁹²⁸ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 198.

⁹²⁹ Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 296, 297.

⁹³⁰ Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 296; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 90.

Order ist eine Kursbegrenzung bei Börsenaufträgen, durch welche der Auftraggeber festlegt, dass der Auftrag nicht oberhalb (beim Kauf) oder unterhalb (beim Verkauf) eines festgelegten Kurses erfolgen soll. Der Auftraggeber kann sich durch ein solches Limit vor unvorhergesehenen Kursturbulenzen und Übervorteilung bei marktengen Papieren schützen⁹³¹. Der front runner agiert gewissermaßen gegenläufig zum Marktverhalten bzw. zu der Order, die er ausführen soll und kauft oder verkauft in Kenntnis einer Kundenorder gegenläufig das betreffende Finanzprodukt mit dem Ziel, das durch den Kunden gesetzte Limit auszuschöpfen⁹³².

cc) Squeezing

Bei dem sogenannten „Squeezing“ handelt es sich um das Ausnutzen nicht öffentlich bekannter Positionen anderer Marktteilnehmer, insbesondere Leerverkäufer. Ein prominentes Beispiel war ein sogenannter „short squeeze“ auf Gamestop-Aktien ab Mitte des Jahres 2020. Bei einem „short squeeze“ sind Leerverkäufer gezwungen, sich zur Erfüllung ihrer Tilgungsverpflichtungen aus Wertpapierleihverhältnissen⁹³³ einzudecken⁹³⁴.

Ein Leerverkäufer ist ein Marktteilnehmer, der auf den sinkenden Kurs eines Finanzproduktes wettet. Dazu veräußert er Aktien, die er tatsächlich nicht besitzt, sondern sich in der Regel nur von einem Broker gegen Entgelt „leiht“. Im Rahmen der Leihe verpflichtet er sich zu einer Rückgabe der Aktien an einem bestimmten Stichtag. Wenn der Kurs des geliehenen Finanzproduktes zwischen dem Zeitpunkt der Leihe und des Rückgabetermins fällt, kann der Leerverkäufer sich die geliehen und bereits verkauften Aktien zu einem günstigeren Preis am Markt besorgen und die Differenz, also den bis dahin eingetretenen Kursverlust, als Gewinn einstreichen. Der Leerverkäufer trägt dabei jedoch das theoretisch unbegrenzte Risiko, dass die Aktie in der Zeit nicht fällt, sondern steigt, wodurch er die geliehenen Aktien dann zu einem höheren Marktpreis beschaffen muss und entsprechende Verluste erleidet⁹³⁵.

Als einen „short squeeze“ bezeichnet man ein Marktgeschehen, bei welchem besonders viele Marktteilnehmer Leerverkäufe eines Wertpapiers getätigt haben und der Kurs dieses Wertpapiers entgegen der Erwartung dieser Anleger steigt. In diesem Fall versuchen die Leerverkäufer

⁹³¹ Fugger, Börsenlexikon, Limitierung.

⁹³² Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 198; Schwark/Zimmer/Kumpfan/Misterek, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 251; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 193.

⁹³³ Rechtlich handelt es sich um eine Miete.

⁹³⁴ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 200; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 90.

⁹³⁵ Fugger, Börsenlexikon, Leerverkäufe.

ihre Position möglichst schnell zu „closen“, also sich die nur geliehenen und bereits verkauften Wertpapiere möglichst schnell am Markt zu besorgen, um ihre Verluste im Falle eines weiteren Kursanstieges zu begrenzen. Diese plötzliche zusätzliche Nachfrage nach dem betreffenden Wertpapier führt jedoch zu weiter steigenden Kursen, womit wiederum immer mehr Lehrverkäufer ihre Positionen „closen“ müssen, wodurch ein sich selbst verstärkender Mechanismus in Gang gesetzt wird⁹³⁶.

Im Fall der Gamestop-Aktie war diese zunächst von einem Kurs von 5,00 € Mitte 2020 auf in der Spitze über 400,00 € gestiegen. Dieser Verachzweifachung des Kurses stand in keinem Verhältnis zu der Geschäftsentwicklung von Gamestop und war demnach nicht fundamentalwertbezogen, sondern rein spekulativ. Diese recht offensichtliche Überbewertung der Gamestop-Aktie führte zu zahlreichen Leerverkäufen, etwa durch den Hedgefonds Melvin Capital, wodurch das „short interest“, also das prozentuale Verhältnis von leerverkauften Wertpapieren geteilt durch das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen der Gamestop-Aktie, bei 130 % lag.

Demnach wurden mehr Aktien leerverkauft als durchschnittlich pro Tag überhaupt gehandelt wurden. Die mit diesem Umstand einhergehende Gefahr eines oben beschriebenen „short squeeze“ wurde dadurch verstärkt, dass sich in dem Reddit-Forum „Wallstreetbets“ eine Vielzahl von Privatanlegern zum Kauf von Gamestop-Aktien oder Call-Optionen auf diese verabredeten, um den Kurs der Gamestop-Aktie in die Höhe zu treiben und einen „short squeeze“ zu provozieren und den investierten Shortsellern, insbesondere Hedgefonds, schwere Verluste zuzufügen, was ihnen letztlich auch gelang⁹³⁷.

dd) Weitere Besonderheiten

Obwohl in Art. 7 Abs. 1 lit. d) MAR von „Personen, die mit der Ausführung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente beauftragt sind“ die Rede ist, wird dies nicht als eine Beschrän-

⁹³⁶ Fugger, Börsenlexikon, Short-Squeeze; <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/short-seller-was-ist-ein-short-squeeze/26865214.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

⁹³⁷ Zum Fall Gamestop: Klöhn/Franke, NZG 2021, 257, 258); <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/shortseller-was-ist-ein-short-squeeze/26865214.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024). Zu den Folgen für Melvin Capital: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/zockerkrieg-gamestop-investor-melvin-capital-halbiert-vermoegen/26869968.html> ; <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/anlagestrategie-nach-gamestop-debakel-hedgefonds-melvin-capital-gibt-auf/28358792.html> (jeweils zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

kung des personellen Anwendungsbereiches verstanden. Vielmehr handelt es sich um ein Jerdemannsdelikt⁹³⁸. Dies wird damit begründet, dass Art. 7 Abs. 1 lit. d) MAR den Anwendungsbereich des Insiderrechts nicht beschränken soll, sondern die Norm lediglich klarstellt, dass handelsbezogene Informationen auch als Insiderinformationen in Betracht kommen. Was die strafrechtliche Ahndung von Insiderdelikten nach Art. 7 Abs. 1 lit. d) MAR angeht, wird ein solch weites Verständnis des Wortlautes mit Blick auf Art. 103 Abs. 2 GG von Teilen der Literatur abgelehnt⁹³⁹.

Im Unterschied zu einer Insiderinformation im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR liegt der Sondervorteil bei handelsbezogenen Insiderinformationen in einer besseren Einschätzung der Handelsbedingungen selbst, welche auch völlig unabhängig vom Fundamentalwert des betreffenden Finanzproduktes sein können⁹⁴⁰. Handelsbezogene Informationen stellen daher einen Sondervorteil dar, dessen Ausnutzung durch die MAR gerade verhindert werden soll⁹⁴¹. Ein verständiger Anleger wird diese handelsbezogenen Informationen bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen, wenn er Kenntnis von der Möglichkeit hat, durch die Ausnutzung der handelsbezogenen Insiderinformationen einen Profit erzielen zu können, ohne das sonst bestehende Risiko eingehen zu müssen⁹⁴².

7. Zusammenfassung und Empfehlungen für die journalistische Praxis

Damit eine Information als Insiderinformation im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR qualifiziert werden kann, muss es sich um eine nicht öffentlich bekannte⁹⁴³, präzise⁹⁴⁴ Information⁹⁴⁵ handeln, welche direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder Finanzinstrumente betrifft⁹⁴⁶ und für diese kurserheblich⁹⁴⁷ ist. Schon allein der Umfang der vorausgegangenen

⁹³⁸ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 202; Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 305; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 252; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 89; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 194; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, Art. 7 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 103.

⁹³⁹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 202; a.A. Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 252.

⁹⁴⁰ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 203; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 89, 90; Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 290; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 192.

⁹⁴¹ Erwägungsgrund Nr. 23 S. 1 zur MAR.

⁹⁴² Klöhn/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 302; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 230, 250; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 90; Meyer/Veil/Rönnau/*Krause*, § 6 Rn. 192.

⁹⁴³ C.I.2 Nicht öffentlich bekannt.

⁹⁴⁴ C.I.3 Präzise Information.

⁹⁴⁵ C.I.1 Informationen.

⁹⁴⁶ C.I.4 Bezug zum Emittenten oder Finanzinstrument.

⁹⁴⁷ C.I.5 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung.

Ausführungen und die dort erläuterten unterschiedlichen Ansichten zu den Tatbestandsmerkmalen einer Insiderinformation verdeutlichen die Komplexität der Frage, ob in einem konkreten Fall eine Insiderinformation vorliegt oder nicht.

Journalistinnen und Journalisten sollten bei der insiderrechtlichen Bewertung der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen im Zweifel der Rechtsauffassung der BaFin folgen und insbesondere bei der Beurteilung der Kurserheblichkeit einer Information externen Sachverständigen in Anspruch nehmen. Um einen rechtssicheren Umgang mit Insiderinformation sicherzustellen sollte im Zweifelsfall die Eigenschaft als Insiderinformation angenommen werden, sofern dies nicht eine unverhältnismäßige Einschränkung der Presse- und Meinungsfreiheit zur Konsequenz hat⁹⁴⁸. Unabhängig von der finalen Einordnung der Information empfiehlt es sich zudem schon die bloße Auseinandersetzung mit dem Insiderrecht zu dokumentieren, da diese im Hinblick auf den durch den Journalisten angewandten Sorgfaltsmaßstab von Relevanz ist⁹⁴⁹.

II. Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen

Nach der ausführlichen Erläuterung des Begriffs der Insiderinformation setzt sich diese Arbeit nun mit dem Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen auseinander, auf welches Art. 21 MAR ausdrücklich Bezug nimmt. Das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen hat verhältnismäßig große Schnittmengen mit der Ausübung der journalistischen Tätigkeit, da die Beschaffung, der Umgang und die Weitergabe von Informationen Kernbestandteile der journalistischen Arbeit darstellen.

Die Anwendung des Art. 21 MAR auf das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen war Gegenstand der schon mehrfach erwähnten AMF/LVMH Entscheidung des EuGH. Zudem beinhaltet Art. 10 MAR eine Tatbestandsausnahme für die Offenlegung von Informationen, die im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben erfolgt. Diese Tatbestandsausnahme ist bei der Anwendung des Art. 21 MAR auf das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen von entscheidender Bedeutung.

⁹⁴⁸ Zur Verhältnismäßigkeit: F.VIII Auswirkung der Anwendung des Art. 21 MAR.

⁹⁴⁹ G.III Negative Auswirkungen auf die Integrität der Finanzmärkte.

Im Folgenden wird der Tatbestand des Art. 10 MAR ausführlich erläutert, wobei der Schwerpunkt auf der Frage liegt, wann die Offenlegung einer Insiderinformation durch einen Journalisten rechtmäßig erfolgt und somit nicht gegen Art. 10 MAR verstößt. Dabei wird ausführlich auf die Beurteilung der Offenlegung von Insiderinformationen durch einen Emittenten gegenüber Journalisten eingegangen. Die Offenlegung von Insiderinformationen durch Dritte gegenüber einem Emittenten wird im Rahmen der Ausführungen zu Art. 21 MAR erläutert⁹⁵⁰.

Art. 10 MAR verbietet in Verbindung mit Art. 14 lit. c) MAR die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen. Eine entsprechende Regelung war bereits in § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF⁹⁵¹ in Form des sogenannten Weitergabeverbotes⁹⁵² enthalten. Eine Erweiterung des Tatbestandes enthält jedoch Art. 10 Abs. 2 MAR, wonach auch die Weitergabe von Empfehlungen oder das Verleiten anderer durch eine Person, die ihrerseits Adressat einer Empfehlung war oder selbst verleitet wurde, als unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen gilt.

Dies setzt jedoch voraus, dass der Handelnde weiß oder wissen müsste, dass die Empfehlung bzw. Verleitung auf Insiderinformationen beruht. Der Zweck des Verbots besteht darin, den Kreis an Personen, die Zugang zu Insiderinformationen haben, so klein wie möglich zu halten, um die Gefahr von Insiderdelikten zu verringern und einen gleichberechtigten Informationszugang für alle Marktteilnehmer möglichst sicherzustellen⁹⁵³. Es handelt sich daher um einen Vorfeldtatbestand, der insbesondere eine Vorbereitungshandlung für Insidergeschäfte nach Art. 8 MAR sein kann⁹⁵⁴. Laut Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 1. HS MAR liegt eine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen vor, wenn eine Person, die über Insiderinformationen verfügt, diese Informationen gegenüber einer anderen Person offenlegt, es sei denn, die Offenlegung geschieht im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben.

⁹⁵⁰ F.VIII.1.a) Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Medien.

⁹⁵¹ „Es ist verboten, einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen“.

⁹⁵² Der Begriff wird zum Teil weiterhin verwendet, etwa Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 1.

⁹⁵³ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4. S. 62; Assmann/Schütz/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 230; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Kulenkamp/v.Bonin*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 1; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 13, 14; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 5, 9; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellochs*, § 1 Rn. 174; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 101; Schimansky/Bunte/Lwowski/*Hopt/Kumpan*, § 107 Rn. 101; Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 72; Meyer/Veil/Rönnau/*Meyer*, § 8 Rn. 1; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 101.

⁹⁵⁴ Schwark/Zimmer/*Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 5, 15; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 16; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellochs*, § 1 Rn. 175; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 101; Schimansky/Bunte/Lwowski/*Hopt/Kumpan*, § 107 Rn. 101; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, Art. 10 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 7; Meyer/Veil/Rönnau/*Meyer*, § 8 Rn. 1; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 101.

Terminologisch ist die Verwendung des Wortes „Offenlegung“ (engl. *disclosure*) etwas unglücklich, da dieser Begriff in der Überschrift des dritten Kapitels der MAR „Offenlegungsvorschriften“ (engl. *disclosure requirements*) ebenfalls mit einer gegenteiligen Bedeutung verwendet wird. Art. 10 MAR meint mit „Offenlegung“ das „Mitteilen“ oder „Zugänglichmachen“ von Insiderinformationen im Sinne eines Weitergebens dieser Informationen, ohne dass diese dadurch öffentlich bekannt werden, wodurch eine Offenlegung im Sinne des Art. 10 MAR zu einer Erweiterung des Kreises an Insidern führt⁹⁵⁵. Die Offenlegungsvorschriften des dritten Kapitels, insbesondere die Ad-hoc-Publizität in Art. 17 MAR, meinen mit Offenlegung gerade nicht das Weitergeben einer Insiderinformation, sondern deren Veröffentlichung⁹⁵⁶, wodurch die Insiderinformation öffentlich bekannt wird und ihre Eigenschaft als Insiderinformation verliert.

1. Offenlegung von Insiderinformationen

Offenlegen ist das (aktive) Mitteilen oder (passive) Zugänglichmachen einer Information⁹⁵⁷. Die BaFin betont, dass eine Offenlegung nicht nur durch aktives Tun, sondern auch durch Unterlassen erfolgen kann, ohne dass es einer Garantenstellung bedarf, da es sich bei der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen um ein echtes Unterlassungsdelikt handelt⁹⁵⁸. Eine Information ist offengelegt, wenn der Empfänger in die Lage versetzt wird, sich ohne wesentliche Schwierigkeiten Kenntnis von der Information zu verschaffen⁹⁵⁹. Wann die Kenntnisnahme ohne wesentliche Schwierigkeiten erfolgen kann, hängt von den Umständen des Einzelfalles, insbesondere von dem konkreten Interesse des Dritten und dessen Fähigkeiten ab⁹⁶⁰.

⁹⁵⁵ Und somit weiterhin Insiderinformationen darstellen; C.I.2 Nicht öffentlich bekannt.

⁹⁵⁶ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 5; Ausführlich zur terminologischen Abgrenzung: Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 24.

⁹⁵⁷ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.4.1 Offenlegung, S. 62; Schon zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF: Schimansky/Bunte/Lwowski/Hopt/Kumpan, § 107 Rn. 103; Zu Art. 10 MAR: Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 232, 239; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 3; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 11; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 4; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 179; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 103; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, Art. 10 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 11.

⁹⁵⁸ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.4.1 Offenlegung, S. 62; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 4; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 30; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 4; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 13.

⁹⁵⁹ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.4.1 S. 62; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 3; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 26; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 11; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 179; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 103; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, (EU) Nr. 596/2014 Art. 10 Rn. 13.

⁹⁶⁰ Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 12; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 28.

Der entgegenstehende Wille des Insiders bzw. die bloße Rechtswidrigkeit des Zugriffs dürften keine wesentlichen Schwierigkeiten darstellen, wobei ein Offenlegen abzulehnen ist, wenn ein Dritter sich eigenständig ohne eine Begünstigung durch den Insider, etwa durch einen Hackerangriff, Zugang zu den Informationen verschafft⁹⁶¹. Demnach muss der Insider angemessene Vorkehrungen zum Schutz der Insiderinformationen treffen, wie das Verschlüsseln von Dateien vor deren Versendung oder das Schreddern von Papierakten und kann sich nicht darauf zurückziehen, dass er den Zugriff durch Dritte nicht gestattet habe⁹⁶².

Auf die tatsächliche Wahrnehmung durch den Empfänger kommt es nach Ansicht der BaFin hingegen nicht an, da nach dem Sinn und Zweck des Art. 10 MAR schon die Offenlegung als solche präventiv verhindert werden soll. Art. 10 MAR soll schon die abstrakte Gefahr, dass der Kreis der Insider erweitert werden könnte, verhindern, zumal ein Nachweis der tatsächlichen Kenntnisnahme in der Praxis kaum möglich ist und das Offenlegungsverbot daher bei einer solch engen Auslegung erheblich an Wirkung verlieren würde⁹⁶³.

Ein Teil der Literatur hält die tatsächliche Kenntnisnahme durch einen Dritten jedoch für erforderlich und nimmt bei einem Ausbleiben der Kenntnisnahme lediglich eine Versuchsstrafbarkeit an⁹⁶⁴. Ob der Dritte die Information als Insiderinformation erkennt, ist nach einhelliger Meinung unerheblich⁹⁶⁵. Die Offenlegung kann sowohl schriftlich als auch mündlich sowie ausdrücklich oder konkludent, direkt oder durch Dritte erfolgen⁹⁶⁶. Auch selbst gefasste Entschlüsse die einer anderen Person gegenüber offengelegt werden, können unter den Tatbestand

⁹⁶¹ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 28; Schwark/Zimmer/Kumpen/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 12; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 4; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 179; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, (EU) Nr. 596/2014 Art. 10 Rn. 13.

⁹⁶² Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 30; Schwark/Zimmer/Kumpen/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 13; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 4; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 13; a.A. wohl Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 69, wonach das „bloße Liegenlassen von Informationsmaterial auf dem Schreibtisch“ keine Offenlegung durch Unterlassen darstelle.

⁹⁶³ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.4.1 Offenlegung, S. 62; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 6; Schwark/Zimmer/Kumpen/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 15; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 5; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 179.

⁹⁶⁴ Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 70; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, (EU) Nr. 596/2014 Art. 10 Rn. 7; Im Ergebnis ablehnend: 12 Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 239.

⁹⁶⁵ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.4.1 Offenlegung, S. 62; Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 239; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 8; Schwark/Zimmer/Kumpen/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 16; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 27; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 5; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 179; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, (EU) Nr. 596/2014 Art. 10 Rn. 13, 14.

⁹⁶⁶ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 233; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 4; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 31; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 68;

des Art. 10 MAR fallen, sofern der Entschluss selbst die weiteren Voraussetzungen einer Insiderinformation erfüllt⁹⁶⁷.

Kein Verstoß gegen Art. 10 MAR liegt hingegen vor, wenn die Insiderinformation öffentlich bekannt gemacht wird⁹⁶⁸, da die Information durch die öffentliche Bekanntmachung ihre Eigenschaft als Insiderinformation verliert und somit der Kreis der Insider durch die Bekanntmachung nicht erweitert, sondern vielmehr auf Null reduziert wird⁹⁶⁹. Wenn die Person, der gegenüber die Insiderinformation offengelegt wird, die Information schon kennt, wird durch die Offenlegung der Kreis der Insider ebenfalls nicht erweitert, weshalb der Tatbestand des Art. 10 MAR dann nicht verwirklicht ist.

Allerdings kommt in einem solchen Fall dennoch eine Strafbarkeit wegen eines untauglichen Versuchs in Betracht⁹⁷⁰. Folglich handelt es sich bei der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen um ein Erfolgsdelikt⁹⁷¹. Das Schweigen eines Emittenten kann, etwa unter Berufung auf eine no comment policy, auf die Frage nach einer konkreten Insiderinformation, nicht als Offenlegung gewertet werden und zwar selbst dann nicht, wenn der Fragende aus dem Schweigen Rückschlüsse ziehen kann⁹⁷².

Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 103; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, (EU) Nr. 596/2014 Art. 10 Rn. 12.

⁹⁶⁷ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 237; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 19; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 10, 14, 17; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 101; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, (EU) Nr. 596/2014 Art. 10 Rn. 10; **Zum Drittbezug:** C.I.1.b) Drittbezug bei inneren Tatsachen am Beispiel „Scalping“.

⁹⁶⁸ C.I.2 Nicht öffentlich bekannt.

⁹⁶⁹ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.4.1 Offenlegung, S. 62; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 20; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 9, 11; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 177; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 101; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 177 a.A. Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 235, 236 wonach es sich um einen Zirkelschluss handele, da die öffentliche Bekanntheit gerade erst durch die Offenlegung erfolgt; ebenso: *Zetsche*, NZG 2015, 817 (818) „befugte Weitergabe“; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, (EU) Nr. 596/2014 Art. 10 Rn. 12 a.

⁹⁷⁰ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.4.1 Offenlegung, S. 62.; Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 240; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 7; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 17, 29; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 70; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 19; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 5; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 175; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 101; Schimansky/Bunte/Lwowski/Hopt/Kumpan, § 107 Rn. 101.

⁹⁷¹ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 17; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 175; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 101; Schimansky/Bunte/Lwowski/Hopt/Kumpan, § 107 Rn. 101.

⁹⁷² Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 5; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 32; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 17; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 179; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 103; *Seibt/Mohamed*, NZG 2022, 1577 (1585); Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 12 b.

Das Merkmal „gegenüber einer anderen Person“ ist nicht dahingehend zu verstehen, dass die Offenlegung gegenüber einer oder mehreren bestimmten Personen erfolgen muss und eine Offenlegung an eine unbestimmte Vielzahl von Personen den Tatbestand des Art. 10 MAR nicht erfüllen würde. Gegen ein solch enges Verständnis spricht der Sinn und Zweck der MAR, welche gerade verhindern soll, dass bestimmte Informationen nur einem kleinen, wenn auch unbestimmten Personenkreis zur Verfügung stehen und es daher zu Informationsasymmetrien kommt⁹⁷³. Ferner sieht die MAR für die Offenlegung von Insiderinformationen ein bestimmtes Verfahren in Form der Ad-hoc-Mitteilung nach Art. 17 MAR vor, welches gerade dazu dienen soll, Insiderinformationen für die Öffentlichkeit möglichst schnell zugänglich zu machen⁹⁷⁴.

2. Persönlicher Anwendungsbereich

Adressat des Verbotes der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen sowie taugliche Offenlegungsempfänger sind nach Art. 10 Abs. 1 UAbs. 2 i.V.m. Art. 3 Abs. 1 Nr. 13 MAR sowohl natürliche als auch juristische Personen. Diese können Primär- oder Sekundärinsider im Sinne des Art. 8 Abs. 4 MAR sein. Primärinsider sind solche Personen, die die Voraussetzungen des Art. 8 Abs. 4 UAbs. 1 lit. a) – d) MAR erfüllen. Die Eigenschaft als Sekundärinsider nach Art. 8 Abs. 4 UAbs. 2 MAR setzt hingegen voraus, dass die Person, die Insiderinformationen besitzt, weiß oder wissen musste, dass es sich bei den Informationen um Insiderinformationen handelt. Zweck dieser Differenzierung ist, dass grundsätzlich nur diejenigen Personen dem Insiderverbot unterliegen sollen, die Insiderinformationen als solche erkennen und sich entsprechend verhalten können. Bei Primärinsidern geht der europäische Gesetzgeber folglich davon aus, dass die Insiderinformationen als solche erkennen können und mit diesen entsprechend umgehen⁹⁷⁵.

a) Primär- und Sekundärinsider

Art. 8 Abs. 4 UAbs. 1 MAR zählt unter lit. a) – d) vier Fälle auf, in denen eine Person als Primärinsider gilt, wobei stets eine Kausalität zwischen der Ausübung einer Funktion oder eines Berufes und der Kenntniserlangung von der Insiderinformation gefordert wird⁹⁷⁶. Art. 8 Abs. 4 UAbs. 1 lit. a) MAR erfasst Personen, die über Insiderinformationen verfügen, weil sie

⁹⁷³ Erwägungsgrund Nr. 23 zur MAR; Assmann/Schütz/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 234; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 23; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 21; Assmann/Schneider/Mülbart/*Assmann*, (EU) Nr. 596/2014 Art. 10 Rn. 12a, 15.

⁹⁷⁴ Erwägungsgrund Nr. 49 zur MAR; Assmann/Schütz/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 234.

⁹⁷⁵ Klöhn/Klöhn, Art. 8 Rn. 16.

⁹⁷⁶ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 139; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014, Art. 8 Rn. 13; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 121.

dem Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan des Emittenten oder des Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate angehören. Erfasst werden nach dem Wortlaut der Vorschrift jedoch nur solche Informationen, von denen die betreffende Person gerade aufgrund ihrer Zugehörigkeit zu dem Organ Kenntnis erlangt hat⁹⁷⁷. Wenn die Kenntnisnahme auf einem anderen Weg erfolgt, begründet dies keine Eigenschaft als Primärinsider im Sinne des Art. 8 Abs. 4 lit. a) MAR. Eine fehlerhafte Bestellung als Organ ist für die Stellung als Primärinsider unschädlich, da auch diese Personen über einen privilegierten Zugang zu Insiderinformationen verfügen⁹⁷⁸.

Art. 8 Abs. 4 lit. b) MAR erfasst den Fall, dass Personen aufgrund ihrer Beteiligung am Kapital eines Emittenten oder eines Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate Insiderinformationen erlangen. Auch in diesem Fall muss die kapitalmäßige Beteiligung kausal für die Informationserlangung sein, was bei Kleinanlegern regelmäßig nicht der Fall sein dürfte⁹⁷⁹. Erfasst werden auch mittelbar gehaltene Beteiligungen, etwa über eine Holding-Gesellschaft, da auch diese über einen privilegierten Zugang zu Informationen verfügen und das Insiderrecht andernfalls zu leicht umgangen werden könnte⁹⁸⁰.

Die dritte Variante in Art. 8 Abs. 4 lit. c) MAR erfasst alle Personen, die aufgrund der Ausübung einer Arbeit oder eines Berufs oder der Erfüllung von Aufgaben Zugang zu den betreffenden Informationen haben. Voraussetzung ist ein Ursachenzusammenhang zwischen dem Beruf, der Tätigkeit oder der Aufgabe und der Erlangung der Information. Demnach gilt auch hier, dass die Person von der Information gerade aufgrund ihres Berufes, ihrer Tätigkeit oder ihrer Aufgabe Kenntnis erlangt haben muss.

Nach der überwiegenden Ansicht in der Literatur fallen darunter auch Personen, die im Rahmen ihrer Tätigkeit zufällig von Insiderinformationen Kenntnis erlangen⁹⁸¹. Begründet wird dies

⁹⁷⁷ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 140; Klöhn/Klöhn, Art. 8 Rn. 21; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 231.

⁹⁷⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 20; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 122 a.A. Meyer/Veil/Rönnau/Veil, § 7 Rn. 17, mit Verweis auf das strafrechtliche Analogieverbot.

⁹⁷⁹ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 141; Klöhn/Klöhn, Art. 8 Rn. 23; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 20; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 232.

⁹⁸⁰ Klöhn/Klöhn, MAR; Art. 10 Rn. 24; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 124; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 22 jedenfalls sofern die Vorschaltgesellschaft nur zu Umgehungszwecken besteht; ähnlich: Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 232.

⁹⁸¹ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 26; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 126; Klöhn/Klöhn, Art. 8 Rn. 27; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 234, mit Einschränkung

mit einer Änderung des Wortlauts des Art. 8 Abs. 4 lit. c) MAR, welcher im Gegensatz zur alten Regelung im WpHG nicht mehr von einer bestimmungsgemäßen Informationserlangung spricht. Ferner ist eine trennscharfe Abgrenzung ohnehin kaum möglich, da gerade im Hinblick auf den Zeitpunkt jede Kenntnisnahme mehr oder weniger zufällig erfolgt⁹⁸². Um einen möglichst umfangreichen Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu erreichen, erfasst Art. 10 Abs. 4 lit. c) MAR daher jede Erlangung von Insiderwissen, die im Zuge der beruflichen Tätigkeit erworben worden ist. Dies kann sowohl unternehmensinterne als auch unternehmens-externe Personen betreffen.

Insbesondere Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwälte und Unternehmensberater sind regelmäßig Primärsider, wobei es unerheblich ist, ob die Person in einem Vertrags- oder einem anderen Verhältnis zum Emittenten steht. Daher können auch Journalisten oder Analysten Primärsider werden, wenn sie ihm Rahmen von beruflichen Gesprächen, Interviews oder sonstigen Recherchen Insiderinformationen erlangen⁹⁸³. Auch eine rein zufällige Kenntnisnahme etwa eines Taxifahrers, der das Gespräch eines Fahrgastes hört, lässt ihn zum Primärsider werden⁹⁸⁴.

Schließlich erfasst Art. 8 Abs. 4 lit. c) MAR die Erlangung von Insiderinformationen durch die Beteiligung an kriminellen Handlungen, wobei nach europarechtskonformer Auslegung die Beteiligung an einer Ordnungswidrigkeit bereits ausreichend ist⁹⁸⁵. Keine kriminellen Handlungen in diesem Sinn sind Verstöße gegen interne Unternehmensvorschriften⁹⁸⁶. Dabei ist zu bedenken, dass auch die Begehung oder die Vorbereitung einer Straftat selbst eine Insiderinformation darstellen kann. Demnach können Insiderinformationen durch kriminelle Handlungen erlangt

bei widerrechtlicher Informationserlangung **a.A.** Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 142; Meyer/Veil/Rönnau/*Veil*, § 7 Rn. 19.

⁹⁸² Ähnlich: Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 26.

⁹⁸³ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 143; Klöhn/Klöhn, Art. 8 Rn. 28; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014, Art. 8 Rn. 28; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 129; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 233.

⁹⁸⁴ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 143; Klöhn/Klöhn, Art. 8 Rn. 27; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 26; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 126.

⁹⁸⁵ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 145; Klöhn/Klöhn, Art. 8 Rn. 29; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 29; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 238 **a.A.** wohl: Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 131, die ausdrücklich nur von Straftaten sprechen.

⁹⁸⁶ Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 29.

werden, wenn sie entweder bereits existieren oder durch die kriminelle Handlung selbst geschaffen werden, wie bei den Anschlägen auf das World Trade Center am 11. September 2001⁹⁸⁷.

Sekundärinsider sind nach Art. 8 Abs. 4 UAbs. 2 MAR Personen, die Insiderinformationen „unter anderen Umständen als nach UAbs. 1“ besitzen⁹⁸⁸. Dieser Begriff umfasst Personen, die eine Insiderinformation erlangt haben, ohne Primärinsider nach Art. 8 Abs. 4 UAbs. 1 MAR zu sein. Allerdings wird eine Person nach Art. 8 Abs. 4 UAbs. 2 MAR nur dann zum Sekundärinsider, wenn sie „weiß oder wissen müsste, dass es sich dabei um Insiderinformationen handelt“.

Demnach ist eine Stellung als Sekundärinsider bereits dann zu bejahen, wenn die Person einfach fahrlässig verkennt, dass es sich bei der Information, die sie besitzt, um eine Insiderinformation handelt⁹⁸⁹. Zur Ermittlung der Kenntnis oder fahrlässigen Unkenntnis ist eine Parallelwertung in der (juristischen) Laiensphäre vorzunehmen, wobei eine juristisch korrekte Subsumtion unter Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR nicht erforderlich ist⁹⁹⁰. Ausreichend ist, dass der Täter erkannt hat, dass er aufgrund seines besonderen Wissens, welches nicht jedem Kapitalmarktteilnehmer zur Verfügung steht, über eine besondere Arbitragemöglichkeit verfügt⁹⁹¹. Die Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsidern hat in der MAR keine nennenswerte Bedeutung, da die Sanktionsnormen §§ 119, 120 WpHG keine Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsidern vornehmen⁹⁹².

b) Zurechnung des Handelns natürlicher Personen

Es stellt sich allerdings die Frage, in welchem Umfang sich juristische Personen das Handeln von natürlichen Personen, beginnend bei ihren Organvertretern bis hin zu einfachen Mitarbei-

⁹⁸⁷ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 29; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 235.

⁹⁸⁸ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 146.

⁹⁸⁹ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 146; Klöhn/Klöhn, Art. 8 Rn. 34; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014, Art. 8 Rn. 32; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 132; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 238.

⁹⁹⁰ Klöhn/Klöhn, Art. 8 Rn. 31; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 31; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 238.

⁹⁹¹ Klöhn/Klöhn, Art. 8 Rn. 32; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 31.

⁹⁹² Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 6, 67; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 10; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grietze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 3; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 92; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 8.

tern, zurechnen lassen müssen. Diese Frage ist insbesondere für die Weitergabe von Insiderinformationen durch journalistische Quellen von Bedeutung, da es für die Frage der Rechtmäßigkeit der Offenlegung relevant ist, ob die Offenlegung gegenüber dem Journalisten durch den Emittenten oder durch einen Dritten erfolgt ist⁹⁹³. Dazu lassen sich in der MAR, in ihren Erwägungsgründen und in der Marktmissbrauchsrichtlinie 2014/57/EU verschiedene Ansatzpunkte finden.

aa) Rechtliche Anknüpfungspunkte

Die MAR selbst enthält zunächst keine Erläuterungen dazu, in welchem Umfang juristischen Personen das Handeln natürlicher Personen zugerechnet werden soll. In Erwägungsgrund Nr. 40 zur MAR hat der europäische Gesetzgeber ausgeführt, dass sowohl juristische Personen als auch natürliche Personen haftbar gemacht werden sollen, wenn sie an der Beschlussfassung der juristischen Person beteiligt waren. In Erwägungsgrund Nr. 30 S. 3 zur MAR heißt es: „Haben juristische Personen alle geeigneten Maßnahmen ergriffen, um Marktmissbrauch zu verhindern, begehen jedoch dessen ungeachtet von ihnen beschäftigte natürliche Personen im Namen der juristischen Person Marktmissbrauch, so sollte dies nicht als ein Marktmissbrauch durch die juristische Person gelten.“

Die Erwägungsgründe Nr. 30 S. 3 und 40 zur MAR legen nahe, dass auch juristische Personen selbst Insiderdelikte durch die bei ihnen beschäftigten natürlichen Personen begehen können. Zumindest im deutschen Recht gilt jedoch der Grundsatz *„Societas delinquere non potest“*⁹⁹⁴, worauf die MAR, beispielsweise durch ihren Verweis auf das nationale Recht in Art. 10 Abs. 5 MAR⁹⁹⁵ und Erwägungsgrund Nr. 40 Rücksicht nimmt.

Allerdings sollten juristische Personen nach diesem Erwägungsgrund auch wenn sie nach nationalem Recht nicht Täter des Insiderdeliktes sind, für dieses haftbar gemacht werden⁹⁹⁶. In Art. 8 Abs. 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie⁹⁹⁷, welche Mindestvorschriften für die strafrechtliche

⁹⁹³ C.II.4 Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Medien.

⁹⁹⁴ Deutsch: *Eine Gesellschaft kann kein Unrecht/Strafrecht begehen.*

⁹⁹⁵ Dieser befasst sich mit dem umgekehrten Fall, dass einer natürlichen Person die Insidereigenschaft einer juristischen Person zugerechnet werden soll. Auf Art. 8 Abs. 5 MAR wird in Art. 10 Abs. 1 UAbs. 2 MAR jedoch nicht verwiesen.

⁹⁹⁶ So auch Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 105; Der von der Eigenschaft des Verbands als Sanktionsadressat in Abgrenzung zur Täterschaft spricht.

⁹⁹⁷ Marktmissbrauchsrichtlinie 2014/57/EU über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie).

Sanktionierung von Insiderdelikten vorgibt⁹⁹⁸, werden die Mitgliedsstaaten verpflichtet, die erforderlichen Maßnahmen zu treffen, „um sicherzustellen, dass juristische Personen zur Verantwortung gezogen werden können, wenn mangelnde Überwachung oder Kontrolle durch eine Person im Sinne des Absatzes 1 es einer ihr unterstellten Person ermöglicht hat, eine der in den Artikeln 3 bis 6 genannten Straftaten zugunsten der juristischen Person zu begehen.“

Personen im Sinne des Absatzes 1 sind solche, die entweder allein oder als Teil eines Organs der juristischen Person gehandelt haben und aufgrund bestimmter Befugnisse eine leitende Stellung innerhalb der juristischen Person innehaben. Sie müssen entweder zur Vertretung der juristischen Person befugt sein (lit. a), Entscheidungen im Namen der juristischen Person treffen können (lit. b) oder eine Kontrollbefugnis innerhalb der juristischen Person innehaben (lit. c). Diese Vorgaben wurden durch § 30 Abs. 1 OWiG größtenteils in deutsches Recht umgesetzt⁹⁹⁹.

Eine wichtige Abweichung besteht jedoch bei der Zielrichtung der Person, die ein Insiderdelikt begeht. Sowohl nach Art. 8 Abs. 1 als auch nach Art. 8 Abs. 2 Marktmissbrauchsrichtlinie können juristische Personen nur dann für Insiderdelikte verantwortlich gemacht werden, wenn diese zu ihren Gunsten begangen wurden. Eine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen zu Gunsten des Emittenten dürfte jedoch nicht der Regelfall sein. Vielmehr wird regelmäßig derjenige begünstigt, der durch die Offenlegung in den Kreis der Insider aufgenommen wird und die Information ggf. wirtschaftlich verwertet. § 30 Abs. 1 OWiG lässt hingegen schon die Verletzung einer Pflicht, welche die juristische Person oder Personenvereinigung trifft, ausreichen und nennt die Bereicherung der juristischen Person oder Personenvereinigung lediglich als weitere Tatbestandsalternative. Somit geht die Umsetzung in § 30 Abs. 1 OWiG über die Mindestanforderung in Art. 8 Marktmissbrauchsrichtlinie hinaus.

Eine weitere Abweichung besteht im Hinblick auf den Kreis der Personen, deren Handlungen dem Emittenten zugerechnet werden können. Art. 8 Abs. 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie rechnet nicht nur das Handeln der Organmitglieder und Beschäftigten in herausragender Stellung zu - wie sinngemäß auch § 30 Abs. 1 OWiG -, sondern auch das Handeln von ihnen unterstellten Personen, sofern deren Insiderdelikte durch mangelnde Überwachung oder Kontrolle der Organmitglieder oder Beschäftigten in herausragender Stellung ermöglicht worden sind und zugunsten der juristischen Person begangen wurden.

⁹⁹⁸ Vgl. Art. 1 Abs. 1 Marktmissbrauchsrichtlinie 2014/57/EU.

⁹⁹⁹ Seibt/Buck-Heeb/Hamos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 105.

Eine ähnliche Regelung findet sich in § 130 Abs. 1 S. 1 OWiG, wonach der Inhaber eines Betriebes oder eines Unternehmens ordnungswidrig handelt, wenn er vorsätzlich oder fahrlässig die Aufsichtsmaßnahmen unterlässt, die erforderlich sind, um in dem Betrieb oder Unternehmen Zuwiderhandlungen gegen Pflichten zu verhindern, die den Inhaber betreffen¹⁰⁰⁰ und deren Verletzung mit Strafe oder Geldbuße bedroht ist, wenn eine solche Zuwiderhandlung begangen wird, die durch gehörige Aufsicht verhindert oder wesentlich erschwert worden wäre.

Zu diesen Aufsichtsmaßnahmen gehört gem. § 130 Abs. 1 S. 2 OWiG auch die Bestellung, sorgfältige Auswahl und Überwachung von Aufsichtspersonen. § 9 Abs. 1 OWiG dehnt den Anwendungsbereich auch auf vertretungsberechtigte Organe oder Gesellschafter aus. Die von Art. 8 Abs. 1 lit. c) Marktmissbrauchsrichtlinie ebenfalls erfassten Personen, die eine Kontrollbefugnis innerhalb der juristischen Person ausüben und nicht auch gleichzeitig eine Vertretungsbefugnis für die juristische Person haben, werden durch § 9 Abs. 1 OWiG jedoch nicht erfasst¹⁰⁰¹.

bb) Verhältnis von Marktmissbrauchsrichtlinie und nationalem Recht

Es stellt sich daher die Frage, ob der Umfang der Zurechnung des Handelns natürlicher Personen zu Lasten eines Emittenten sich vor allem nach den Kriterien des Art. 8 Abs. 2 Marktmissbrauchsrichtlinie bestimmt oder nach den nationalen Zurechnungsregeln. Erwägungsgrund Nr. 20 zur Marktmissbrauchsrichtlinie stellt klar, dass es sich bei dieser lediglich um Mindestanforderungen an das nationale Recht handelt und es den Mitgliedsstaaten daher freisteht, strengere Bestimmungen einzuführen oder beizubehalten, wobei sich dieser Erwägungsgrund dem Wortlaut nach auf die Sanktionierungen von Marktmissbrauch bezieht und nicht auf die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen. In Erwägungsgrund Nr. 18 S. 3 zur Marktmissbrauchsrichtlinie heißt es: „Mitgliedsstaaten sollten, soweit ihr nationales Recht eine strafrechtliche Verantwortlichkeit von juristischen Personen vorsieht, gegebenenfalls diese strafrechtliche Verantwortlichkeit im Einklang mit ihrem nationalen Recht auf die in dieser Richtlinie genannten Straftatbestände ausdehnen“.

¹⁰⁰⁰ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 39 hält § 130 Abs. 1 S. 2 OWiG bei Verstößen gegen Art. 10 MAR für nicht einschlägig, da es sich dabei um einen Verstoß gegen ein jedermann treffendes Verbot handelt und nicht um ein solches, welches den Inhaber des Betriebes oder des Unternehmens im Besonderen trifft.

¹⁰⁰¹ So auch: Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 107.

Da das deutsche Recht kein Unternehmensstrafrecht kennt - *Societas delinquere non potest* -, sondern das Unternehmen lediglich in seiner Eigenschaft als Verbotsadressat sanktioniert¹⁰⁰², findet diese Erwägung auf das deutsche Strafrecht keine Anwendung. Allerdings wird im darauffolgenden Satz klargestellt, dass die Marktmissbrauchsrichtlinie die Mitgliedsstaaten nicht daran hindern sollte, endgültige Entscheidungen über eine Verantwortlichkeit oder Sanktion zu treffen. Nach Erwägungsgrund Nr. 5 zur MAR soll diese eine einheitliche Auslegung des Regelwerks der Union zum Marktmissbrauch durch in allen Mitgliedsstaaten geltende Regeln sicherstellen. Insbesondere sollen voneinander abweichende nationale Umsetzungen einer Richtlinie vermieden werden, um einheitliche Bedingungen in der Union zu gewährleisten.

Letztlich soll die MAR daher zur Folge haben, dass „in der gesamten Union alle natürlichen und juristischen Personen die gleichen Regeln zu befolgen haben“. Diese Zielsetzung lässt gerade keinen Raum für die gerade beschriebenen Abweichungen bei der Handlungszurechnung in Art. 8 Marktmissbrauchsrichtlinie und §§ 9, 30 Abs. 1, 130 Abs. 1, 2 OWiG, welche sinngemäß auch in anderen Rechtsordnungen der Mitgliedsstaaten zu finden sind¹⁰⁰³. Zwar verweist Art. 8 Abs. 5 MAR für den umgekehrten Fall, also die Sanktionierung von natürlichen Personen für Insiderdelikte von juristischen Personen, auf das nationale Recht, jedoch wird in Art. 10 Abs. 1 UAbs. 2 MAR lediglich auf Art. 8 Abs. 4 MAR und gerade nicht auch auf Art. 8 Abs. 5 MAR verwiesen. Somit ist davon auszugehen, dass die Zurechnung des Verhaltens von natürlichen Personen zu Lasten von juristischen Personen einheitlich und damit unabhängig von nationalem Recht zu bestimmen ist¹⁰⁰⁴.

cc) Kriterien für die Zurechnung

Letztlich sind aus diesen verschiedenen Wertungen und Rechtsquellen einheitliche Kriterien für die Zurechnung der Handlungen natürlicher Personen zu Lasten juristischer Personen zu bilden. Der überwiegende Teil der Literatur kommt zu dem Ergebnis, dass sich eine juristische Person das Handeln aller natürlichen Personen zurechnen lassen muss, die ihrer Organisationsherrschaft unterliegen – also sowohl der Mitglieder von Leitungs- und Kontrollorganen bis hin

¹⁰⁰² Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Nietsch*, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 105.

¹⁰⁰³ Dazu: *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203 (210).

¹⁰⁰⁴ Im Ergebnis auch: Klöhn/*Klöhn*, Art. 8 Rn. 86; Schwark/*Zimmer/Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 9 Rn. 18.

zu sämtlichen Arbeitnehmern -, sofern ein hinreichender Bezug zum Tätigkeitsbereich der juristischen Person vorliegt¹⁰⁰⁵. Diese sehr weite Ausdehnung auf sämtliche Personen, die der Organisationsherrschaft der juristischen Person unterliegen, wird sowohl durch Art. 8 Abs. 2 Marktmissbrauchsrichtlinie als auch durch Erwägungsgrund Nr. 30 S. 3 zur MAR gestützt. Diese stellen jeweils Anforderungen an die juristische Person, um eine grundsätzlich erfolgende Zurechnung des Handels der unter ihrer Organisationsherrschaft stehenden natürlichen Personen zu vermeiden, was voraussetzt, dass eine solche Zurechnung überhaupt möglich ist¹⁰⁰⁶.

Allerdings ist diese sehr weite Zurechnung zu Lasten juristischer Personen sachgerecht einzugrenzen¹⁰⁰⁷. Andernfalls wären Emittenten, die beispielsweise über mehr als hunderttausend Mitarbeiter in den verschiedensten Ländern verfügen, einem für sie nicht mehr kontrollierbaren Haftungsrisiko ausgesetzt. Sinn und Zweck der Zurechnung des Handelns natürlicher Personen zu Lasten einer juristischen Person ist es, einen möglichst starken Anreiz für juristische Personen zu setzen, organisatorische Vorkehrungen in Form von Überwachungs- und Kontrollmechanismen zu schaffen, um Insiderdelikte möglichst zu verhindern¹⁰⁰⁸.

Die Literatur will einer juristischen Person das Verhalten einer ihrer Organisationsherrschaft unterstellten natürlichen Person daher nur dann zurechnen, wenn dieses einen Bezug zum Tätigkeitsbereich der juristischen Person aufweist¹⁰⁰⁹. Zur Konkretisierung dieses Personenkreises wird auf Art. 9 Abs. 1 lit. a) MAR Bezug genommen, welcher die Zurechnung der Kenntnis von Insiderinformationen auf Personen beschränkt, die im Auftrag des Emittenten den Beschluss fassen, ein Finanzinstrument zu erwerben oder zu veräußern oder Personen, die auf die beschlussfassenden Personen Einfluss nehmen können¹⁰¹⁰.

Diese Vorschrift stellt eine Ausnahme des vom EuGH in seiner Spector-Photo-Group-Entscheidung entwickelten Grundsatzes dar, wonach widerleglich vermutet wird, dass derjenige, der

¹⁰⁰⁵ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Kulenkamp/v. Bonin*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 21; Klöhn/*Klöhn*, Art. 10 Rn. 34; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 3, Art. 9 Rn. 18 **a.A.**

Meyer/Veil/Rönnau/*Meyer*, § 8 Rn. 32, der insbesondere auf eine mangelnde Kontrolle durch Führungs- oder Aufsichtspersonen abstellt, die eine unrechtmäßige Offenlegung ermöglicht hat.

¹⁰⁰⁶ Klöhn/*Klöhn*, Art. 8, Rn. 89, 90; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 9 Rn. 18.

¹⁰⁰⁷ Klöhn/*Klöhn*, Art. 8, Rn. 91 mit Beispiel; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 9 Rn. 19.

¹⁰⁰⁸ Klöhn/*Klöhn*, Art. 8, Rn. 93.

¹⁰⁰⁹ Klöhn/*Klöhn*, Art. 8, Rn. 93, Art. 10, Rn. 34; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 9 Rn. 18; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 134; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Kulenkamp/v. Bonin*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 21.

¹⁰¹⁰ Schwark/Zimmer/*Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 9 Rn. 19; Klöhn/*Klöhn*, Art. 8, Rn. 93.

zum Zeitpunkt des Handels mit einem Finanzprodukt über Insiderinformationen verfügt, diese zum Handel nutzt¹⁰¹¹. In Bezug auf die Zurechnung von Insiderhandel nach Art. 8, 14 lit. a) MAR wird dem Emittenten der private Insiderhandel von Beschäftigten nicht zugerechnet, da dieser durch den Emittenten nicht wirksam kontrolliert oder verhindert werden kann. Eine Zurechnung erfolgt nur, wenn der Insiderhandel im Zuge der Aufgabenerfüllung für die juristische Person vorgenommen wird¹⁰¹².

Diese Einschränkung der Zurechnung von Insiderhandel überzeugt. Allerdings kann diese Vorschrift für die Zurechnung der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen nur ein Anhaltspunkt sein, da Art. 9 Abs. 1 - 5 MAR dem Wortlaut nach lediglich regeln soll, wann eine juristische Person Insidergeschäfte getätigt hat. Auf die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen wird hingegen kein Bezug genommen. Als weiteres Argument wird ein Umkehrschluss aus dem Erwägungsgrund Nr. 30 S. 3 zur MAR angeführt. Erwägungsgrund Nr. 30 S. 2 zur MAR lautet wie bereits erwähnt: „Haben juristische Personen alle geeigneten Maßnahmen ergriffen, um Marktmissbrauch zu verhindern, begehen jedoch dessen ungeachtet von ihnen beschäftigte natürliche Personen im Namen der juristischen Person Marktmissbrauch, so sollte dies nicht als ein Marktmissbrauch durch die juristische Person gelten.“

Aus diesem Erwägungsgrund wird zum einen der Rückschluss gezogen, dass die natürliche Person „im Namen der juristischen Person“ handeln müsse und daher nur Handlungen zugerechnet werden könnten, die in „dienstlicher“ Eigenschaft vorgenommen wurden und nicht auch solche privater Natur¹⁰¹³. Zum anderen wird aus Erwägungsgrund Nr. 30 S. 3 zur MAR gefolgert, dass die dort angesprochenen geeigneten Maßnahmen der juristischen Person zur Verhinderung von Marktmissbrauch sich nur auf den Tätigkeitsbereich der juristischen Person erstrecken können und nicht auch auf sonstige Betätigungsbereiche der natürlichen Personen¹⁰¹⁴.

Dies überzeugt insoweit, als die juristische Person kaum (legale) Möglichkeiten hat, das private Verhalten der natürlichen Personen, die ihrer Organisationsherrschaft unterliegen, zu kontrollieren oder gar zu steuern. Eine Zurechnung auch solcher Handlungen ohne einen Bezug zum

¹⁰¹¹ EuGH, Urteil vom 23. Dezember 2009 – C-45/ 08 Rn. 62 = NZG 2010, 107 (111).

¹⁰¹² Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 9 Rn. 19; Klöhn/Klöhn, Art. 9, Rn. 32.

¹⁰¹³ Klöhn/Klöhn, Art. 8, Rn. 93.

¹⁰¹⁴ Klöhn/Klöhn, Art. 8, Rn. 93.

Tätigkeitsbereich einer juristischen Person kämen vielmehr einer Zufallshaftung gleich und würden den Zweck der Zurechnung, also die Etablierung von Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen zur Verhinderung von Insiderdelikten, nicht fördern können.

Allerdings verkennt diese Ansicht die zentrale Aussage des Erwägungsgrundes Nr. 30 S. 3 MAR, wonach sich eine juristische Person das Handeln natürlicher Personen, die in ihrem Namen – also mit hinreichendem Bezug zu ihrem Tätigkeitsbereich – handeln, dann *nicht* zurechnen lassen muss, wenn die juristische Person alle geeigneten Maßnahmen ergriffen hat, um Marktmissbrauch zu verhindern und die natürliche Person dennoch, „dessen ungeachtet“ Marktmissbrauch im Namen der juristischen Person begeht.

Demnach will der europäische Gesetzgeber juristischen Personen gerade nicht jedes Handeln der seiner Organisationsherrschaft unterstellten natürlichen Personen mit Bezug zum Tätigkeitsbereich der juristischen Person zurechnen, sondern dieser vielmehr eine Möglichkeit geben, sich durch das Ergreifen geeigneter Maßnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch und anderen Insiderdelikten von einer Haftung zu befreien. Dieser Gedanke wird auch in Art. 8 Abs. 2 Marktmissbrauchsrichtlinie deutlich, der für die Zurechnung des Verhaltens von natürlichen Personen gerade auf eine Ermöglichung durch mangelnde Überwachung oder Kontrolle durch eine Person, die die juristische Person repräsentiert, abstellt¹⁰¹⁵.

Dies überzeugt vor allem mit Blick auf den Sinn und Zweck der Zurechnung des Verhaltens natürlicher Personen, da gerade die Möglichkeit, sich durch die Schaffung von funktionierenden Überwachungs- und Kontrollmechanismen von einer Zurechnung von Insiderdelikten zu befreien, einen starken Anreiz setzt, solche Überwachungs- und Kontrollmechanismen einzuführen und auch konsequent anzuwenden. Wenn es hingegen, wie nach dem Ergebnis der in der Literatur vertretenen Ansicht, für die Zurechnung der Handlung der natürlichen Person gar nicht darauf ankommt, ob funktionierende Überwachungs- und Kontrollmechanismen durch die juristische Person bestanden haben, ist der Anreiz diese zu schaffen und anzuwenden ungleich geringer.

Neben mangelnden Überwachungs- und Kontrollmechanismen nennt Art. 8 Abs. 2 MAR als weitere Voraussetzung für eine Zurechnung des Handelns natürlicher Personen, dass das durch

¹⁰¹⁵ Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 32, ebenfalls unter Verweis auf den Wortlaut des Art. 8 Abs. 2 Marktmissbrauchsrichtlinie.

sie begangene Insiderdelikt zugunsten der juristischen Person begangen worden ist, der es zugerechnet werden soll. Diese Voraussetzung ist jedoch, insbesondere bei der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen¹⁰¹⁶, regelmäßig nicht erfüllt. Deutlich relevanter und für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes gefährlicher sind Fälle, in denen Beschäftigte einer juristischen Person, gegebenenfalls unter Umgehung der bestehenden Kontroll- und Überwachungsmechanismen, Insiderinformationen aus ihrer beruflichen Tätigkeit offenlegen und diese anschließend wirtschaftlich genutzt werden. Ausgerechnet in diesem Fall eine Zurechnung der Offenlegung zu Lasten der juristischen Person auszuschließen, nur weil diese selbst nicht von der Offenlegung profitiert, ist nicht nachvollziehbar¹⁰¹⁷. Gerade bei dieser besonders gefährlichen Konstellation sollten juristische Personen durch die für sie drohende Haftung dazu gebracht werden, Maßnahmen zu treffen, um solche Offenlegungen zu unterbinden. Nach der in der Literatur vertretenen Ansicht soll der Zweck der Handlung, also konkret der Offenlegung der Insiderinformation, als Kriterium für die Frage dienen, ob ein hinreichender Bezug zum Tätigkeitsbereich der juristischen Person besteht¹⁰¹⁸.

Im Ergebnis sind damit die Kriterien der Literatur welche fordert, dass die natürliche Person der Organisationsherrschaft der juristischen Person unterliegt (1) und ein hinreichender Bezug zum Tätigkeitsbereich der juristischen Person vorliegt (2), um ein weiteres Merkmal, der unzureichenden Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen durch die juristische Person (3) zu ergänzen.

3. Unrechtmäßigkeit der Offenlegung

Für die Anwendung des Verbotes der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen auf die journalistische Praxis ist es von entscheidender Bedeutung, ob die Offenlegung der Insiderinformation rechtmäßig oder unrechtmäßig erfolgt. Sofern es sich um eine rechtmäßige Offenlegung einer Insiderinformation handelt, ist das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen schon nicht einschlägig, weshalb es dann auf die Anwendung des Art. 21 MAR nicht mehr ankommt.

¹⁰¹⁶ Auf welche Art. 8 Abs. 2 Marktmissbrauchsrichtlinie durch Verweis auf Art. 4 Abs. 2 Marktmissbrauchsrichtlinie Bezug nimmt.

¹⁰¹⁷ Im Ergebnis auch: Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Nietsch, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 106; Schwark/Zimmer/Kumpfan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 9 Rn. 21; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 66.

¹⁰¹⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 8, Rn. 94.

Zudem stellt sich die Frage, wie sich die Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit nach Art. 21 MAR auf eine unrechtmäßige Offenlegung einer Insiderinformation durch eine journalistische Quelle gegenüber einem Journalisten auswirkt. Im Folgenden wird daher zunächst dargestellt, unter welchen Voraussetzungen die Offenlegung einer Insiderinformation überhaupt als unrechtmäßig einzustufen ist. Anschließend wird ausführlich darauf eingegangen, unter welchen Voraussetzungen eine solche Offenlegung gegenüber einem Journalisten rechtmäßig erfolgt sowie auf die Rechtmäßigkeit der Offenlegung von Insiderinformationen durch Publikation in den Medien.

Die Offenlegung von Insiderinformationen ist gemäß Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 i.V.m. Art. 14 lit. c) MAR nur strafbar, wenn sie unrechtmäßig erfolgt. Dadurch soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass es ein berechtigtes Interesse, wie zwingende betriebliche oder unternehmerische Gründe, für die Offenlegung von Insiderinformationen geben kann¹⁰¹⁹. Solche können beispielsweise die Einholung von anwaltlichem Rat oder die gemeinsame Recherche an einem Artikel durch mehrere Journalisten sein. In Erwägungsgrund Nr. 35 zur MAR stellt der europäische Gesetzgeber deshalb klar, dass die Offenlegung von Insiderinformationen durch eine Person als rechtmäßig betrachtet werden soll, wenn sie im Zuge der normalen Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder der normalen Erfüllung ihrer Aufgaben handelt. Die Unrechtmäßigkeit der Offenlegung der Insiderinformation stellt dabei ein strafbegründendes Tatbestandsmerkmal dar und kein allgemeines Verbrechenmerkmal, welches erst auf Rechtsfertigungsebene zu berücksichtigen wäre¹⁰²⁰.

a) Grøngaard und Bang-Entscheidung

Für die Auslegung des Verbots der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen hat der EuGH in seiner Grøngaard und Bang-Entscheidung¹⁰²¹ einige grundlegende Kriterien aufgestellt. Die Entscheidung bezieht sich auf Art. 3 lit. a) der EG-Insider-Richtlinie¹⁰²², welche die Vorgängerregelung für die bereits erwähnte Marktmissbrauchs-RL¹⁰²³ war. Art. 3 lit. a) der EG-Insider-Richtlinie verbot eine Weitergabe von Insiderinformationen an einen Dritten durch

¹⁰¹⁹ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.4.2 Unrechtmäßig, S. 63; Assmann/Schütz/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 241; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Kulenkamp/v.Bonin*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 11; Klöhn/*Klöhn*, Art. 10 Rn. 35, 36; Meyer/Veil/Rönnau/*Meyer*, § 8 Rn. 17; Ellenberger/*Bunte/Kumpan/Hopt*, § 86 Rn. 104.

¹⁰²⁰ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 242; Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 72.

¹⁰²¹ EuGH, Urteil vom 22. November 2005, Rs. C-384/02 = WM 2006, 612 – 616.

¹⁰²² Richtlinie 89/592/EEG.

¹⁰²³ Richtlinie 2003/6/EG.

Insider, „soweit dies nicht in einem normalen Rahmen in Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder in Erfüllung ihrer Aufgaben geschieht“.

Hintergrund der Entscheidung war, dass ein Arbeitnehmervertreter im Verwaltungsrat einer Gesellschaft in dieser Funktion Insiderinformationen erhalten hatte und diese an den Vorsitzenden einer Arbeitnehmerorganisation weitergegeben hatte. Bei der Gesellschaft handelte es sich um ein großes börsennotiertes Finanzinstitut, die RealDanmark. Der Arbeitnehmervertreter erfuhr im Rahmen einer außerordentlichen Sitzung des Verwaltungsrates der RealDanmark, dass diese Fusionsverhandlungen mit einem anderen großen dänischen Finanzinstitut, der Danske Bank, aufgenommen hatte. Diese Information gab der Arbeitnehmervertreter an den Vorsitzenden der Finansforbund Gewerkschaft weiter, für welche der Arbeitnehmervertreter auch in weiteren Ausschüssen der RealDanmark saß. Der Vorsitzende der Gewerkschaft beriet sich anschließend mit seinen zwei Stellvertretern und einem Mitarbeiter seines Sekretariats, wobei er auch von den Fusionsplänen der beiden Finanzinstitute berichtete. Der Mitarbeiter des Sekretariats des Gewerkschaftsvorsitzenden kaufte daraufhin Aktien der RealDanmark im Wert von 48.000,00 €.

Etwa einen Monat später wurde der Arbeitnehmervertreter in den entsprechenden Gremien der RealDanmark über die Einzelheiten der Fusion, insbesondere den konkreten Zeitplan und den zu erwarteten Kursanstieg, in Kenntnis gesetzt. Auch diese Informationen diskutierte der Arbeitnehmervertreter mit dem Vorsitzenden der Gewerkschaft, welcher diese Informationen wiederum mit seinem Sekretariat teilte. Daraufhin kaufte der Mitarbeiter des Sekretariats des Gewerkschaftsvorsitzenden erneut Aktien der RealDanmark im Wert von 214.000,00 €. Nach öffentlicher Bekanntgabe der Fusion stieg der Kurs der Aktie der RealDanmark um 65 %, wodurch der Sekretariatsmitarbeiter bei Verkauf seiner Aktien einen Gewinn von etwa 180.000,00 € erzielen konnte. Gegenstand der Entscheidung war nun eine Strafbarkeit des Arbeitnehmervertreters und des Gewerkschaftsvorsitzenden wegen der Weitergabe der Insiderinformationen¹⁰²⁴.

Zunächst führt der EuGH aus, dass der Sinn und Zweck des Weitergabeverbotes darin bestehe, die Zahl an Personen, die über Insiderinformationen verfügen, zu begrenzen¹⁰²⁵, wobei dieses Verbot bei der Weitergabe durch eine Person in einem normalen Rahmen, in Ausübung ihrer

¹⁰²⁴ EuGH, Urteil vom 22. November 2005, Rs. C-384/02 Rn. 13 – 20 = WM 2006, 612 (613, 614).

¹⁰²⁵ EuGH, Urteil vom 22. November 2005, Rs. C-384/02 Rn. 24 = WM 2006, 612 (614).

Arbeit oder ihres Berufes oder in Erfüllung ihrer Aufgaben, nicht gelte¹⁰²⁶. Insofern sind die Voraussetzungen des Art. 3 lit. a) der EG-Insider-Richtlinie mit denen der Art. 10 Abs. 1 MAR durchaus vergleichbar¹⁰²⁷.

Zunächst stellt der EuGH klar, dass im Interesse der praktischen Wirkung des Insiderrechts die Ausnahme von dem allgemeinen Weitergabeverbot eng auszulegen sei¹⁰²⁸. Die Weitergabe der Insiderinformation sei nur dann von dieser Ausnahme erfasst, wenn ein enger Zusammenhang zwischen der Weitergabe und der Ausübung der Arbeit, des Berufes oder der Erfüllung der Aufgaben des Weitergebenden besteht¹⁰²⁹. Ferner müsse die Weitergabe der Insiderinformation für die Ausübung der Arbeit oder des Berufes oder die Erfüllung der Aufgaben unerlässlich sein, wobei der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit zu beachten sei¹⁰³⁰.

Die Verwendung des Begriffs der Unerlässlichkeit ist dabei jedoch als streng notwendig zu lesen, was sich insbesondere aus dem Vergleich mit der englischen Fassung des Urteils „strictly necessary“ sowie der dänischen Fassung „strengt nødvendig“ ergibt¹⁰³¹. Zudem sei jeder einzelne Weitergabevorgang anhand dieser Kriterien zu prüfen¹⁰³². Zu berücksichtigen sei außerdem der Umstand, dass jede zusätzliche Weitergabe die Gefahr eines Insiderhandels vergrößert¹⁰³³ sowie die Sensibilität der fraglichen Insiderinformation¹⁰³⁴.

¹⁰²⁶ EuGH, Urteil vom 22. November 2005, Rs. C-384/02 Rn. 26 = WM 2006, 612 (614).

¹⁰²⁷ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 244; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 72; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Kulenkamp/v. Bonin*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 14; Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 71.

¹⁰²⁸ EuGH, Urteil vom 22. November 2005, Rs. C-384/02 Rn. 27 = WM 2006, 612 (614); Bestätigt in EuGH, Urteil vom 15. März 2022, Rs. C-302/20 Rn. 78 = WM 2022, 912 (918).

¹⁰²⁹ EuGH, Urteil vom 22. November 2005, Rs. C-384/02 Rn. 31 = WM 2006, 612 (615).

¹⁰³⁰ EuGH, Urteil vom 22. November 2005, Rs. C-384/02 Rn. 34 = WM 2006, 612 (615); kritisch: Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 71; zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF Götzt, DB 1995, 1949 (1950); *Sturm*, ZBB 2010, 20 (30).

¹⁰³¹ Auch der EuGH spricht zwei Randnummern später lediglich von der „Erforderlichkeit der Weitergabe von Insiderinformationen“ EuGH, Urteil vom 22. November 2005, Rs. C-384/02 Rn. 36 = WM 2006, 612 (615); Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 73, 74; *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.4.2.1 Rechtmäßige Offenlegung im Rahmen der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder bei der normalen Erfüllung von Aufgaben, S. 63; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 37, 38; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 3; wohl auch Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 244, die erforderlich und unerlässlich synonym verwendet; Zu § 14 Abs. 1 WpHG aF Schröder, NJW 2009, 465 (468) a.A. Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 75, 80; Meyer/Veil/Rönnau/*Meyer*, § 8 Rn. 11; Ellenberger/Bunte/*Kumpan/Hopt*, § 86 Rn. 105; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 20; Habersack/Mülbert/*Schlitt/Brellocks*, § 1 Rn. 181 zu diesem Problem in der AMF/LVMH-Entscheidung siehe C.II.4.f) Die AMF/LVMH-Entscheidung.

¹⁰³² EuGH, Urteil vom 22. November 2005, Rs. C-384/02 Rn. 35 = WM 2006, 612 (615).

¹⁰³³ EuGH, Urteil vom 22. November 2005, Rs. C-384/02 Rn. 36 = WM 2006, 612 (615).

¹⁰³⁴ EuGH, Urteil vom 22. November 2005, Rs. C-384/02 Rn. 37 = WM 2006, 612 (615).

b) Im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder Berufes oder der normalen Erfüllung von Aufgaben

Anknüpfend an die soeben dargestellte Grøngaard und Bang-Entscheidung geht auch die BaFin davon aus, dass die Rechtmäßigkeit der Offenlegung von Insiderinformationen durch eine Abwägung des Offenlegungsinteresses des Insiders mit dem Interesse des Marktes auf Eindämmung von Insiderinformationen zu ermitteln ist, welche anhand einer Verhältnismäßigkeitsprüfung zu erfolgen hat¹⁰³⁵. Dabei nimmt die BaFin eine klassische Verhältnismäßigkeitsprüfung vor, wobei sie sich ebenfalls für eine enge Auslegung der Ausnahme von dem Offenlegungsverbot ausspricht¹⁰³⁶. Der mit der Offenlegung verfolgte legitime Zweck müsse demnach in einem engen Zusammenhang mit der Ausübung der Beschäftigung oder des Berufs bzw. mit der Erfüllung der Aufgaben stehen und hierfür erforderlich sein. Rechtmäßig sei die Offenlegung nur, wenn die Kenntnis anderer Personen von der Insiderinformation zur Erreichung des Zwecks erforderlich sei und nicht durch, mit Blick auf die Gefahr des Insiderhandels, milderen Mitteln erreicht werden könne. Der Zweck ist dabei nach den Interessen des Offenlegenden zu bestimmen, bzw. wenn der Offenlegende für einen Dritten handelt, aus Sicht dieses Dritten und nicht aus der des Empfängers¹⁰³⁷.

Grundsätzlich muss der legitime Zweck im Zusammenhang mit der normalen Ausübung des Berufes oder der Erfüllung von Aufgaben stehen und nicht rein privater Natur sein, sofern durch die Offenlegung nicht Grundrechte wie das Recht auf Kommunikation innerhalb der Familie nach Art. 6 Abs. 1 GG ausgeübt werden¹⁰³⁸. Die Geeignetheit der Offenlegung ist bereits dann gegeben, wenn die Offenlegung aus ex ante Sicht eines objektiven Betrachters zur Erreichung oder Förderung des legitimen Zwecks dienlich ist¹⁰³⁹.

¹⁰³⁵ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.4.2.1 Rechtmäßige Offenlegung im Rahmen der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder bei der normalen Erfüllung von Aufgaben, S. 63.; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 13; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 43, 44; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 72; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 28.

¹⁰³⁶ Zustimmend: Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 243; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 27.

¹⁰³⁷ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 14.1; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 49, 50, 52; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 32;

¹⁰³⁸ Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 31; ähnlich: Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 9 zur Offenlegung von Erkrankungen gegenüber Ärzten.

¹⁰³⁹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 14.2; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 64, 65; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 33.

Insbesondere bei der Prüfung der Erforderlichkeit ist das sogenannte „Need-to-know-Prinzip“ zu beachten, wonach die Offenlegung auf diejenige Anzahl an Personen zu beschränken ist, deren Kenntnis erforderlich ist, um den mit der Kenntnis verfolgten Zweck zu erreichen¹⁰⁴⁰. Die BaFin verzichtet dabei, genau wie Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 MAR und Erwägungsgrund Nr. 35 zur MAR auch in der deutschen Fassung und im Unterschied zu den Kriterien aus der Grøngaard und Bang-Entscheidung, auf die die Nennung des Merkmals „unerlässlich“¹⁰⁴¹.

Ferner wird auch bei den Stimmen, die eine Unerlässlichkeit der Offenlegung voraussetzen, nicht klar, worin der Unterschied zu der Erforderlichkeit der Offenlegung bestehen soll¹⁰⁴². Unerheblich ist hingegen, ob es sich bei der Weitergabe von Informationen um einen „üblichen“ Vorgang handelt¹⁰⁴³, auch wenn Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 MAR dies durch die Formulierung „normale Ausübung einer Beschäftigung“ bzw. „normale Erfüllung von Aufgaben“ nahelegt. Die Erforderlichkeit ist dabei aus einer objektiven ex ante Sicht zu beurteilen und gerichtlich vollständig überprüfbar¹⁰⁴⁴.

Zur Angemessenheit führt die BaFin aus, dass das Offenlegungsinteresse das Interesse des Marktes, die Verbreitung von Insiderinformationen einzudämmen, schließlich überwiegen müsse. Bei der Abwägung sei insbesondere das konkrete Risiko des verbotenen Insiderhandels bzw. der verbotenen Empfehlung oder Verleitung aufgrund der Offenlegung von Insiderinformationen zu berücksichtigen. Das Offenlegungsinteresse des Emittenten meint dabei das Interesse der hinter dem Emittenten stehenden natürlichen Personen. Dieses kann entweder nach dem Shareholder-value-Ansatz oder dem Stakeholder-value-Ansatz¹⁰⁴⁵ ermittelt werden.

¹⁰⁴⁰ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.4.2.1 Rechtmäßige Offenlegung im Rahmen der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder bei der normalen Erfüllung von Aufgaben, S. 63; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 15; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 27; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 11, 60; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 20a; a.A. zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF Götz, DB 1995, 1949 (1950), welcher die bloße Nützlichkeit der Weitergabe ausreichen lässt, wenn keine überwiegenden Gründe für eine Unzulässigkeit der Weitergabe sprechen.

¹⁰⁴¹ C.II.3.a) Grøngaard und Bang Entscheidung.

¹⁰⁴² Etwa Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 61, wonach die Offenlegung **unerlässlich** für die Erreichung des verfolgten Zweckes sein müsse, was der Fall sein soll, wenn die Offenlegung zur Erreichung des verfolgten Zwecks sachgerechterweise **erforderlich** sei; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 181, 182, der als Prüfungsmaßstab eine Unerlässlichkeit annimmt und anschließend die Erforderlichkeit prüfen will; Park/Hilgenhof/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 80 sprechen konsequent von unerlässlich ohne den inhaltlichen Unterschied zur Erforderlichkeit zu erläutern.

¹⁰⁴³ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 66; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 23; Zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF Assmann, AG 1994, 237 (247).

¹⁰⁴⁴ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 77; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 35.

¹⁰⁴⁵ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 57; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 32 der mit Verweis auf Erwägungsgrund Nr. 50 a) den Shareholder-value-Ansatz favorisiert, wobei Erwägungsgrund Nr. 50 lediglich „nicht erschöpfende Fallbeispiele“ enthält.

Der Shareholder-value-Ansatz bezieht lediglich die Interessen der Gesellschafter oder Aktionäre mit ein, während der Stakeholder-value-Ansatz auch die Interessen der Arbeitnehmer, Kunden, Verbraucher und der Gesamtgesellschaft einbezieht¹⁰⁴⁶. Welcher Ansatz der konkreten Verhältnismäßigkeitsprüfung zugrunde zu legen ist, ist nach dem jeweils einschlägigen nationalen Recht, insbesondere nach dessen Schutzzweck, zu beurteilen¹⁰⁴⁷. Als weitere Kriterien sind die Verlässlichkeit des Empfängers und die Kursrelevanz der offengelegten Insiderinformation zu berücksichtigen¹⁰⁴⁸. Die BaFin schlägt als Maßnahmen, welche eine Angemessenheit der Offenlegung begünstigen könnten, die Vereinbarung von Verschwiegenheitsvereinbarungen oder ausdrückliche Hinweise auf das Vorliegen einer Insiderinformation und den sich daraus ergebenden rechtlichen Konsequenzen vor¹⁰⁴⁹.

In Art. 17 Abs. 8 S. 1 MAR stellt der Gesetzgeber klar, dass wenn die Offenlegung von Insiderinformationen durch einen Emittenten, einen Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate oder eine in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Person im Zuge der normalen Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder der normalen Erfüllung ihrer Aufgaben gem. Art. 10 Abs. 1 MAR gegenüber einem Dritten erfolgt, dieser die Information vollständig und wirksam offenlegen muss und zwar zeitgleich bei absichtlicher Offenlegung und unverzüglich im Falle der nicht absichtlichen Offenlegung. Demnach muss der Emittent, auch wenn die Offenlegung der Insiderinformation nicht unrechtmäßig im Sinne des Art. 10 Abs. 1 MAR war, diese grundsätzlich durch eine Ad-hoc-Mitteilung veröffentlichen. Eine Ausnahme von dieser Ad-hoc-Pflicht besteht gem. Art. 17 Abs. 8 S. 2 MAR, wenn die Person, welcher gegenüber die Insiderinformation offengelegt wurde, zur Verschwiegenheit verpflichtet ist. Diese Verschwiegenheitspflicht kann sich sowohl aus Rechts- und Verwaltungsvorschriften als auch aus einer Satzung oder vertraglichen Verpflichtungen ergeben.

Die Offenlegung von Insiderinformationen durch eine Person, welche sich bei Erhalt der Informationen zur Verschwiegenheit verpflichtet hat, ist in aller Regel unrechtmäßig im Sinne des

¹⁰⁴⁶ Klöhn/Klöhn, Art. 17 Rn. 145; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 32.

¹⁰⁴⁷ EuGH, Urteil vom 22. November 2005, Rs. C-384/02 Rn. 40 = WM 2006, 612 (615).

¹⁰⁴⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 90; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 27, 43; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 184; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 20a.

¹⁰⁴⁹ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.4.2.1 Rechtmäßige Offenlegung im Rahmen der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder bei der normalen Erfüllung von Aufgaben, S. 63; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 62; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 45; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 14; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 184; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 20a a.A. Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 17; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 73.

Art. 10 Abs. 1 MAR, da sie aufgrund des Verstoßes gegen die Vertraulichkeitsvereinbarung schon kein legitimes Ziel verfolgt¹⁰⁵⁰. Sowohl die BaFin als auch der europäische Gesetzgeber in Art. 17 Abs. 8 MAR stellen zur Beurteilung der Rechtmäßigkeit der Offenlegung einer Insiderinformation auf das Bestehen einer Vertraulichkeitsvereinbarung ab, da diese die weitere Verbreitung der Insiderinformation und die damit einhergehende Erweiterung des Kreises an Insidern begrenzt. Diese Funktion kann die Vertraulichkeitsvereinbarung jedoch nur erfüllen, wenn sich der zur Vertraulichkeit Verpflichtete auch tatsächlich an die Vereinbarung hält. Eine Legalisierung der Weitergabe von Informationen durch diesen zur Verschwiegenheit Verpflichteten unter Verstoß gegen die Vertraulichkeitsvereinbarung hätte jedoch einen gegenteiligen Effekt.

c) Marktsondierung

Einen Sonderfall stellt die Marktsondierung gem. Art. 11 MAR dar. Diese beinhaltet gem. Art. 11 Abs. 1 MAR die Übermittlung von Informationen vor der Ankündigung eines Geschäfts an einen oder mehrere potenzielle Anleger, um das Interesse von potenziellen Anlegern an einem möglichen Geschäft und dessen Bedingungen, wie dessen Umfang und dessen preislichen Gestaltung abzuschätzen. Insbesondere im Rahmen einer Due-Diligence-Prüfung im Vorfeld eines Erwerbs- oder Übernahmeangebotes ist regelmäßig die Offenlegung von Insiderinformationen durch die Zielgesellschaft erforderlich¹⁰⁵¹.

Art. 11 Abs. 4 MAR erläutert, dass für die Zwecke des Art. 10 Abs. 1 MAR eine Offenlegung von Insiderinformationen, die im Verlauf einer Marktsondierung vorgenommen wurde, so betrachtet wird, dass sie im Zuge der normalen Ausübung der Beschäftigung oder des Berufs oder der normalen Erfüllung der Aufgaben einer Person vorgenommen wurde, wenn der offenlegende Marktteilnehmer die Verpflichtungen gem. Art. 11 Abs. 3 und 5 MAR erfüllt. Allerdings kann eine Offenlegung von Insiderinformationen auch nach den allgemeinen Kriterien rechtmäßig sein, selbst wenn die Voraussetzungen des Art. 11 MAR nicht vorliegen, da es sich bei

¹⁰⁵⁰ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 61; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 45; zu den Grenzen von Verschwiegenheitsvereinbarungen: Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 63; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 185, der betont, dass kein zwingender Gleichlaut zwischen dem Verstoß gegen die Vertraulichkeitsvereinbarung und der Unrechtmäßigkeit der Offenlegung besteht.

¹⁰⁵¹ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 149; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 45; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 82; Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 111; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 200; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 81; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 56.

Art. 11 Abs. 4 MAR um keine abschließende Regelung handelt¹⁰⁵². Diese Privilegierung von bestimmten Investoren berücksichtigt laut Erwägungsgrund Nr. 32 S. 1 zur MAR, „das Interesse potenzieller Anleger an einem möglichen Geschäft, seiner preislichen Gestaltung, seinem Umfang und seiner Struktur abzuschätzen“.

Eine weitere Ausnahmevorschrift zur Erleichterung von Marktsondierungen enthält Art. 9 Abs. 4 MAR. Demnach wird „aufgrund der bloßen Tatsache, dass eine Person Insiderinformationen besitzt, nicht angenommen, dass sie diese Informationen genutzt und daher Insidergeschäfte getätigt hat, wenn sie diese Insiderinformationen im Zuge der Übernahme eines Unternehmens oder eines Unternehmenszusammenschlusses auf der Grundlage eines öffentlichen Angebots erworben hat und diese Insiderinformationen ausschließlich nutzt, um den Unternehmenszusammenschluss oder die Übernahme auf der Grundlage eines öffentlichen Angebots weiterzuführen, unter der Voraussetzung, dass zum Zeitpunkt der Genehmigung des Unternehmenszusammenschlusses oder der Annahme des Angebotes durch die Anteilseigner des betreffenden Unternehmens sämtliche Insiderinformationen öffentlich gemacht worden sind oder auf andere Weise ihren Charakter als Insiderinformationen verloren haben“.

Nach dem Wortlaut des Art. 9 Abs. 4 MAR findet diese Regelung jedoch nur bei öffentlichen Übernahmeangeboten im Sinne des § 29 WpÜG Anwendung¹⁰⁵³ und kann nicht auf einfache Erwerbsangebote übertragen werden. Bei einfachen Erwerbsangeboten richtet sich die Rechtmäßigkeit der Offenlegung von Insiderinformationen daher nach den allgemeinen Regeln¹⁰⁵⁴.

d) Gesetzliche Pflichten und unternehmensinterner Informationsaustausch

Wenn eine gesetzliche Pflicht besteht, eine Insiderinformation offenzulegen, ist diese Offenlegung in jedem Fall rechtmäßig, da sich die Gesetze andernfalls widersprechen würden¹⁰⁵⁵. Dies gilt jedoch nicht für vertragliche Mitteilungs- und Informationspflichten, da andernfalls die

¹⁰⁵² Erwägungsgrund Nr. 35 zur MAR am Ende; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Brellocks/Klöhn, VO (EU) 596/2014 Art. 11 Rn. 2; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 82; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 117, 148; Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 279 a.A. Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 113; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 11 Rn. 58; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 22; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 82.

¹⁰⁵³ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 168; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 73, 74.

¹⁰⁵⁴ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 154, 155.

¹⁰⁵⁵ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 248; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 11, 39; Mit Beispielen: Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 98, 223; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 89; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 27, 46; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 15; Ellenberger/Bunte/Kumpan/Hopt, § 86 Rn. 106; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 186; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 24.

Reichweite des Offenlegungsverbot des Art. 10 MAR zur Disposition einzelner stünde, was ein effektives Insiderrecht konterkarieren würde¹⁰⁵⁶. Dasselbe gilt für gesetzliche Obliegenheiten¹⁰⁵⁷.

Problematisch sind in diesem Zusammenhang die (vor-)vertraglichen Aufklärungspflichten gem. § 241 Abs. 2 BGB. Diese Pflichten werden zwar durch die Aufnahme von Vertragsverhandlungen ausgelöst und hängen inhaltlich insbesondere von dem anvisierten Zweck der Vertragsparteien ab. Dogmatisch handelt es sich dennoch um gesetzliche und nicht um vertraglich vereinbarte Pflichten¹⁰⁵⁸. Dies kann jedoch keinesfalls dazu führen, dass eine Offenlegung aufgrund einer vorvertraglichen Nebenpflicht aus § 241 Abs. 2 BGB rechtmäßig im Sinne des Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 MAR ist, da andernfalls gerade aufgrund des die Nebenpflicht auslösenden Vorvertrages ein privilegierter Informationszugang entstehen würde und die Offenlegung damit letztlich zur Disposition der Vertragsparteien stünde. Im Ergebnis führt somit eine zivilrechtliche Offenlegungspflicht nie zu einer Rechtmäßigkeit der Offenlegung im Sinne des Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 MAR¹⁰⁵⁹.

Beispiele für eine Mitteilungs- und Informationspflicht sind auf nationalem Recht beruhende, unternehmensinterne Informationsweitergabepflichten, welche insbesondere innerhalb des Vorstandes einer Aktiengesellschaft angenommen werden, da letztlich alle Mitglieder des Vorstandes die Gesamtverantwortung für die Gesellschaft tragen¹⁰⁶⁰. Dies gilt ebenfalls für die Offenlegung von Insiderinformationen durch nachgeordnete Führungs- und Mitarbeiter Ebenen an den Vorstand oder den persönlich haftenden Gesellschafter einer KG (aA), insbesondere wenn diese Überwachungs-, Revisions- oder Compliance-Aufgaben wahrnehmen¹⁰⁶¹.

¹⁰⁵⁶ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 248; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Kulenkamp/v.Bonin*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 11; Klöhn/*Klöhn*, Art. 10 Rn. 99.

¹⁰⁵⁷ Klöhn/*Klöhn*, Art. 10 Rn. 102; Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 89; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 25.

¹⁰⁵⁸ *Canaris*, JZ 1965, 475; Klöhn/*Klöhn*, Art. 10 Rn. 100; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 25.

¹⁰⁵⁹ Klöhn/*Klöhn*, Art. 10 Rn. 101; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 47 a.A. Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 189, der eine Einzelfallprüfung nach den allgemeinen Kriterien vornehmen will; ebenso: Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 25.

¹⁰⁶⁰ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 249; Park/*Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 77, 89; Klöhn/*Klöhn*, Art. 10 Rn. 106; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Kulenkamp/v.Bonin*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 24; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 25, Art. 10 Rn. 50; Meyer/Veil/Rönnau/*Meyer*, § 8 Rn. 20; Ellenberger/Bunte/*Kumpan/Hopt*, § 86 Rn. 106; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellocks*, § 1 Rn. 190; Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 27.

¹⁰⁶¹ Klöhn/*Klöhn*, Art. 10 Rn. 105; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Kulenkamp/v.Bonin*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 25; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 55; Meyer/Veil/Rönnau/*Meyer*, § 8 Rn. 21;

Bei der Weiterleitung von Insiderinformation durch den Vorstand an den Aufsichtsrat oder andersherum wird hingegen nach dem Need-to-know-Prinzip danach differenziert, ob der Aufsichtsrat die jeweilige Information auch tatsächlich für die Wahrnehmung seiner Aufgaben benötigt¹⁰⁶². Nach den gleichen Kriterien kann auch eine Weitergabe an den Betriebsrat rechtmäßig sein¹⁰⁶³. Die Informationsweitergabe innerhalb eines Unternehmens, insbesondere zwischen unteren Führungsebenen und der Unternehmensleitung, ist für die Funktionsfähigkeit des Unternehmens notwendig und daher regelmäßig rechtmäßig¹⁰⁶⁴. Allerdings hat auch hier stets eine Verhältnismäßigkeitsprüfung der Weitergabe jeder einzelnen Insiderinformation zu erfolgen, bei welcher Maßnahmen, die das Unternehmen zur unkontrollierten Verbreitung von Insiderinformationen getroffen hat, wie sogenannte Chinese Walls, zu berücksichtigen sind¹⁰⁶⁵.

Auch unternehmensexterne Weitergabepflichten, etwa aus Gesellschafts-, Kapital- oder Kartellrecht sind denkbar, wie auch Mitteilungspflichten gegenüber dem Handelsregister¹⁰⁶⁶. Keine rechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen stellt hingegen die Offenlegung gegenüber einzelnen Aktionären im Rahmen der Hauptversammlung aufgrund eines Auskunftsbefehrs nach § 131 Abs. 1 AktG dar¹⁰⁶⁷. Vielmehr besteht ein Auskunftsverweigerungsrecht gem. § 131

Weitere Beispiele für öffentlich-rechtliche Informationspflichten: Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 223; zum unternehmensinternen Informationsfluss von Finanzdaten Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 28 ff.; Ellenberger/Bunte/Kumpen/Hopt, § 86 Rn. 107; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 190, 191; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 77; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 27, 37.

¹⁰⁶² Beispielsweise: §§ 90, 111 Abs. 2, 170 f. AktG; Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 249; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 12.1, 24; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 89; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 106, 108; Ellenberger/Bunte/Kumpen/Hopt, § 86 Rn. 107; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 190; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 28.

¹⁰⁶³ Beispielsweise: §§ 43 Abs. 2, 80 Abs. 2, 90, 92 BetrVG; Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 249; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 12.1, 27; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 77, 89; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 119, 120; Schwark/Zimmer/Kumpen/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 25, Art. 10 Rn. 56; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 23, 24; Ellenberger/Bunte/Kumpen/Hopt, § 86 Rn. 107; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 191; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 77, 78; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 29.

¹⁰⁶⁴ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 255.

¹⁰⁶⁵ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 256, 257; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 38; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 31; *Chinese Wall* meint die Unternehmensinterne Trennung von Teams oder Abteilungen innerhalb eines Unternehmens um einen Informationsaustausch zwischen den Einheiten zu verhindern.

¹⁰⁶⁶ Beispielsweise: §§ 39, 59 GWB, § 320 Abs. 2 HGB; Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 250; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 12.1; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 79; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 122; Ellenberger/Bunte/Kumpen/Hopt, § 86 Rn. 106.

¹⁰⁶⁷ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 254; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 90; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 110; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 28; Schwark/Zimmer/Kumpen/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 51; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 41;

Abs. 3 Nr. 5 AktG, sofern eine Ad-hoc-Mitteilung aufgrund einer Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR bisher nicht erfolgt ist¹⁰⁶⁸. Auch außerhalb der Hauptversammlung ist die Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber einzelnen Aktionären oder einem Aktionärspool unrechtmäßig im Sinne des Art. 10 Abs. 1 MAR, da insbesondere das Pflegen der „investors relations“ kein hinreichendes Offenlegungsinteresse des Emittenten begründet¹⁰⁶⁹.

Eine Ausnahme von diesem Grundsatz besteht jedoch für die Offenlegung gegenüber einem Aktionär mit einer wesentlichen Beteiligung (Ankeraktionär), wenn eine geplante Maßnahme, beispielsweise eine Kapitalerhöhung, ohne dessen Zustimmung ernsthaft gefährdet wäre¹⁰⁷⁰. Ab wann eine Beteiligung als wesentlich anzusehen ist, hängt von der restlichen Aktionärsstruktur des betreffenden Emittenten ab und kann daher nicht pauschal bestimmt werden¹⁰⁷¹.

e) Verstoß gegen Organisations- oder Verfahrenspflichten

Der Verstoß gegen Organisations- oder Verfahrenspflichten, wie die Pflicht zum Führen von Insiderlisten gem. Art. 18 MAR oder die Pflicht zum Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung bei Inanspruchnahme des Ausnahmetatbestandes des Art. 17 Abs. 8 S. 2 MAR oder deren Einhaltung, führen nicht zwingend zu einer befugten oder unbefugten Offenlegung von Insiderinformationen¹⁰⁷². Vielmehr hat auch bei einem Verstoß gegen solche Pflichten eine Einzelfallbetrachtung zu erfolgen, welche sich danach orientiert, ob die Pflicht, gegen die ver-

Ellenberger/Bunte/Kumpan/Hopt, § 86 Rn. 107; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 192; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 35 a.A. zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF: *Benner-Heinacher* DB 1995, 765 (766); *Kithe*, NZG 2003 401 (407); *Seihe* ZBB 2006, 243 (251).

¹⁰⁶⁸ Wobei dies keinesfalls als Begründung für die Unrechtmäßigkeit der Offenlegung herangezogen werden kann. Dazu: Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 253.

¹⁰⁶⁹ *Park/Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 90; *Klöhn/Klöhn*, Art. 10 Rn. 115; Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 251; *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 29; *Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 52; *Meyer/Veil/Rönnau/Meyer*, § 8 Rn. 40, 43; *Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks*, § 1 Rn. 193; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 31, 33.

¹⁰⁷⁰ *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 29; *Klöhn/Klöhn*, Art. 10 Rn. 117; *Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 53; *Ellenberger/Bunte/Kumpan/Hopt*, § 86 Rn. 108; *Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks*, § 1 Rn. 193; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 33; *Meyer/Veil/Rönnau/Meyer*, § 8 Rn. 36, 61 mit weiteren Ausführungen zur Offenlegung von Insiderinformationen zur Vorbereitung von Transaktionen oder Kapitalmaßnahmen.

¹⁰⁷¹ *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 31; a.A. *Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014, Art. 10 Rn. 53, die eine Mindestbeteiligung von 5 % der Stimmrechte verlangen.

¹⁰⁷² *Klöhn/Klöhn*, Art. 10 Rn. 92, 124; *Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 44.

stoßen wurde, gerade den Zweck hatte, die Offenlegung von Insiderinformationen zu unterbinden¹⁰⁷³. In jedem Fall ist ein Verstoß gegen eine Organisations- oder Verfahrenspflicht im Rahmen der Angemessenheit auf Seiten des Eindämmungsinteresses zu berücksichtigen, da der Verstoß die Gefahr der Verwendung oder Weitergabe der Insiderinformation erhöht¹⁰⁷⁴.

f) Verbundene Unternehmen – insbesondere Konzerne

Besondere praktische Relevanz hat die Weitergabe von Insiderinformationen innerhalb verbundener Unternehmen¹⁰⁷⁵. In Bezug auf die Ausübung der journalistischen Tätigkeit kann dies relevant sein, wenn es sich bei der journalistischen Quelle um eine konzernangehörige Gesellschaft handelt oder um eine Person, die als Führungskraft für eine solche Gesellschaft tätig ist. Verhältnismäßig unproblematisch ist die Offenlegung von Insiderinformationen durch das herrschende Mutterunternehmen gegenüber Tochtergesellschaften. Dieser Offenlegung liegt das berechnigte Interesse der Muttergesellschaft an einer funktionierenden Konzernkontrolle zugrunde¹⁰⁷⁶.

Die Beurteilung der Unrechtmäßigkeit der Offenlegung von Insiderinformationen durch eine Tochtergesellschaft gegenüber dem sie beherrschenden Unternehmen ist hingegen nicht ganz unproblematisch und folgt den allgemeinen Grundsätzen, insbesondere dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit. Als legitimes Ziel kann ein allgemeines Konzerninteresse nicht fruchtbar gemacht werden, da es sich bei diesem Interesse nicht um ein solches der offenlegenden Tochtergesellschaft, sondern um eines der empfangenden Muttergesellschaft handelt, welches als legitimes Ziel der offenlegenden Tochtergesellschaft nicht in Frage kommt¹⁰⁷⁷. Überzeugender ist es daher, die Rechtmäßigkeit der konzerninternen Offenlegung von Insiderinformationen nach dem Interesse der abhängigen Tochtergesellschaft an der Offenlegung zu bestimmen, womit zwischen der Informationsweitergabe durch Tochterunternehmen aufgrund von Beherr-

¹⁰⁷³ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 92; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 43.

¹⁰⁷⁴ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 96; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 43.

¹⁰⁷⁵ § 15 AktG.

¹⁰⁷⁶ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 35; Klöhn/Klöhn MAR, Art. 10 Rn. 137; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014, Art. 10 Rn. 63; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 26; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 196; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 43.

¹⁰⁷⁷ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 127; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 36; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 64; insoweit missverständlich: Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 44.

schungs- und Gewinnabführungsverträgen gem. § 291 AktG, eingegliederten Tochtergesellschaften gem. §§ 320 ff. AktG und faktisch abhängigen Tochtergesellschaften zu unterscheiden ist¹⁰⁷⁸.

Im Falle eines sogenannten Vertragskonzerns, bei dem die Eingliederung in den Konzern durch den Abschluss von Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsverträgen gem. § 291 AktG erreicht wird, sind auch die Vorstände oder Geschäftsführer der abhängigen Gesellschaften dem Konzerninteresse gem. § 308 Abs. 2 S. 2 AktG verpflichtet¹⁰⁷⁹. Dies ergibt sich aus der Weisungsgebundenheit des beherrschten gegenüber dem herrschenden Unternehmen. Demnach lässt sich kein anderer sinnvoller Bezugspunkt für das Interesse des beherrschten Unternehmens finden. Dies hat zur Folge, dass die Verschwiegenheitspflicht gem. § 93 Abs. 1 S. 3 AktG des Vorstandes des beherrschten Unternehmens gegenüber dem herrschenden Unternehmen aufgehoben ist¹⁰⁸⁰. Die Offenlegung von Insiderinformationen durch das beherrschte Unternehmen gegenüber dem herrschenden Unternehmen ist daher rechtmäßig. Dies gilt ebenfalls für eingegliederte Tochterunternehmen, da diese gem. § 323 AktG wie rechtlich selbstständige Betriebseinheiten durch die herrschende Gesellschaft geführt werden¹⁰⁸¹.

Differenzierter ist dies zu betrachten, wenn lediglich eine faktische Abhängigkeit zwischen dem offenlegenden Unternehmen und dem die Informationen empfangenden Unternehmen besteht. In diesem Fall ist der Vorstand der faktisch abhängigen Gesellschaft grundsätzlich den Aktionären der faktisch abhängigen Gesellschaft verpflichtet. Allerdings kann der Vorstand den Forderungen des faktisch beherrschenden Unternehmens Folge leisten, wenn etwaige Nachteile aus diesen Forderungen gem. §§ 311 ff. AktG ausgeglichen werden¹⁰⁸². Demnach erfolgt die Offenlegung von Insiderinformationen in dieser Konstellation im Interesse der beherrschten

¹⁰⁷⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 129; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 37 ff.; Schwark/Zimmer/Kumpen/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 64; im Ergebnis auch: Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 26.

¹⁰⁷⁹ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 130; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 26; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 196.

¹⁰⁸⁰ Fleischer, NZG 2009, 505 (533); Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 130.

¹⁰⁸¹ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 132; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 37.

¹⁰⁸² Sogenannte „Konzernoffenheit des deutschen Aktienrechts“ BGH, Beschluss vom 25.06.2008 – II ZR 133/07 Rn. 17 = NZG 2008, 831 (833); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 38; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 196.

Gesellschaft, wenn die Offenlegung zur Geltendmachung des herrschenden Einflusses notwendig ist, da andernfalls die „Konzernoffenheit des deutschen Aktienrechts“ eingeschränkt werden würde¹⁰⁸³.

Im Übrigen bestehen keine konzernspezifischen Besonderheiten. Die Offenlegung der Insiderinformation muss daher auch innerhalb des Konzerns ein legitimes Ziel verfolgen sowie geeignet, erforderlich und angemessen sein. Im Rahmen der Angemessenheit sind dabei insbesondere die Bedeutung der Information für die Ausübung des beherrschenden Einflusses zu berücksichtigen, was für eine Rechtmäßigkeit der Offenlegung spräche sowie die Kursrelevanz der Informationen und die damit verbundene Missbrauchsgefahr, was für eine Unrechtmäßigkeit der Offenlegung spräche¹⁰⁸⁴.

g) Unternehmensexterne Personen

Die Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber unternehmensexternen Personen ist rechtmäßig, wenn diese zur Erfüllung gesetzlicher Offenlegungs- und Publizitätspflichten erforderlich ist¹⁰⁸⁵. Auch wenn keine solche gesetzliche Pflicht zur Offenlegung besteht, kann die Offenlegung rechtmäßig sein, wenn diese zur Abwendung eines ungünstigen Ausgangs eines Verwaltungsverfahrens notwendig ist oder sonstige drohende Nachteile durch die Offenlegung abgewendet werden können, wobei stets eine Abwägung mit der durch die Offenlegung drohenden Gefährdung für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes vorzunehmen ist¹⁰⁸⁶. Dies gilt entsprechend für die Offenlegung vor staatlichen Gerichten oder Schiedsgerichten¹⁰⁸⁷.

¹⁰⁸³ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 134; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 196.

¹⁰⁸⁴ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 135, 136; Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 259; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 196; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 79.

¹⁰⁸⁵ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 39; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 68; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 13; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 199 a.A. Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 80, die Konsequenz der Unerlässlichkeit der Offenlegung fordern.

¹⁰⁸⁶ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 40; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 224; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 68; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 15, 16; Ellenberger/Bunte/Kumpan/Hopt, § 86 Rn. 107; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 187; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 32.

¹⁰⁸⁷ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 40; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 40; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 36.

Die Offenlegung gegenüber externen Beratern und Dienstleistern wie Rechtsanwälten, Steuerberatern, Investmentbankern oder Strategieberatern ist für deren Tätigkeit regelmäßig erforderlich¹⁰⁸⁸. Art. 18 Abs. 1 lit. a) MAR sieht daher die Dokumentation der externen Personen, die Zugang zu Insiderinformationen haben, anhand von Insiderlisten vor. In diesen Fällen hat jedoch stets eine Interessenabwägung und eine Verhältnismäßigkeitsprüfung nach den allgemeinen Regeln zu erfolgen¹⁰⁸⁹. Die Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Ratingagenturen wird regelmäßig als rechtmäßig angesehen, wenn diese zur Erstellung eines Ratings dient, welches anschließend so publiziert werden soll, dass es öffentlich bekannt im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR ist, da dadurch die informationelle Chancengleichheit sogar gefördert wird¹⁰⁹⁰. Im Umkehrschluss sind Offenlegungen gegenüber Finanzanalysten und institutionellen Investoren und Journalisten, welche diese Informationen bei nicht öffentlichen Veranstaltungen wie Interviews oder Betriebsbesichtigungen erhalten und diese nicht öffentlich bekannt machen, unzulässig¹⁰⁹¹.

h) Banken und Wertpapierfirmen

Insbesondere bei Banken und Wertpapierfirmen stellt sich häufig das praktische Problem, dass deren Mitarbeiter im Rahmen der Erbringung von Finanzdienstleistungen Zugang zu Insiderinformationen erhalten. Zur Erbringung dieser Dienstleistungen wie die Abwicklung von An- und Verkäufen von Finanzinstrumenten ist regelmäßig die Weitergabe von Insiderinformationen innerhalb der Bank oder der Wertpapierfirma erforderlich, beispielsweise von dem Kundenberater zu einem Broker.

¹⁰⁸⁸ Und nach Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 45 auch unerlässlich, da die Informationsempfänger die Information benötigen, um ihre Tätigkeit erfüllen zu können. Insofern ist kein Unterschied zur Erforderlichkeitsprüfung ersichtlich.

¹⁰⁸⁹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 41; Klöhn/Klöhn, MAR, Art. 10 Rn. 140; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 25; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 68; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 13, 22, 34; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 199.

¹⁰⁹⁰ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 42; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 69; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 45; Ellenberger/Bunte/Kumpan/Hopt, § 86 Rn. 107; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 55 a.A. zu § 14 Abs. 1 WpHG aF Süßmann, AG 1999, 162 (165).

¹⁰⁹¹ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 191; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 42; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014, Art. 10 Rn. 70; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 45; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 197, 198; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 53; Zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF Assmann, AG 1994, 237 (247); Sturm, ZBB 2010, 20 (31).

Diese Weitergabe innerhalb der Bank oder der Wertpapierfirma stellt grundsätzlich eine Offenlegung im Sinne des Art. 10 Abs. 1 MAR dar¹⁰⁹². Ob diese Offenlegung auch unrechtmäßig ist, bestimmt sich danach, ob die Offenlegung der Information geeignet, erforderlich und angemessen ist, um die Interessen des Auftraggebers der Bank oder der Wertpapierfirma zu fördern¹⁰⁹³. Dies ist etwa dann nicht der Fall, wenn die Offenlegung der Information zu dem Zweck erfolgt, diese für Eigengeschäfte zu nutzen¹⁰⁹⁴.

Deutlich strenger wird hingegen die Offenlegung von Insiderinformationen durch eine Bank oder eine Wertpapierfirma gegenüber ihren Kunden zum Zwecke der Anlageberatung oder Vermögensverwaltung gesehen. Zivilrechtliche Vermögensbetreuungspflichten und damit einhergehende Aufklärungspflichten können demnach eine Offenlegung von Insiderinformationen nicht rechtfertigen, da andernfalls die Anwendbarkeit des Art. 10 MAR zur Disposition der Vertragsparteien stünde¹⁰⁹⁵.

Auch ein Nothilferecht der Banken und Wertpapierfirmen in Extremsituationen wird zutreffend abgelehnt¹⁰⁹⁶. Eine solche Weitergabe an einzelne Kunden der jeweiligen Banken oder Wertpapierfirmen würde den Grundsatz der informationellen Chancengleichheit verletzen, da diese Informationen dann nur einem bestimmten Kundenkreis bekannt sein würden, welche diesen Informationsvorsprung wiederum für sich nutzen könnten¹⁰⁹⁷. Gerade noch zulässig dürfte ein allgemeines Ab- oder Zuraten zu dem Kauf- oder Verkauf bestimmter Finanzinstrumente sein, wenn die Bank oder Wertpapierfirma dabei die Insiderinformationen, also die genauen Beweggründe für diese Einschätzung, nicht offenlegt¹⁰⁹⁸.

¹⁰⁹² Klöhn/Klöhn, MAR, Art. 10 Rn. 219; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 95; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 79; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 42.

¹⁰⁹³ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 220; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 95.

¹⁰⁹⁴ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 221; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 95.

¹⁰⁹⁵ Zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF schon: Cahn, ZHR 162 (1998), 1 (42); Zur MAR: Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 222; Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 263; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 189; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 96; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 87; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 59, 60.

¹⁰⁹⁶ Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 87; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 96; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 61.

¹⁰⁹⁷ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 263; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 222; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 96; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 52.

¹⁰⁹⁸ Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 97; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 52; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 63.

4. Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Medien

Die Weitergabe von Insiderinformationen an Medien, insbesondere an Journalisten und Redakteure, ist Gegenstand intensiver Diskussionen. An dieser Thematik wird der bereits beschriebene Konflikt zwischen der Pressefreiheit und dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes besonders deutlich. Zur Auflösung dieses Konfliktes ist eine differenzierte Betrachtungsweise notwendig.

Es bietet sich an, zwischen der Offenlegung von Insiderinformationen *gegenüber* Medien, der Bekanntmachung von Insiderinformationen *durch* Medien sowie der Offenlegung von Insiderinformationen *innerhalb* eines Mediums¹⁰⁹⁹, beispielsweise innerhalb einer Redaktion, zu unterscheiden¹¹⁰⁰. Weiter lässt sich bei der Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Medien zwischen einer Offenlegung durch den Emittenten selbst und der Offenlegung von Insiderinformationen durch Dritte unterscheiden sowie danach, ob es sich um eine ad-hoc-pflichtige Insiderinformation handelt oder nicht.

a) Offenlegung ad-hoc-pflichtiger Insiderinformationen durch den Emittenten

Die Frage, ob die Offenlegung von ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen durch den Emittenten gegenüber Medien, insbesondere Journalisten, als unrechtmäßig anzusehen ist, wurde bereits zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF lebhaft diskutiert. Gemeint ist damit die Konstellation, dass ein Emittent selbst in ihm zurechenbarer Weise¹¹⁰¹ Insiderinformationen, welche er nach Art. 17 MAR ad-hoc veröffentlichen muss, Medienvertretern gegenüber offenlegt. Davon zu unterscheiden ist die Offenlegung von Insiderinformationen durch einzelne Mitarbeiter des Emittenten wie Whistleblower, deren Handlungen dem Emittenten nicht unmittelbar zugerechnet werden können¹¹⁰².

Grundlage der Diskussion ist der Umstand, dass bei der Auslegung des Tatbestandsmerkmals „unrechtmäßig“ die Presse- und Meinungsfreiheit eine hinreichende Berücksichtigung finden muss, worauf in Art. 21 MAR ausdrücklich hingewiesen wird. Die Presse- und Meinungsfreiheit umfasst dabei sowohl das Beschaffen einer Information als auch deren Verbreitung durch

¹⁰⁹⁹ Dazu: F.VIII.1 Auswirkung auf die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.

¹¹⁰⁰ So auch: Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 199; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 87; Ellenberger/Bunte/Kumpan/Hopt, § 86 Rn. 109, 110.

¹¹⁰¹ C.II.2.b) Zurechnung des Handelns natürlicher Personen.

¹¹⁰² Dazu: C.II.2.b) Zurechnung des Handelns natürlicher Personen; Ebenfalls mit dieser Differenzierung: Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 83, 85; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 50, 51.

das Medium¹¹⁰³. An dieser Stelle besteht somit ein Konflikt zwischen der Presse- und Meinungsfreiheit und dem Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen. Dieser Konflikt ist nach Art. 21 MAR dadurch aufzulösen, dass die Presse- und Meinungsfreiheit bei der Auslegung des Tatbestandes des Art. 10 MAR, also insbesondere dem Merkmal „unbefugt“, zu berücksichtigen ist.

Nach einer Ansicht ist die Weitergabe von Insiderinformationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen und daher ad-hoc-mitteilungspflichtig wären, an Journalisten und Redakteure, die außerhalb des Emittenten stehen, als unrechtmäßig anzusehen und zwar unabhängig davon, ob die Insiderinformation anschließend durch das Medium öffentlich bekannt gemacht wird oder das Medium die Geheimhaltung der Information zusichert¹¹⁰⁴. Dies wird damit begründet, dass für die Veröffentlichung von Insiderinformationen eine Ad-hoc-Mitteilung nach Art. 17 MAR zu erfolgen hat, welcher nach Art. 2 der Durchführungsverordnung 2916/1055 in Verbindung mit § 26 WpHG den einzigen legitimen Verbreitungsweg darstelle. Dieser gesetzlich vorgeschriebene Weg würde unterlaufen werden, wenn die Veröffentlichung der Insiderinformationen durch die Weitergabe an Journalisten oder Redakteure erfolgen würde¹¹⁰⁵.

Die Ad-hoc-Mitteilungen verfolgt den Zweck, durch eine gleichmäßige Unterrichtung der Anleger die Gefahr des Insiderhandels zu reduzieren. Eine Weitergabe von Insiderinformationen an Medienvertreter, welche keiner Überwachung durch die BaFin unterliegt, würde den Kreis der Insider vergrößern und dadurch auch die Gefahr von Insiderhandel erhöhen¹¹⁰⁶. Auch die Berücksichtigung der Pressefreiheit und der journalistischen Berufs- und Standesregeln gem. Art. 21 MAR führt nach dieser Ansicht zu keinem anderen Ergebnis, da der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes durch die Verhinderung von Insiderhandel die Pressefreiheit regelmäßig überwiegt¹¹⁰⁷.

¹¹⁰³ B.II.2.b) Sachlicher Schutzbereich.

¹¹⁰⁴ Zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF *Cloppenburg/Kruse*, WM 2007 24, 1109 (1112); *Park/Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 83; *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb*, § 8 Rn. 262, 281; *Meyer/Veil/Rönnau/Meyer*, § 8 Rn. 47; *Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 50; **a.A.** zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG: *Assmann*, AG 1994, 237 (247); *Sturm*, ZBB 2010, 20 (28).

¹¹⁰⁵ *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb* § 8 Rn. 281; *Park/Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 83; *Meyer/Veil/Rönnau/Meyer*, § 8 Rn. 47; *Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 50.

¹¹⁰⁶ *Park/Hilgendorf/Kusche*, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 84.

¹¹⁰⁷ *Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 50; *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb* § 8 Rn. 281.

Einige Vertreter dieser Ansicht gehen ferner davon aus, dass Art. 21 MAR lediglich die Offenlegung oder Verbreitung von Insiderinformationen in und durch die Medien für journalistische Zwecke erfasse, nicht aber die Weitergabe von Informationen an Medien. Demnach sei Art. 21 MAR auf die Offenlegung von Insiderinformationen durch einen Emittenten gegenüber Medien schon gar nicht anwendbar¹¹⁰⁸.

Diese enge Auslegung des Anwendungsbereiches vermag nicht zu überzeugen, da sie die Reichweite der Presse- und Meinungsfreiheit zu eng zieht. Ein Kernbestandteil der journalistischen Arbeit besteht gerade darin, Informationen zu sammeln und Informationsquellen zu erschließen und diese zu einer Weitergabe von Informationen zu bewegen. Schließlich können Medien Informationen nur dann offenlegen oder verbreiten, wenn sie zuvor Zugang zu diesen Informationen erhalten haben. Eine Beschränkung des Zugangs zu Informationen stellt damit mittelbar auch eine Einschränkung der Offenlegung und Verbreitung dieser dar. Daher hat der EuGH in seiner AMF/LVMH-Entscheidung ausdrücklich klargestellt, dass die Formulierung „für journalistische Zwecke“ in Art. 21 MAR in Anbetracht der Bedeutung der Pressefreiheit für eine demokratische Gesellschaft weit auszulegen ist¹¹⁰⁹. Vorbereitungshandlungen, wie das Sammeln von Informationen, sowie journalistische Recherche- und Untersuchungstätigkeiten sind von dem Anwendungsbereich des Art. 21 MAR erfasst¹¹¹⁰.

Eine Gegenansicht hält die Offenlegung von ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen gegenüber Journalisten jedenfalls dann für rechtmäßig, wenn garantiert sei, dass die Information ohne Verzögerung öffentlich bekannt im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR¹¹¹¹ gemacht würde¹¹¹². Dies wird mit damit begründet, dass die Veröffentlichung von Insiderinformationen gerade zu einer Förderung der informationellen Chancengleichheit führe und durch das öffentliche Bekanntwerden der Information die Gefahr des Insiderhandels vollständig beseitigt werde, da die

¹¹⁰⁸ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 50 a.A. Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 86; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 44.

¹¹⁰⁹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 67 = WM, 2022, 912 (917).

¹¹¹⁰ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 69 = WM, 2022, 912 (913); Dazu: F.II Anwendungsbe-
reich.

¹¹¹¹ C.I.2 Nicht öffentlich bekannt.

¹¹¹² Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 201; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014, Art. 10 Rn. 44; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014, Art. 10 Rn. 88; Ellenberger/Bunte/Kumpan/Hopt, § 86 Rn. 110; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 197; zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF:

Sturm, ZBB 2010, 20 (30); Götz, DB 1995, 1949 (1950), sofern ein entsprechender Sperrvermerk mit dem Medium vereinbart wird; Assmann, AG 1994, 237 (247) der einen Sperrvermerk für regelmäßig nicht erforderlich hielt; Schneider, NZG 2005, 702 (705), der allein den subjektiven Willen des Offenlegenden zur Herstellung der öffentlichen Bekanntheit ausreichen lassen will.

Information durch ihre Veröffentlichung den Charakter als Insiderinformation gerade verliere¹¹¹³. Allerdings liegt auch nach dieser Ansicht eine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen vor, wenn die Offenlegung nicht auf eine unverzügliche Herstellung der öffentlichen Bekanntheit der Information gerichtet sei¹¹¹⁴. In diesem Fall würde die Insiderinformation nach wie vor eine solche bleiben und durch die Offenlegung würde lediglich der Kreis an Insidern vergrößert, was Art. 10 MAR gerade verhindern solle¹¹¹⁵.

Demnach könne die Offenlegung von Insiderinformationen nur gegenüber bestimmten Journalisten rechtmäßig sein, nämlich solchen, die über die Möglichkeit verfügen, in einem Medium zu publizieren, welches dazu geeignet ist, die Information dem breiten Anlegerpublikum bekannt zu machen¹¹¹⁶. Diese Anforderungen erfüllen beispielsweise bundesweit erscheinende Tageszeitungen oder Branchenmagazine mit einem großen Marktanteil sowie elektronische Informationsverbreitungssysteme¹¹¹⁷. Die Offenlegung gegenüber Journalisten, die nicht für ein Medium tätig sind, welches keine öffentliche Bekanntheit der Information herstellen kann, wie Regional- oder Lokalmedien, sind somit auch nach dieser Ansicht unrechtmäßig im Sinne des Art. 10 MAR¹¹¹⁸. Eine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Journalisten könne ferner auch dann vorliegen, wenn diese nicht zu dem Zweck erfolge, die Information öffentlich bekannt zu machen, wie etwa bei Einzelgesprächen, Betriebsbesichtigungen oder sonstigen Veranstaltungen, auch wenn zu diesen öffentlich eingeladen worden ist¹¹¹⁹.

In diesen Fällen sei die Rechtmäßigkeit nach den allgemeinen Grundsätzen zu bestimmen¹¹²⁰. Dabei sei das Interesse des Emittenten an einer sachlichen Berichterstattung über ihn jedoch nicht geeignet, um eine rechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Journalisten zu begründen, da es dem Emittenten grundsätzlich zumutbar sei, diese Informationen als

¹¹¹³ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 201; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 89; Ellenberger/Bunte/Kumpan/Hopt, § 86 Rn. 110; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 197.

¹¹¹⁴ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 202; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 88.

¹¹¹⁵ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 202; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 89; zu § 14 Abs. 1 WpHG aF: Schneider, NZG 2005, 702 (704).

¹¹¹⁶ C.I.2.b) Breites Anlegerpublikum.

¹¹¹⁷ C.I.2.f) Einzelfälle.

¹¹¹⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 202; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 89; Ellenberger/Bunte/Kumpan/Hopt, § 86 Rn. 110; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 197; zu § 14 Abs. 1 WpHG aF: Schneider, NZG 2005, 702 (704).

¹¹¹⁹ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 205; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 90; Ellenberger/Bunte/Kumpan/Hopt, § 86 Rn. 107.

¹¹²⁰ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 203; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 90; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 44.

Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen¹¹²¹. Die BaFin führt in ihrem Emittentenleitfaden lediglich allgemein aus, dass es schon an einer Offenlegung im Sinne des Art. 10 MAR fehle, wenn die Information durch die Offenlegung selbst ihre Eigenschaft als Insiderinformation verliere, wobei sie offenlässt, ob die Herstellung der öffentlichen Bekanntheit auch durch eine Veröffentlichung in den Medien erfolgen kann¹¹²².

b) Stellungnahme

Im Ergebnis ist der zuerst dargestellten Ansicht zu folgen, wonach die Offenlegung von ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen durch den Emittenten selbst gegenüber Medien bzw. deren Vertretern als unrechtmäßig im Sinne des Art. 10 MAR einzuordnen ist und zwar unabhängig davon, ob das Medium, welchem gegenüber die Insiderinformationen offengelegt wurde, die Information unverzüglich dem breiten Anlegerpublikum bekannt macht und die Information dadurch ihre Eigenschaft als Insiderinformation verliert oder nicht.

aa) Vorrang der Ad-hoc-Mitteilung

Die Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. Art. 17 MAR ist als standardisiertes Verfahren zur öffentlichen Bekanntmachung von Insiderinformationen durch den Emittenten einer mittelbaren Veröffentlichung durch eine Weitergabe der Informationen an die Medien zwingend vorzuziehen. In Erwägungsgrund Nr. 49 zur MAR macht der europäische Gesetzgeber deutlich, dass die öffentliche Bekanntgabe von Insiderinformationen durch Emittenten von wesentlicher Bedeutung ist, um Insidergeschäften und der Irreführung von Anlegern vorzubeugen. Dies sei der Grund, weshalb der Emittent verpflichtet werden solle, Insiderinformationen so bald wie möglich bekanntzugeben. Zwar gesteht der europäische Gesetzgeber zu, dass diese Verpflichtung unter besonderen Umständen den berechtigten Interessen des Emittenten abträglich sein könne, jedoch sieht er in solchen Fällen lediglich einen Aufschub der Offenlegung der Insiderinformation nach Art. 17 Abs. 4 MAR vor. Dieser setzt voraus, dass eine Irreführung der Öffentlichkeit durch den Aufschub unwahrscheinlich ist und der Emittent die Geheimhaltung der Informationen gewährleisten kann.

¹¹²¹ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 204; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 90; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 50.

¹¹²² BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand: 25. März 2020, I.4.4.1 Offenlegung, S. 62.

Nach dem Willen des europäischen Gesetzgebers soll der Emittent selbst eine Insiderinformation öffentlich bekannt machen und auch wenn er aufgrund besonderer Umstände von der Bekanntmachung der Information zunächst absieht, jedenfalls sicherstellen, dass die Geheimhaltung der Information gewährleistet ist. Die bewusste Offenlegung einer Insiderinformation gegenüber einem Medium bei gleichzeitigem Unterlassen der öffentlichen Bekanntmachung durch eine Ad-hoc-Mitteilung ist jedoch das Gegenteil einer Geheimhaltung und daher offensichtlich nicht vom europäischen Gesetzgeber gewollt.

Außerdem kam es dem Gesetzgeber gerade darauf an, ein einheitliches Verfahren für die Bekanntgabe von Insiderinformationen innerhalb des räumlichen Anwendungsbereiches der MAR sicherzustellen. Dies wird nicht zuletzt durch Art. 17 Abs. 10 MAR deutlich, wonach die ESMA technische Durchführungsstandards für die Anwendung des Art. 17 MAR entwerfen soll¹¹²³, gerade um eine einheitliche Anwendung der Ad-hoc-Publizität sicherzustellen. Diese einheitliche Anwendung, welche insbesondere der informationellen Gleichbehandlung aller Anleger dient, würde völlig unterlaufen werden, wenn der Emittent alternativ die Insiderinformationen ohne Beachtung einheitlicher Durchführungsstandards durch Presseberichterstattung mittelbar offenlegen könnte.

Auch das Interesse des Emittenten, Einfluss auf seine Darstellung in der Öffentlichkeit und auf die Reaktion des Kapitalmarktes bei Bekanntwerden der Insiderinformation zu nehmen, soll bei der Bekanntgabe von Insiderinformationen gerade keine Rolle spielen. Dies wird unter anderem in Art. 17 Abs. 1 S. 2 MAR deutlich, wonach der Emittent die Veröffentlichung von Insiderinformationen gerade nicht mit der Vermarktung seiner Tätigkeiten verbinden darf. Bei der Bekanntgabe der Insiderinformation durch den Emittenten soll es sich nach dem Willen des Gesetzgebers also um eine möglichst objektive und standardisierte Offenlegung der Insiderinformation gegenüber dem breiten Anlegerpublikum handeln. Demnach ist eine journalistische Überarbeitung, Einordnung oder Aufarbeitung der Information im Rahmen der erstmaligen Bekanntgabe durch den Emittenten gerade nicht gewollt.

¹¹²³ Durchführungsverordnung 2016/1055.

bb) Entstehung einer neuen Insiderinformation

Das Argument, dass nach dem Sinn und Zweck des Art. 10 MAR, den Kreis an Insidern möglichst klein zu halten, eine Offenlegung der Information gegenüber Medien als rechtmäßig einzuordnen sei, soweit das Medium durch eine entsprechende unverzügliche Veröffentlichung die Information öffentlich bekannt machen könne, vermag nicht zu überzeugen. Es wird übersehen, dass allein durch die geplante Veröffentlichung der Insiderinformation durch das Medium eine neue Insiderinformation entsteht und damit auch ein neuer Kreis von Insidern. Eben dieser Umstand soll durch das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen verhindert werden.

Der EuGH hat in seiner AMF/LVMH-Entscheidung ausgeführt, dass eine Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Presseartikels eine Information über ein Ereignis darstellt, bei dem mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass es eintreten wird, womit die Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Presseartikels an sich eine präzise Information im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR darstellen kann¹¹²⁴. Die Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Presseartikels muss ferner spezifisch genug sein, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung der Veröffentlichung auf die Kurse des Finanzinstrumentes, auf welches sich der Presseartikel bezieht, zuzulassen¹¹²⁵. Dabei ist die präzise Natur der Information über die Veröffentlichung des Presseartikels eng mit der präzisen Natur der Information, um die es in diesem Artikel geht, verknüpft¹¹²⁶. Da in der zu diskutierenden Konstellation ad-hoc-pflichtige Insiderinformationen an die Medien weitergegeben werden, welche dann Gegenstand des Presseartikels werden, stellt aufgrund der vom EuGH erwähnten engen Verknüpfung auch die Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines solchen Presseartikels regelmäßig eine Insiderinformation dar.

Neben dem Umstand, dass eine neue Insiderinformation und damit auch ein neuer Kreis an Insidern geschaffen wird, ist zu bedenken, dass der Emittent durch die Weitergabe der ursprünglichen Insiderinformation an das betreffende Medium die Kontrolle über die neu entstandene Insiderinformation, welche die bevorstehende Veröffentlichung des Presseartikels zum Gegenstand hat, vollkommen verliert. Die MAR sieht bestimmte Kontrollmechanismen vor,

¹¹²⁴ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 37, 46 = WM, 2022, 912 (914, 916); zur AMF/LVMH-Entscheidung: C.I.3.f) AMF/LVMH-Entscheidung.

¹¹²⁵ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 42 = WM, 2022, 912 (915).

¹¹²⁶ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 41 = WM, 2022, 912 (915).

wie das Führen von Insiderlisten nach Art. 18 MAR, das Offenlegen der Eigengeschäfte von Führungskräften nach Art. 19 MAR oder das Handelsverbot während der „closed period“ gem. Art. 19 Abs. 11 MAR. Diese verpflichten den Emittenten und dessen Führungskräfte, bestimmte Vorkehrungen zu treffen, um die unkontrollierte Verbreitung von Insiderinformationen und damit letztlich auch Insiderhandel zu verhindern.

Diese Schutzvorkehrungen können jedoch nicht greifen, wenn die Insiderinformation außerhalb des Emittenten, nämlich in dem Medium, dem gegenüber die Insiderinformation zur öffentlichen Bekanntmachung weitergegeben wurde, entsteht und verarbeitet wird. Nach der Offenlegung der Insiderinformation gegenüber dem Medium wird dieses eine gewisse Zeit benötigen, um den Artikel, in welchem die Insiderinformation veröffentlicht werden soll, zu schreiben und redaktionell zu bearbeiten. Dieser Prozess ist der Kern der journalistischen Tätigkeit und steht daher unter dem besonderen Schutz der Pressefreiheit, womit der Emittent, der die Information gegenüber dem Medium offengelegt hat, ab diesem Zeitpunkt keinen Einfluss mehr auf die Veröffentlichung hat und auch nicht haben sollte. Dadurch würde ein insiderrechtlich unregulierter Bereich entstehen und damit einhergehend die große Gefahr, dass eine oder beide Insiderinformationen¹¹²⁷ sich unkontrolliert verbreiten und zum Insiderhandel genutzt werden. Genau dieser Gefahr soll das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen jedoch entgegenwirken, weshalb eine Offenlegung von Insiderinformation gegenüber Medien zur öffentlichen Bekanntmachung dem Sinn und Zweck des Art. 10 MAR zuwiderläuft.

cc) Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit – Art. 21 MAR

Auch die Berücksichtigung der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung nach Art. 21 MAR führt zu keinem anderen Ergebnis. Die Befürworter der Rechtmäßigkeit der Offenlegung von ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen durch Emittenten gegenüber Medien zum Zwecke der sofortigen öffentlichen Bekanntmachung weisen zunächst zutreffend darauf hin, dass das Beschaffen von Informationen und das Recherchieren anhand dieser Informationen, als Teil der Vorbereitung einer Veröffentlichung vom sachlichen Schutzbereich der Pressefreiheit umfasst ist¹¹²⁸.

¹¹²⁷ (1) Die Insiderinformation, die der Emittent dem Medium zur Veröffentlichung weitergegeben hat (2) Die Insiderinformation über den Zeitpunkt der Veröffentlichung der Insiderinformation durch das Medium.

¹¹²⁸ B.II.2.b) Sachlicher Schutzbereich.

Das Bundesverfassungsgericht hat zur Pressefreiheit in Art. 5 Abs. 1 GG klargestellt, dass diese zwar nicht die rechtswidrige Beschaffung von Informationen schützt, deren Verbreitung hingegen schon¹¹²⁹. Das Verbot der Offenlegung von Insiderinformationen beeinträchtigt daher ein durch die Pressefreiheit geschütztes Verhalten mindestens mittelbar und stellt daher einen Eingriff in die Pressefreiheit dar¹¹³⁰. Dieser Eingriff ist jedoch gerechtfertigt, soweit der Eingriff in die Pressefreiheit zum Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, insbesondere der Verhinderung von Insiderhandel, geeignet, erforderlich und angemessen ist. Im Rahmen dieser Verhältnismäßigkeitsprüfung ist der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und die damit verbundene Förderung von Wirtschaftswachstum sowie die Schaffung von Arbeitsplätzen¹¹³¹ gegen das Recht der Presse, auch über Insiderinformationen zu berichten und entsprechende Recherchen durchzuführen, abzuwägen¹¹³².

Die Befürworter der Rechtmäßigkeit der Offenlegung von ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen durch Emittenten gegenüber Medien kommen zu dem Ergebnis, dass der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes den Eingriff in die Pressefreiheit nur bei solchen Medien rechtfertigt, die durch eine Veröffentlichung der Information diese nicht zugleich öffentlich bekannt machen und dadurch der Information ihre Eigenschaft als Insiderinformation nehmen¹¹³³. Diese Differenzierung innerhalb der verschiedenen Medienakteure wurde bereits in Bezug auf die Beurteilung der öffentlichen Bekanntheit einer Information im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR dargestellt¹¹³⁴. Sie führt jedoch zu einer Benachteiligung der reichweitenärmeren Medien gegenüber reichweitenstärkeren.

Der Grund für diese Ungleichbehandlung ist, dass eine Gleichbehandlung aller Medienakteure zur Folge hätte, dass selbst Regional- oder Lokalmedien oder selbstständige Journalisten, die beispielsweise einen eigenen Blog mit geringer Reichweite betreiben, Insiderinformationen öffentlich bekannt machen könnten und diese so dem Anwendungsbereich des Insiderrechts entziehen würden, obwohl aufgrund der geringen Reichweite der veröffentlichenden Medienakteure tatsächlich nur ein Bruchteil der Marktteilnehmer Kenntnis von der betreffenden Infor-

¹¹²⁹ BVerfG, Beschluss vom 15. Januar 1984 – 1 BvR 272/81 = NJW 1984, 1741 (1743).

¹¹³⁰ B.II.3.b) Durch die MAR.

¹¹³¹ Erwägungsgrund Nr. 1 zur MAR.

¹¹³² B.II.4 Rechtfertigung.

¹¹³³ Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 89; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 202; Ellenberger/Bunte/Kumpan/Hopt, § 86 Rn. 110; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 197.

¹¹³⁴ C.I.2.d) Konflikt mit der Pressefreiheit.

mation hätte. Dieser Bruchteil von Marktteilnehmern wäre dann in der Lage, seinen Informationsvorsprung außerhalb des Insiderrechts und zu Lasten der übrigen Marktteilnehmer auszunutzen, was letztlich das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt und damit dessen Funktionsfähigkeit massiv beeinträchtigen würde. Aufgrund dieser Gefahr ist eine Differenzierung nach der Reichweite der verschiedenen Medienakteure bei der Beurteilung der öffentlichen Bekanntheit einer Information im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR gerechtfertigt¹¹³⁵.

Diese Rechtfertigung der Ungleichbehandlung bei der Beurteilung der öffentlichen Bekanntheit einer Information im Sinne des Art. 7 Abs.1 lit. a) MAR vermag bei der Ungleichbehandlung in Bezug auf die Offenlegung von ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen durch Emittenten gegenüber Medien jedoch nicht zu überzeugen. Die Ungleichbehandlung im Hinblick auf die öffentliche Bekanntheit einer Information führt dazu, dass die Medien bei der Veröffentlichung der Insiderinformation benachteiligt werden, die allein durch die Veröffentlichung selbst die Eigenschaft der Information als Insiderinformation nicht beseitigen können. Die Ungleichbehandlung im Hinblick auf die Offenlegung von Insiderinformationen durch Emittenten gegenüber Medien setzt jedoch schon deutlich früher, nämlich bei dem Zugang zu (Insider)Informationen an und benachteiligt somit die reichweitchenschwächeren Medienakteure bereits im Stadium der Vorbereitung einer Veröffentlichung.

Durch eine Differenzierung zwischen Medien, denen gegenüber Insiderinformationen offengelegt werden dürfen, da diese in der Lage sind, Insiderinformationen durch ihre Berichterstattung öffentlich bekannt zu machen und solchen, die dies nicht können, würde faktisch eine Zweiklassen-Medienlandschaft entstehen. In dieser gäbe es auf der einen Seite die großen etablierten Medienakteure, die aufgrund ihrer bereits bestehenden hohen Reichweite einen exklusiven Zugang zu Insiderinformationen erhalten würden und solchen, die aufgrund der zu geringen Reichweite diesen Zugang gerade nicht hätten, da eine Offenlegung ihnen gegenüber gegen das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen verstoßen würde.

Dabei ist zu bedenken, dass aus Sicht der einzelnen Medienakteure die Berichterstattung über ad-hoc-pflichtige Insiderinformationen, insbesondere wirtschaftlich, besonders attraktiv ist, da diese zum einen bisher nicht öffentlich bekannt, und zum anderen auch kurserheblich¹¹³⁶ für

¹¹³⁵ C.I.2.d) Konflikt mit der Pressefreiheit.

¹¹³⁶ C.I.5 Eignung zur Erheblichen Kursbeeinflussung.

das Finanzinstrument bzw. den Emittenten sind, auf das sie sich unmittelbar beziehen. Demnach werden Artikel, mit solchen ganz konkreten Informationen zu einem Emittenten oder Finanzprodukt, gerade bei den Marktteilnehmern, die bei dem jeweiligen Emittenten oder dem Finanzprodukt investiert sind oder dies in Erwägung ziehen, besonderes Interesse wecken. Die Ungleichbehandlung ist somit auch insofern problematisch, als dass die Pressefreiheit auch die wirtschaftliche Komponente der Presseberichterstattung erfasst und die grundsätzliche Privilegierung von ohnehin schon reichweitenstarken Medienakteuren erheblich zu deren Gunsten in den Wettbewerb zwischen den Medienakteuren eingreifen und letztlich eine Monopolbildung fördern würde¹¹³⁷. Einer solchen Monopolbildung steht das Ziel des Art. 10 EMRK entgegen, eine pluralistische Medienlandschaft zu fördern und zu erhalten¹¹³⁸.

Darüber hinaus wäre die Weitergabe von Insiderinformationen durch Emittenten an einzelne größere Medienakteure völlig unreguliert. Demnach könnten die Emittenten frei entscheiden, welchem privilegierten Medium sie die exklusiven und wirtschaftlich für das Medium besonders wertvollen Insiderinformationen zur Verfügung stellen. Gleichzeitig würde zwischen den privilegierten Medienakteuren eine Konkurrenzsituation um den Zugang zu den Insiderinformationen des Emittenten entstehen. Aufgrund dieser Konkurrenzsituation könnten sich einzelne Medienakteure dazu gedrängt fühlen, wohlwollend über bestimmte Emittenten zu berichten, damit diese ihnen gegenüber im Gegenzug Insiderinformationen offenlegen. Die mit dieser Situation einhergehende faktische Abhängigkeit der privilegierten Medien von Emittenten, die sie mit exklusiven (Insider-)Informationen versorgen, würde die Pressefreiheit keinesfalls fördern, sondern vielmehr die Unabhängigkeit der Presse, jedenfalls potenziell, gefährden.

Eine Differenzierung zwischen reichweitenstarken Medien, die in der Lage sind, Informationen öffentlich bekannt zu machen, und solchen, die dies nicht sind, würde die Pressefreiheit zusätzlich beeinträchtigen, da die Rechtmäßigkeit der Offenlegung von Insiderinformationen nur gegenüber *bestimmten* reichweitenstarken Medienakteuren die Pressefreiheit noch stärker beeinträchtigen würde, als ein vollständiges Verbot der Offenlegung durch den Emittenten gegenüber *sämtlichen* Medienakteuren. Diese Ungleichbehandlung der Medienakteure ist zudem nicht erforderlich, um den Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu gewährleisten.

¹¹³⁷ Ähnlich: Schröder, NJW 2009, 465 (467); Sturm, ZBB 2010, 20 (30); Schröder/Sethe/Bergmann/Löffler, S. 100.

¹¹³⁸ B.II.9 Pluralistische Medienlandschaft.

Vielmehr steht mit dem Instrument der Ad-hoc-Mitteilung ein milderes und gleichsam wirksames Mittel zur Verfügung.

Letztlich würde also eine Rechtmäßigkeit der Offenlegung von ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen durch Emittenten gegenüber bestimmten Medienakteuren der Pressefreiheit einen Bärendienst erweisen. Eine solche Auslegung des Art. 10 MAR würde zu Ungunsten der reichweitenschwächeren Medien die Pressefreiheit stärker einschränken als ein generelles Offenlegungsverbot gegenüber sämtlichen Medienakteuren. Hinzukommt, dass ein generelles Verbot der Offenlegung von ad-hoc pflichtigen Insiderinformationen durch Emittenten gegenüber Medien gerechtfertigt ist¹¹³⁹ und für die öffentliche Bekanntmachung von Insiderinformationen ein anderes für die Pressefreiheit milderes Mittel in Form der Ad-hoc-Mitteilung durch den Emittenten zur Verfügung steht. Diese benachteiligt alle Medienakteure gleichermaßen, wobei es diesen selbstverständlich unbenommen bleibt, über die ad-hoc veröffentlichten Informationen oder die Ad-hoc-Mitteilung selbst zu berichten.

c) Offenlegung von nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen

Eine weitere denkbare Konstellation ist, dass ein Emittent über Insiderinformationen verfügt, welche nicht der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR unterfallen, da sie den Emittenten nicht unmittelbar betreffen.

aa) Nicht ad-hoc-pflichtige Insiderinformationen

Die Ad-hoc-Publizitätspflicht setzt neben dem Vorliegen einer Insiderinformation auch einen unmittelbaren Emittentenbezug der Insiderinformation voraus. Der Emittent muss daher nur solche Insiderinformationen per Ad-hoc-Mitteilung öffentlich bekannt machen, die ihn selbst unmittelbar betreffen¹¹⁴⁰. Durch diese Begrenzung soll ein Ausufern der Ad-hoc-Publizitätspflicht verhindert werden, da andernfalls die Flut an Ad-hoc-Mitteilungen, die, wenn sie eine ganze Branche betreffen, von mehreren Emittenten mit gleichem Inhalt verbreitet werden würden, der Informationseffizienz des Kapitalmarktes eher schaden würden¹¹⁴¹. Vielmehr sollen

¹¹³⁹ B.II.4 Rechtfertigung.

¹¹⁴⁰ *Buck-Heeb*, § 6 Rn. 488; *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Buck-Heeb*, VO (EU) 596/2014 Art. 17 Rn. 74; *Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann*, VO (EU) 596/2014 Art. 17 Rn. 30; *Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 17 Rn. 53; *Meyer/Veil/Rönnau/Veil/Brüggemeier*, § 10, Rn. 48; *Klöhn/Klöhn*, Art. 17, Rn. 81.

¹¹⁴¹ *Klöhn/Klöhn*, Art. 17, Rn. 81; *Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 17 Rn. 53; *Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann*, VO (EU) 596/2014 Art. 17 Rn. 30; zu § 15 Abs. 2 S. 1 WpHG aF *Buck-Heeb*, § 6 Rn. 493.

die Insiderinformationen von dem Emittenten per Ad-hoc-Mitteilung verbreitet werden, in dessen Tätigkeitsbereich die Information entsteht, da dieser die potenzielle Kursrelevanz am effizientesten ermitteln kann (*cheapest cost avoider*)¹¹⁴².

Eine allgemeine Definition für das Vorliegen einer unmittelbaren Betroffenheit eines Emittenten von einer Insiderinformation ist nicht möglich, da aufgrund der Vielzahl an denkbaren Konstellationen stets eine Einzelfallbetrachtung notwendig ist¹¹⁴³. Anknüpfend an § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG aF kann davon ausgegangen werden, dass eine Insiderinformation einen Emittenten insbesondere dann unmittelbar betrifft, wenn sie sich auf Umstände bezieht, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind, wie beispielsweise Geschäftszahlen oder Prognosen¹¹⁴⁴. Allerdings können auch Insiderinformationen, die außerhalb des Tätigkeitsbereiches des Emittenten eintreten eine Ad-hoc-Publizitätspflicht für diesen auslösen, wie etwa der Erhalt eines Großauftrages, Entscheidungen von Gerichten oder Verwaltungsbehörden, die sich unmittelbar auf die Bildung von Rückstellungen auswirken oder eine Prognosekorrektur in erheblichem Maße notwendig machen¹¹⁴⁵.

Die BaFin hat unter Zugrundelegung der Empfehlungen des Komitees der europäischen Aufsichtsbehörden (CESR), dem Vorgänger der ESMA, einen beispielhaften Katalog an Insiderinformationen erstellt, die einen Emittenten grundsätzlich nur mittelbar betreffen. Dies sind unter anderem allgemeine Marktstatistiken und Wirtschaftsdaten, aber auch Informationen über eine für den Emittenten relevante Veränderung eines Konkurrenten, wie dessen bevorstehende Insolvenz¹¹⁴⁶. In diesem Zusammenhang stellt die BaFin klar, dass eine solche, den Emittenten nur mittelbar betreffende Insiderinformation zwar keine Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten auslöst, ansonsten die Verbote des Art. 14 MAR, also insbesondere das Verbot von Insidergeschäften als auch das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen, jedoch einschlägig sind¹¹⁴⁷.

¹¹⁴² Meyer/Veil/Rönnau/Veil/Brüggemeier, § 10, Rn. 48; Klöhn/Klöhn, Art. 17, Rn. 81.

¹¹⁴³ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Buck-Heeb, VO (EU) 596/2014 Art. 17 Rn. 75.

¹¹⁴⁴ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.3.2.2.2 Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten, S. 33; Buck-Heeb, § 6 Rn. 489; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 17 Rn. 30.

¹¹⁴⁵ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.3.2.2.2 Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten, S. 33; Buck-Heeb, § 6 Rn. 489.

¹¹⁴⁶ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.3.2.2.2 Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten, S. 33.

¹¹⁴⁷ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.3.2.2.2 Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten, S. 33; Zustimmung schon zu § 15 Abs. 1 WpHG aF: Cloppenburg/Kruse, WM 24, 1109 (1113).

bb) Rechtmäßigkeit der Offenlegung nicht ad-hoc-pflichtiger Insiderinformationen

Emittenten haben grundsätzlich ein Interesse daran, mit (potenziellen) Investoren im Rahmen der sogenannten „Investors Relations“ und mit der Öffentlichkeit ganz allgemein in Kontakt zu treten („Corporate Communication“). Der Emittent verfolgt dabei das Ziel, ein möglichst positives Bild von sich selbst in der Öffentlichkeit, insbesondere in der medialen Darstellung der (Fach-)Presse, zu erzeugen und Investoren von sich und seinem Geschäftsmodell zu überzeugen.

Ein Teil dieser Kommunikation mit (professionellen) Investoren im Rahmen der „Investors Relations“ besteht darin, über die Entwicklungen und Herausforderungen in der Branche zu informieren und sich über die Erwartungen der Aktionäre und der Fachpresse an die Geschäftsentwicklung auszutauschen¹¹⁴⁸. Um diesen fachlichen Austausch möglichst fundiert zu gestalten und die Investoren möglichst umfassend über die aktuelle und in Zukunft zu erwartende Geschäftsentwicklung zu informieren, kann es für den Emittenten sinnvoll sein, die Investoren und Medien über bestimmte wirtschaftliche Entwicklungen in der Branche, wie die Entwicklung der Nachfrage, der Kosten oder der Verfügbarkeit von bestimmten Vorprodukten zu informieren.

Bei diesen Informationen kann es sich für manche Emittenten, die von der entsprechenden Entwicklung besonders stark betroffen sind, um eine ad-hoc-pflichtige Insiderinformation handeln. Für andere Emittenten, die von der Entwicklung weniger stark betroffen sind, kann die Information hingegen keine Insiderinformation darstellen und damit auch keine Ad-hoc-Publizitätspflicht auslösen. Es stellt sich daher die Frage, ob die Offenlegung solcher nicht ad-hoc-pflichtiger Insiderinformationen gegenüber Medien durch den Emittenten ebenfalls unrechtmäßig ist oder ob diese anders zu behandeln sind als solche Insiderinformationen, bei denen eine Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten besteht.

(1) Vorrang der Ad-hoc-Mitteilung

Für eine Rechtmäßigkeit der Offenlegung von nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen durch Emittenten gegenüber Medien spricht, dass in diesen Fällen der Vorrang der Ad-hoc-

¹¹⁴⁸ Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, § 1 Rn. 197; Empfehlung F. 1 des Deutschen Corporate Governance Kodex Stand: 28.06.2022.

Mitteilung jedenfalls nicht unmittelbar greift¹¹⁴⁹, da diese Insiderinformationen für den offenlegenden Emittenten nicht ad-hoc-pflichtig sind. Allerdings ist es denkbar, dass andere Emittenten ad-hoc-mitteilungspflichtig in Bezug auf diese Insiderinformation sind. Die öffentliche Bekanntmachung dieser Insiderinformation durch eine Ad-hoc-Mitteilung des unmittelbar von der Insiderinformation betroffenen Emittenten könnte dabei bewusst unterblieben sein, da sich ein Emittent für einen Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung nach Art. 17 Abs. 4 MAR entscheiden kann.

Ein solcher Aufschub wäre nur dann rechtmäßig, wenn gem. Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR die unverzügliche Offenlegung der Insiderinformation geeignet wäre, berechnigte Interessen dieses Emittenten zu beeinträchtigen. Im Umkehrschluss würde daher die mittelbare Offenlegung der Insiderinformation durch einen anderen Emittenten, durch die Offenlegung der Insiderinformation gegenüber den Medien diese berechtigten Interessen des unmittelbar betroffenen Emittenten verletzen. Ein berechtigtes Interesse liegt beispielsweise vor, wenn ein Emittent aufgrund eines laufenden Gerichtsprozesses nur noch eingeschränkt tätig sein kann und daher in erheblichen Liquiditätsschwierigkeiten ist, jedoch mit einem baldigen positiven Ausgang des Gerichtsprozesses rechnet. Der Emittent hat in einem solchen Fall ein berechtigtes Interesse daran eine Ad-hoc-Mitteilung über die drohende Insolvenz aufzuschieben¹¹⁵⁰.

Es stellt sich somit die Frage, ob die Ad-hoc-Mitteilungspflicht eines anderen Emittenten dazu führt, dass die Offenlegung einer Insiderinformation gegenüber Medien durch einen in Bezug auf diese Insiderinformation nicht ad-hoc-pflichtigen Emittenten als unrechtmäßig zu bewerten ist. Dies ist aus zwei Gründen abzulehnen. Zum einen ist für den Emittenten, der die Insiderinformation offenlegen will, praktisch nicht zu ermitteln, ob die Insiderinformation tatsächlich einen anderen Emittenten unmittelbar betrifft. Wie bereits ausgeführt, ist zur Beurteilung der unmittelbaren Betroffenheit eines Emittenten von einer Insiderinformation eine Einzelfallprüfung erforderlich.

¹¹⁴⁹ C.II.4.b)aa) Vorrang der Ad-hoc Mitteilung.

¹¹⁵⁰ Beispiel aus: *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.3 Geben falscher oder irreführender Signale S. 81.

Beispielsweise können sich stark ansteigende Rohstoffpreise oder die Störung von Lieferketten sehr unterschiedlich auf die verschiedenen Unternehmen in einer Branche auswirken. Die jeweilige Betroffenheit hängt etwa von den jeweiligen Lagerbeständen, Lieferketten und der Vertragsgestaltung mit den Zulieferern ab. Daher kann ein Emittent lediglich prüfen, ob die Insiderinformation ihn selbst unmittelbar betrifft, nicht jedoch, ob die Insiderinformation irgendeinen Emittenten unmittelbar betrifft und daher für irgendeinen Emittenten ad-hoc-mitteilungspflichtig ist. Das Kriterium, ob die Insiderinformation für irgendeinen Emittenten eine Ad-hoc-Publizitätspflicht auslöst, ist in der Praxis somit nicht sinnvoll anwendbar.

Zum anderen kann ein Emittent, der zu einer Ad-hoc-Mitteilung verpflichtet ist, diese nicht unbegrenzt aufschieben, um seine berechtigten Interessen zu schützen. Der Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung setzt nach Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR voraus, dass der Emittent die Geheimhaltung der Insiderinformation sicherstellen kann. Bei einer Insiderinformation die mehreren Emittenten bekannt ist, liegt schon diese Voraussetzung nicht vor. Für den Fall, dass die Insiderinformation zunächst nur dem unmittelbar betroffenen Emittenten bekannt ist und andere Emittenten erst später von dieser erfahren, sieht Art. 17 Abs. 7 MAR vor, dass, wenn die Vertraulichkeit der Insiderinformation nicht mehr gewährleistet ist, der Emittent, der die Mitteilung bisher aufgeschoben hat, die Öffentlichkeit so schnell wie möglich über die Insiderinformation informieren muss¹¹⁵¹. Es ist daher nicht Aufgabe der nicht ad-hoc-mitteilungspflichtigen Emittenten, auf einen möglichen Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung durch einen anderen Emittenten Rücksicht zu nehmen. Vielmehr muss der Emittent, der von der Möglichkeit des Aufschubes Gebrauch gemacht hat, permanent prüfen, ob der Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung fortbestehen kann.

(2) Regelungszweck des Art. 10 MAR

Im Hinblick auf den Regelungszweck des Verbotes der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen ergibt sich ein differenziertes Bild. Gegen eine Offenlegung spricht, wie auch schon bei ad-hoc-publizitätspflichtigen Insiderinformationen, dass sich durch die Weitergabe der Insiderinformation an ein Medium der Kreis an Insidern, jedenfalls bis zum Zeitpunkt der öffentlichen Bekanntmachung der Insiderinformation durch die mediale Berichterstattung, vergrößert. Hinzukommt, dass durch die geplante Veröffentlichung der Insiderinformation in dem Medium eine neue Insiderinformation und damit auch ein neuer Kreis an Insidern entstehen

¹¹⁵¹ Zu § 15 Abs. 3 WpHG aF: *Sturm*, ZBB 2012, 20 (28, 29).

und sich damit auch die Gefahr des Insiderhandels potenziell erhöht. Zudem entsteht diese neue Insiderinformation außerhalb der Organisationgewalt des Emittenten und damit auch außerhalb der zur Vermeidung von Insiderhandel vorgesehenen Kontrollmechanismen¹¹⁵².

Für eine Offenlegung durch den Emittenten spricht, dass die Offenlegung der Insiderinformation gegenüber einem Medium zu einer öffentlichen Bekanntheit der Information führen kann, wodurch diese ihre Eigenschaft als Insiderinformation verliert und sich der Kreis der Insider dadurch auf Null reduziert. Ferner trägt gerade die öffentliche Bekanntmachung von Insiderinformationen zu einer Verbesserung der Informationseffizienz des Kapitalmarktes bei¹¹⁵³. Voraussetzung für die Herstellung einer öffentlichen Bekanntheit der Insiderinformation durch die mediale Berichterstattung ist jedoch, dass das Medium, welchem gegenüber die Insiderinformation offengelegt wird und welches anschließend über diese berichtet, in der Lage ist, durch seine Berichterstattung die Insiderinformation überhaupt dem breiten Anlegerpublikum zur Kenntnis zu bringen und sie dadurch öffentlich bekannt zu machen¹¹⁵⁴. Dazu sind nur bestimmte besonders reichweitenstarke Medien in der Lage, welche gegenüber den weniger reichweitenstarken Medien, wie Lokal- und Regionalpresse, privilegiert werden. Wie bereits an anderer Stelle umfangreich ausgeführt, ist diese Ungleichbehandlung zum Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes gerechtfertigt¹¹⁵⁵.

Im Ergebnis wird man den Regelungszweck des Verbotes der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen so zu verstehen haben, dass dieses die Vergrößerung des Kreises der Insider zwar verhindern soll, die Herstellung der öffentlichen Bekanntheit einer Insiderinformation hingegen nicht. Eine Anwendung des Art. 10 MAR auf die Offenlegung von für den offenlegenden Emittenten nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen würde den Erhalt von Insiderinformationen jedoch fördern und damit letztlich die Gefahr von Insiderhandel unter Verwendung nicht ad-hoc-pflichtiger Insiderinformationen dauerhaft aufrechterhalten. Zum anderen würde das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen letztlich die Informationseffizienz des Kapitalmarktes verschlechtern, da Insiderinformationen nur durch Ad-hoc-Mitteilungen der unmittelbar betroffenen Emittenten öffentlich bekannt gemacht

¹¹⁵² C.II.4.b)bb) Entstehung einer neuen Insiderinformation.

¹¹⁵³ Ähnlich: *Cloppenburg/Kruse*, WM 2007 24, 1109 (1113); *Sturm*, ZBB 2010, 20 (29).

¹¹⁵⁴ *Cloppenburg/Kruse*, WM 2007 24, 1109 (1113).

¹¹⁵⁵ C.I.2.d) Konflikt mit der Pressefreiheit.

werden würden. Insiderinformationen, die keinen Emittenten unmittelbar betreffen¹¹⁵⁶, könnten aufgrund des Verbots der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen dann nicht öffentlich bekannt gemacht werden und würden zum einen als Insiderinformation fortbestehen und zum anderen dem breiten Anlegerpublikum bei der Investitionsentscheidung nicht zur Verfügung stehen, was eine Verschlechterung der Informationseffizienz des Kapitalmarktes bedeuten würde.

(3) Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit

Auch bei der Beurteilung der Rechtmäßigkeit der Offenlegung von nicht ad-hoc-publizitätspflichtigen Insiderinformationen sind gem. Art. 21 MAR die Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung angemessen zu berücksichtigen. Allerdings kann die Argumentation zu der Offenlegung von ad-hoc-publizitätspflichtigen Insiderinformationen¹¹⁵⁷ nicht auf die Offenlegung von nicht ad-hoc-publizitätspflichtigen Insiderinformationen übertragen werden.

Der Ausgangspunkt ist auch bei der Offenlegung von nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen durch Emittenten gegenüber Medien ein grundsätzlicher Konflikt zwischen dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und dem Schutz der Pressefreiheit, welche auch das Beschaffen und Verifizieren von Informationen umfasst. Der Wegfall der ad-hoc-Publizitätspflicht wirkt sich auf die Abwägung in zweierlei Hinsicht aus.

Zum einen führt die nicht bestehende Ad-hoc-Publizitätspflicht für die betroffenen Insiderinformationen dazu, dass es kein geregeltes Verfahren gibt, um diese Informationen dem breiten Anlegerpublikum zur Verfügung zu stellen. Dies hat zum einen zur Folge, dass die Informationen zunächst dauerhaft als Insiderinformationen existieren, da sie mangels Ad-hoc-Mitteilung nicht öffentlich bekannt werden. Damit einher geht die latente Gefahr, dass diese Insiderinformationen zum Insiderhandel genutzt werden. Zum anderen stehen diese Informationen den Anlegern bei ihrer Investitionsentscheidung nicht zur Verfügung, was letztlich zu einer Verschlechterung der Informationseffizienz des Kapitalmarktes führt. Es ist daher im Interesse der

¹¹⁵⁶ Ein Katalog an Beispielen für Insiderinformationen, die einen Emittenten grundsätzlich nur mittelbar betreffen findet sich im Emittentenleitfaden der BaFin: *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.3.2.2.2 Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten, S. 33.

¹¹⁵⁷ C.II.4.b)cc) Berücksichtigung der Meinungs- und Pressefreiheit.

Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, dass auch die nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen öffentlich bekannt werden.

Für die Herstellung der öffentlichen Bekanntheit dieser nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen bietet sich eine Veröffentlichung in den Medien geradezu an. Insofern besteht mithin kein Konflikt zwischen der Pressefreiheit und dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, sondern die Veröffentlichungen der Presse tragen vielmehr zu einer Reduktion der nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen bei und reduzieren dadurch die Gefahr von Insiderhandel und leisten gleichzeitig einen Beitrag zur Verbesserung der Informationseffizienz des Kapitalmarktes.

Dies setzt jedoch voraus, dass die Veröffentlichung der Insiderinformation in dem Medium auch zu einer öffentlichen Bekanntheit der Information führt. Dies ist, wie nun schon mehrfach erläutert, nur bei bestimmten, sehr reichweitenstarken Medien der Fall. Veröffentlichungen in reichweitschwächeren Medien, wie Lokal- und Regionalzeitungen, Blogs freier Journalisten oder in sozialen Medien führen hingegen nicht zu einer öffentlichen Bekanntheit der Insiderinformation¹¹⁵⁸. Es bedarf daher der ebenfalls bereits erläuterten Ungleichbehandlung von Medien, die in der Lage sind Informationen öffentlich bekannt zu machen und solchen die dies nicht sind. Diese Ungleichbehandlung ist bei der Offenlegung von nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen durch Emittenten gegenüber Medien gerechtfertigt, da die mittelbare Offenlegung von Insiderinformationen notwendig ist, um die Informationseffizienz des Kapitalmarktes sicherzustellen und potenziellen Insiderhandel zu verhindern.

Die Offenlegung durch Medien, die die Information durch ihre Berichterstattung nicht öffentlich bekannt machen, würde dieses Ziel gerade nicht erreichen, sondern ganz im Gegenteil den Kreis an Insidern lediglich vergrößern und dadurch die Gefahr des Insiderhandels noch verstärken. Aufgrund dieser negativen Folgen der Veröffentlichung einer Insiderinformation durch ein Medium, welches keine öffentliche Bekanntheit der Information herstellen kann, ist eine Ungleichbehandlung gegenüber solchen Medien gerechtfertigt, die diese öffentliche Bekanntheit gerade herstellen können. Weiter ist zu beachten, dass die wirtschaftlichen Folgen der Ungleichbehandlung im Hinblick auf den Zugang zu nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen andere sind, als bei dem Zugang zu ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen. Ad-hoc-

¹¹⁵⁸ C.I.2.d) Nicht öffentlich bekannt.

pflichtige Insiderinformationen betreffen einen bestimmten Emittenten unmittelbar und haben in Bezug auf diesen Emittenten einen besonderen Nachrichtenwert. Sie sind daher für das Medium, welches diese Information verbreiten kann, von einem besonderen wirtschaftlichen Wert. Nicht ad-hoc-pflichtige Insiderinformationen haben hingegen eher einen allgemeineren Charakter, da sie gerade keinen unmittelbaren Bezug zu einem Emittenten aufweisen bzw. dieser unmittelbare Bezug (noch) nicht erkennbar ist.

Diese eher allgemeinen Entwicklungen oder Herausforderungen für eine Branche oder eine Volkswirtschaft stellen Hintergrundinformationen dar, aus welchen sich nur bedingt Rückschlüsse für Investitionsentscheidungen ziehen lassen. Wenn man davon ausgeht, dass Anleger besonders an solchen Publikationen interessiert sind, die in einem unmittelbaren Zusammenhang mit einem bereits getätigten oder einem zukünftig geplanten Investment stehen, sind Informationen mit einem unmittelbaren Bezug zu einem Emittenten somit besser geeignet, eine große Zahl an Lesern zu erreichen, als solche, die lediglich allgemeine Informationen enthalten. Demnach stellt die Ungleichbehandlung der Medien in Bezug auf die Offenlegung von nicht ad-hoc-publizitätspflichtigen Insiderinformationen durch Emittenten zwar einen Eingriff in die Pressefreiheit dar, dieser ist jedoch gerechtfertigt. Der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, insbesondere die Verbesserung der Informationseffizienz und die Verringerung der Gefahr von Insiderhandel, überwiegt das Gleichbehandlungsinteresse der nicht zur Herstellung einer öffentlichen Bekanntheit fähigen Medien.

cc) Zwischenergebnis

Im Ergebnis ist die Offenlegung von nicht ad-hoc-publizitätspflichtigen Insiderinformationen durch Emittenten gegenüber Medien, die in der Lage sind diese Insiderinformationen öffentlich bekannt zu machen, gerechtfertigt¹¹⁵⁹. Im Gegensatz zu ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen besteht im Interesse des Schutzes der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes die Notwendigkeit, diese Insiderinformationen durch eine entsprechende mediale Berichterstattung öffentlich bekannt zu machen. Dies steht gerade im Einklang mit dem Regelungsziel des Art. 10 MAR, den Kreis an Insidern möglichst klein zu halten, ohne Insiderinformationen durch das Unterbinden einer öffentlichen Bekanntmachung dauerhaft aufrechtzuerhalten.

¹¹⁵⁹ Im Ergebnis auch schon: zu § 14 Abs. 1 WpHG aF: *Schneider*, NZG 2005, 702 (707).

Emittenten, die von der Insiderinformation unmittelbar betroffen und somit ad-hoc-mitteilungspflichtig sind, müssen dieser Pflicht nach dem Regime des Art. 17 MAR nachkommen. Ein Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht durch den verpflichteten Emittenten hat hingegen nicht zur Folge, dass andere nicht zur Ad-hoc-Mitteilung verpflichtete Emittenten gegen Art. 10 MAR verstoßen, wenn sie im Rahmen ihrer Unternehmenskommunikation die Information Medien gegenüber offenlegen, die durch eine entsprechende Veröffentlichung die Information öffentlich bekannt machen.

d) Offenlegung durch Dritte gegenüber Medien

Anders stellt sich die Situation bei der Offenlegung von Insiderinformationen durch Dritte gegenüber Medien dar. Diese Dritten sind Personen, die zwar Kenntnis von Insiderinformationen eines Emittenten haben, deren Handlungen dem Emittenten jedoch nicht zugerechnet werden können, wie aktive oder ehemalige Mitarbeiter des Emittenten, welche keine Vertretungsmacht innehaben¹¹⁶⁰.

Die unterschiedliche Behandlung dieser Konstellationen ist angezeigt, da diese Personen, anders als der Emittent selbst, über kein eigenes Instrument zur öffentlichen Bekanntmachung der Insiderinformation wie das Herausgeben einer Ad-hoc-Mitteilung verfügen. Sie sind demnach auch nicht Verpflichtete der Ad-hoc-Mitteilungspflicht aus Art. 17 Abs. 1 MAR, womit das Argument der vorrangigen Ad-hoc-Publizität auf diese Konstellation nicht anwendbar ist¹¹⁶¹.

Ferner besteht ein besonderes öffentliches Interesse an dem Bekanntwerden von Insiderinformationen, welche der Emittent ggf. bewusst nicht offenlegt, um bestehende Missstände oder Straftaten zu verschleiern. Unter diesem Aspekt ist die Presse als „öffentlicher Wachhund“ und „vierte Gewalt“ für die Ausübung ihrer Überwachungs- und Kontrollfunktion darauf angewiesen, Personen, die über Insiderinformationen verfügen, als journalistische Quellen in Anspruch nehmen zu können. Der entscheidende Unterschied zu der Offenlegung durch den Emittenten selbst besteht darin, dass, wenn der Emittent eine Insiderinformation öffentlich bekannt machen und damit seiner Pflicht aus Art. 17 Abs. 1 MAR Folge leisten will, er dies durch eine Ad-hoc-Mitteilung tun kann und die Information dadurch öffentlich bekannt ist. Der Emittent ist für die Offenlegung einer Insiderinformation somit nicht auf eine Presseberichterstattung angewiesen.

¹¹⁶⁰ C.II.2.b) Zurechnung des Handels natürlicher Personen.

¹¹⁶¹ Zu § 15 WpHG aF: *Sturm*, ZB 2010, 20 (29).

Für den Fall, dass der Emittent seiner Mitteilungspflicht hingegen nicht nachkommt, bedarf es gerade eines Kanals, mit dessen Hilfe die Personen, die über die Insiderinformationen verfügen, die Insiderinformationen der Öffentlichkeit zugänglich machen können, ohne sich dadurch strafbar zu machen. Bei der Offenlegung von Insiderinformationen durch Dritte nimmt die Presse somit, im Gegensatz zur Offenlegung durch den Emittenten selbst, ihre Funktion als öffentliche Kontrollinstanz in besonderer Weise wahr und wird gewissermaßen zum „Sprachrohr“ des Insiders. Aus diesem Grund ist die Offenlegung von Insiderinformationen durch Dritte gegenüber Medien nicht grundsätzlich unrechtmäßig, sondern ist vielmehr nach den allgemeinen Regeln, also insbesondere anhand einer Verhältnismäßigkeitsprüfung zu beurteilen¹¹⁶². Dabei sind gem. Art. 21 MAR insbesondere die Presse- und Meinungsfreiheit, aber auch die journalistischen Berufs- und Standesregeln zu berücksichtigen, worauf in den Ausführungen zu Art. 21 MAR detailliert eingegangen wird¹¹⁶³.

e) Offenlegung durch Medien

Die Frage nach dem Vorliegen einer unrechtmäßigen Offenlegung einer Insiderinformation stellt sich auch bei Veröffentlichungen durch Medien, welche Insiderinformationen enthalten. Folglich geht es nun um die Frage, ob durch diese Veröffentlichung das Medium selbst gegen Art. 10 MAR verstößt.

Dabei wird vertreten, dass es sich bei der Veröffentlichung von Insiderinformation durch Medien schon um keine Offenlegung im Sinne des Art. 10 Abs. 1 MAR handele, sofern durch die Offenlegung die Information öffentlich bekannt im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR wird¹¹⁶⁴. Andere sind der Auffassung, dass es sich bei der Veröffentlichung von Insiderinformationen durch Medien zwar tatbestandlich um eine Offenlegung im Sinne des Art. 10 Abs. 1 MAR handele, welche jedoch rechtmäßig sei, sofern die Information durch die Veröffentlichung öffentlich bekannt wird¹¹⁶⁵. Eine weitere Ansicht hält die Veröffentlichung von Insiderinformationen durch Medien ebenfalls für eine Offenlegung im Sinne des Art. 10 MAR und stuft diese

¹¹⁶² Ellenberger/Bunte/Kumpan/Hopt, § 86 Rn. 110; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 206; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10, Rn. 91; Mit einer starken Abwägungstendenz zu Gunsten der Insiderhandelsprävention: Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 281; Dazu: F.VIII.1.a) Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Medien.

¹¹⁶³ F.VIII.1.a) Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Medien.

¹¹⁶⁴ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 210; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 12a **Kritisch** Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 235.

¹¹⁶⁵ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 44; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 92; Ellenberger/Bunte/Kumpan/Hopt, § 86 Rn. 109; Zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF: Cloppenburg/Kruse, WM 2007, 1109 (1113); Sturm, ZBB 2010, 20 (30); **Kritisch** Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 282.

als grundsätzlich unbefugt ein, da die Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität gem. Art. 17 MAR vorrangig seien¹¹⁶⁶.

Dem wird entgegengehalten, dass sich Art. 17 MAR lediglich an den Emittenten selbst richtet und die Missachtung der Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung durch den Emittenten nicht dazu führen könne, dass die Offenlegung durch das nicht nach Art. 17 MAR verpflichtete Medium als unrechtmäßig einzustufen sei¹¹⁶⁷. Ferner wird gegen die Unrechtmäßigkeit der Offenlegung einer Insiderinformation aufgrund des Verstoßes des Emittenten gegen Art. 17 MAR angeführt, dass die Ad-hoc-Publizitätspflicht des Art. 17 MAR gerade nicht den Zweck verfolge, die Presse- und Meinungsfreiheit zu beschränken, sondern vielmehr dazu diene, eine informationelle Chancengleichheit für sämtliche (potenziellen) Anleger sicherzustellen. Dieser Umstand sei bei der Auslegung des Art. 10 MAR gemäß Art. 21 MAR zu berücksichtigen¹¹⁶⁸.

Dem ist insofern zu folgen, als dass sich die Ad-hoc-Publizitätspflicht nicht an die Medien, sondern an die Emittenten richtet und die Presse gerade dann im Rahmen ihrer Überwachungs- und Kontrollfunktion eingreifen soll, wenn Emittenten ihrer Publizitätspflicht nicht nachkommen. Wenn man aufgrund des Verstoßes des Emittenten gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht auch die Offenlegung durch die Medien als unrechtmäßig ansehen würde, könnten die Medien ihrer Überwachungs- und Kontrollfunktion gerade nicht nachkommen und das aufgrund der ausbleibenden Ad-hoc-Mitteilung bestehende Informationsdefizit des breiten Anlegerpublikums würde durch Art. 10 MAR auch noch aufrechterhalten werden. Eine solche Auslegung widerspricht zum einen dem Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht die Informations-effizienz des Kapitalmarktes zu fördern und verkennt zum anderen die Reichweite der Presse- und Meinungsfreiheit¹¹⁶⁹.

Bei der Veröffentlichung einer Insiderinformation durch ein Medium handelt es sich dennoch um eine Offenlegung im Sinne des Art. 10 Abs. 1 MAR, da die Information zum Zeitpunkt der

¹¹⁶⁶ *Sethe*, ZBB 2006, 243 (252); Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 51; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 83.

¹¹⁶⁷ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 211; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 55; Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellochs, § 1 Rn. 177 a.A. Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 51.

¹¹⁶⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 211.

¹¹⁶⁹ a.A. Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 51, der durch die Annahme der Unrechtmäßigkeit der Veröffentlichung Journalisten vor möglichen Schadenersatzforderungen schützen will. Dies vermag nicht zu überzeugen, da durch die Annahme einer Rechtmäßigkeit der Offenlegung durch Journalisten eine Haftung nach § 823 Abs. 1 oder 2 BGB aufgrund der fehlenden Widerrechtlichkeit gerade ausscheiden würde; Im Kontext des Art. 21 MAR jedoch deutlich liberaler: Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 39.

Veröffentlichung gerade noch nicht öffentlich bekannt ist und daher ihre Eigenschaft als Insiderinformation erst in Folge der Veröffentlichung verliert¹¹⁷⁰. Ob die Offenlegung von Insiderinformationen durch Medien, etwa in Form von Zeitungs-, Rundfunk- oder Fernsehbeiträgen oder durch Veröffentlichungen in Nachrichtentickern oder sozialen Medien, unrechtmäßig ist, ist eine Frage des Einzelfalles. Dabei sind im Rahmen einer Verhältnismäßigkeitsprüfung das Offenlegungsverbot und der damit verbundene Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes auf der einen Seite und die Pressefreiheit und das Informationsinteresse der Öffentlichkeit auf der anderen Seite gegeneinander abzuwägen¹¹⁷¹.

Die in der Literatur vertretene Ansicht, dass es sich bei der Publikation von Insiderinformationen typischerweise nicht um Beiträge zum geistigen Meinungskampf um die Öffentlichkeit wesentlich berührender Fragen handele, sondern um Äußerungen im wirtschaftlichen Verkehr, welchen im Hinblick auf das Grundrecht der Presse- und Meinungsfreiheit geringeres Gewicht zukäme¹¹⁷², vermag nicht zu überzeugen. Es ist schon nicht nachvollziehbar, warum kursrelevante und der Öffentlichkeit bisher nicht bekannte Informationen nicht Gegenstand von Diskussionen sein sollen, die die Öffentlichkeit wesentlich berühren.

In Anbetracht der Tatsache, dass nach Ansicht des europäischen Gesetzgebers ein echter Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen für das Wirtschaftswachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen in der Union von entscheidender Bedeutung sind¹¹⁷³ und damit die wirtschaftliche Situation einer Vielzahl von EU-Bürgern mittelbar oder unmittelbar von eben jenen Emittenten, die Gegenstand von Insiderinformationen sind, abhängt, besteht vielmehr ein besonderes Interesse der Öffentlichkeit, Kenntnis von Insiderinformationen zu erlangen. Nicht zuletzt dienen die Kapitalmärkte in zunehmenden Maßen auch der persönlichen Absicherung und Altersvorsorge einer wachsenden Zahl von Privatpersonen¹¹⁷⁴. Im Ergebnis sind das Informationsinteresse der Öffentlichkeit und der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes in jedem Einzelfall gegeneinander abzuwägen, wobei nicht davon ausgegangen werden kann, dass Insiderinformationen die Öffentlichkeit grundsätzlich wenig berühren würden und ihnen im Rahmen der Angemessenheit daher regelmäßig nur ein geringes Gewicht zukommt¹¹⁷⁵.

¹¹⁷⁰ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Buck-Heeb, § 8 Rn. 235; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 92; a.A. Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 211.

¹¹⁷¹ F.VIII.1.b) Offenlegung von Insiderinformationen durch Veröffentlichungen in Medien.

¹¹⁷² Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 57; a.A. Schröder, NJW 2009, 465 (467); Sturm, ZBB 2010, 20 (30).

¹¹⁷³ Erwägungsgrund Nr. 1 zur MAR.

¹¹⁷⁴ Schröder, NJW 2009, 465 (467); Sturm, ZBB 2010, 20 (30).

¹¹⁷⁵ F.VIII.1.b) Offenlegung von Insiderinformationen durch Veröffentlichungen in Medien.

f) Die AMF/LVMH-Entscheidung

Eine weitere praxisrelevante Konstellation stellt die Offenlegung von Insiderinformationen durch Journalisten im Rahmen der Vorbereitung der Veröffentlichung eines Artikels, insbesondere während der Recherche, dar. So hatte der EuGH darüber zu entscheiden, ob die Offenlegung von Insiderinformationen durch einen Journalisten gegenüber seinen journalistischen Quellen zur Verifikation des Inhaltes eines Presseberichtes als unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen angesehen werden kann¹¹⁷⁶.

aa) Für journalistische Zwecke

Insbesondere wurde dem EuGH die Frage vorgelegt, ob Art. 10 Abs. 1 i.V.m. Art. 21 MAR so auszulegen ist, dass die Offenlegung einer Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Artikels, in dem ein Marktgerücht aufgegriffen wird, durch den Journalisten, der diesen Artikel verfasst hat, gegenüber seinen üblichen Informationsquellen „für journalistische Zwecke“ erfolgt. Der EuGH betonte in diesem Zusammenhang die besondere Bedeutung der Presse- und Meinungsfreiheit und stellte fest, dass diese nicht nur die Veröffentlichung selbst umfasst, sondern auch Handlungen zur Vorbereitung einer Veröffentlichung, wie das Sammeln von Informationen sowie journalistische Recherche- und Untersuchungstätigkeiten¹¹⁷⁷.

Das Merkmal „für journalistische Zwecke“ sei daher grundsätzlich weit auszulegen¹¹⁷⁸. Die Offenlegung der Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Artikels könne weiter dazu dienen, ein Gerücht, das Gegenstand des Artikels ist, zu überprüfen oder Aufklärungen hierzu zu erhalten und zwar unabhängig davon, ob die Person, gegenüber der diese Information offengelegt wird, eine journalistische Quelle ist oder nicht¹¹⁷⁹. Demnach kann die Offenlegung grundsätzlich auch rechtmäßig gegenüber anderen Journalisten oder sonstigen Dritten erfolgen, sofern diese tatsächlich zur Verifizierung der Information beitragen können¹¹⁸⁰.

¹¹⁷⁶ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 29 = WM, 2022, 912 (913).

¹¹⁷⁷ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 68, 69 = WM, 2022, 912 (917, 918).

¹¹⁷⁸ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 66 = WM, 2022, 912 (917).

¹¹⁷⁹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 70 = WM, 2022, 912 (918).

¹¹⁸⁰ Zustimmend: *Nietsch*, WuB 341 (348) a.A. wohl *Mock*, ZIP 2022, 777 (780) welcher eine Offenlegung lediglich gegenüber anderen Journalisten zur Qualitätskontrolle oder allgemeinen Einschätzung befürwortet, eine Offenlegung gegenüber weiteren Dritten jedoch für unzulässig oder jedenfalls nicht von Art. 21 MAR erfasst hält.

Im Hinblick auf die Frage, ob die Offenlegung der Insiderinformationen durch den Journalisten „für journalistische Zwecke“ im Sinne des Art. 21 MAR erfolgt und daher als rechtmäßig einzustufen ist, verwies der EuGH zunächst auf die durch ihn in der Grøngaard und Bang-Entscheidung¹¹⁸¹ aufgestellten Kriterien¹¹⁸². Die in Art. 10 Abs. 1 MAR enthaltene Ausnahme, welche voraussetze, dass zwischen der Offenlegung einer Insiderinformation und der Ausübung einer Arbeit, eines Berufs oder der Erfüllung einer Aufgabe ein enger Zusammenhang bestehe, sei dabei eng auszulegen. Demnach sei die Offenlegung einer Insiderinformation nur dann rechtmäßig, wenn sie für die Berufsausübung unerlässlich sei und die Verhältnismäßigkeit beachte¹¹⁸³.

bb) Unerlässlichkeit vs. Erforderlichkeit

Im Hinblick auf die Verwendung des Begriffs „unerlässlich“ in der deutschen Fassung des Urteils stellt sich jedoch, wie auch schon in der Grøngaard und Bang-Entscheidung, das Problem, dass in der englischen Fassung der Entscheidung lediglich von „strictly necessary“ bzw. in der französischen Fassung von „strictement nécessaire“ die Rede ist. Dies legt eine Übersetzung als „unbedingt erforderlich“ und nicht „unerlässlich“ nahe. Diese Unterscheidung ist durchaus relevant, da eine Erforderlichkeit der Offenlegung schon dann gegeben ist, wenn kein milderes und gleich wirksames Mittel zur Verfügung steht, um das legitime Ziel zu erreichen. Unerlässlich ist die Offenlegung jedoch nur, wenn das legitime Ziel ohne die Offenlegung überhaupt nicht erreicht werden kann, womit für die Unerlässlichkeit der Offenlegung deutlich höhere Hürden bestehen als für die bloße Erforderlichkeit der Offenlegung¹¹⁸⁴.

Selbst wenn man davon ausginge, dass der EuGH durch die Formulierung „strictement nécessaire“ tatsächlich zum Ausdruck bringen wollte, dass es neben einer Verhältnismäßigkeit der Offenlegung auch einer Unerlässlichkeit dieser bedarf, so bleibt jedenfalls unklar, nach welchen Kriterien die Unerlässlichkeit einer Offenlegung von Insiderinformationen zu beurteilen sein soll. Der EuGH verwendet bei seinen weiteren Erläuterungen zu den Anforderungen des Art. 10 MAR nicht erneut die Formulierung „unerlässlich“, sondern spricht wenige Randnummern später davon, dass „die sich aus Art. 10 der Verordnung Nr. 596/2014 ergebende Anforderung,

¹¹⁸¹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 78 = WM, 2022, 912 (918); C.II.3.a) Grøngaard und Bang Entscheidung.

¹¹⁸² EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 78 = WM, 2022, 912 (918).

¹¹⁸³ EuGH, Urteil vom 22. November 2005, Rs. C-384/02 Rn. 34 = WM 2006, 612 (615); EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 78 = WM, 2022, 912 (918).

¹¹⁸⁴ Zur Grøngaard und Bang Entscheidung schon: Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 71; Tissen, NZG 2015, 1254 (1255); Klöhn, CMLR 60 (2023), 547, (567).

dass eine solche Offenlegung für die Ausübung des Journalistenberufs *erforderlich* sein muss und die Verhältnismäßigkeit dieser Offenlegung unter Berücksichtigung dessen zu beurteilen ist, dass Art. 10 dieser Verordnung, da er eine Einschränkung des in Art. 11 der Charta garantierten Grundrechts darstellt, im Einklang mit den Anforderungen von Art. 52 Abs. 1 der Charta auszulegen ist“¹¹⁸⁵.

Dies legt nahe, dass es sich bei der zuvor verwendeten Formulierung „unerlässlich“ lediglich um eine sprachliche Unschärfe in der deutschen Übersetzung handelt und damit keine Verschärfung der Anforderungen an die Erforderlichkeit gemeint war¹¹⁸⁶. Das Hinzufügen des Attributes „unbedingt“ oder „strikt“ zum Merkmal der Notwendigkeit¹¹⁸⁷ führt ohnehin zu keiner inhaltlichen Verschärfung, da es sich bei „notwendig“ um ein absolutes Attribut handelt, welches nicht sinnvoll gesteigert oder verschärft werden kann¹¹⁸⁸. Es liegt daher nahe, dass der EuGH durch die Formulierung „strictement nécessaire“ lediglich betonen wollte, dass die Ausnahme in Art. 10 Abs. 1 MAR eng auszulegen ist.

So führt der EuGH zu den Kriterien für den der Vorabentscheidung zugrundeliegenden Sachverhalt aus, dass „wenn eine Offenlegung wie die im Ausgangsverfahren in Rede stehende zu dem Zweck der Veröffentlichung eines Presseartikels geschehen ist, zu prüfen (ist), ob diese Offenlegung über das hinausgeht, was *erforderlich* ist, um die in diesem Artikel enthaltenen Informationen zu verifizieren. Insbesondere in Bezug auf die Verifizierung einer Information über ein Marktgerücht ist gegebenenfalls zu prüfen, ob es *erforderlich* war, dass der Journalist gegenüber einem Dritten neben dem Inhalt des fraglichen Gerüchts als solchem die spezifische Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Artikels, in dem dieses Gerücht aufgegriffen wird, offenlegt“¹¹⁸⁹.

cc) Kriterien der Abwägung

Der EuGH betont weiter, dass die Untersuchungstätigkeiten von Journalisten im Vorfeld von Veröffentlichungen Teil der Ausübung der journalistischen Tätigkeit sind und dass ferner zu berücksichtigen ist, dass für den Journalisten die Notwendigkeit besteht, die Informationen, von

¹¹⁸⁵ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 81 = WM, 2022, 912 (918) Hervorhebung nur hier.

¹¹⁸⁶ Ebenso: Klöhn, CMLR 60 (2023), 547, (567) a.A. Seibt/Mohamed, NZG 2022, 1577 (1582); wohl auch Nietsch, WuB 2022, 341 (347).

¹¹⁸⁷ Wie in der französischen Originalfassung „strictement nécessaire“.

¹¹⁸⁸ Im Ergebnis auch Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 74; Assmann, AG 2022, 390 (396).

¹¹⁸⁹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 83 = WM, 2022, 912 (919), Einschub und Hervorhebung nur hier; In der englischen Fassung ist von „necessary“ die Rede, in der französischen von „nécessaire“.

denen er Kenntnis erlangt hat, zu verifizieren¹¹⁹⁰. Im Rahmen der Verhältnismäßigkeit ist dann zu prüfen, ob die Einschränkung der Pressefreiheit durch Art. 10 MAR außer Verhältnis zu dem Schaden stünde, der durch die Offenlegung für die Integrität der Finanzmärkte entstehen könnte¹¹⁹¹.

Der EuGH weist an dieser Stelle auf den Grundkonflikt zwischen der Pressefreiheit und dem Schutz der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte hin¹¹⁹². Der Schaden, der durch die Offenlegung der Information für die Integrität durch die Finanzmärkte entstehen würde, lässt sich nicht abstrakt bestimmen, womit es schon aufgrund dieses Kriteriums bei jeder Offenlegung einer Information durch einen Journalisten zum Zwecke der Verifizierung von Insiderinformationen einer Einzelfallprüfung bedarf. Als weitere Kriterien für diese Abwägung nennt der EuGH die potenzielle Abschreckungswirkung eines Verbotes der Offenlegung von Insiderinformationen zum Zwecke der Verifizierung für die Ausübung der journalistischen Tätigkeit einschließlich vorbereitender und untersuchender Tätigkeiten¹¹⁹³ sowie die journalistischen Berufs- und Standesregeln¹¹⁹⁴.

Dabei weist der EuGH unter Bezugnahme auf die Schlussanträge der Generalanwältin¹¹⁹⁵ darauf hin, dass die Beachtung der journalistischen Berufs- und Standesregeln nicht ohne weiteres den Schluss zulässt, dass die Offenlegung der Information verhältnismäßig und damit rechtmäßig im Sinne des Art. 10 MAR war¹¹⁹⁶. Außerdem sei bei der Ermittlung der Auswirkungen der Offenlegung der Insiderinformationen auf die Integrität der Finanzmärkte zu berücksichtigen, dass es sich bei der Integrität der Finanzmärkte, genau wie bei dem Informationsinteresse der Öffentlichkeit, jeweils um allgemeine öffentliche Interessen handelt, welche gegeneinander abzuwägen seien¹¹⁹⁷.

¹¹⁹⁰ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 82 = WM, 2022, 912 (919).

¹¹⁹¹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 84 = WM, 2022, 912 (919).

¹¹⁹² B Zielkonflikt.

¹¹⁹³ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 85 = WM, 2022, 912 (919).

¹¹⁹⁴ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 86 = WM, 2022, 912 (919).

¹¹⁹⁵ *Kokott*, Generalanwältin beim EuGH, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20, Rn. 103, wonach die berufsständischen Normen in den Mitgliedsstaaten den Konflikt der Pressefreiheit mit dem Insiderrecht zum Teil nur ansatzweise regeln würden, wobei auf die Clause 13 des IPSO Editors's Code of Practice verwiesen wird, welcher jedoch für das Vereinigte Königreich als nicht (mehr) EU-Mitgliedsstaat gilt; Zustimmung: *Seibt/Mohamed*, NZG 2022, 1577 (1582).

¹¹⁹⁶ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 86 = WM, 2022, 912 (919).

¹¹⁹⁷ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 88 = WM, 2022, 912 (919).

5. Verfügen über Informationen

Nach dem Wortlaut des Art. 10 Abs. 1 MAR muss die Person, die Insiderinformationen unrechtmäßig offenlegt, über diese verfügen. Der Begriff des Verfügens ist weder in der MAR selbst noch in einem Level-2-Rechtsakt definiert. Wie auch die Handlungszurechnung¹¹⁹⁸ ist die Willenszurechnung nach einheitlichen Kriterien für die gesamte MAR zu bestimmen und folgt nicht aus dem nationalen Recht der Mitgliedsstaaten¹¹⁹⁹. Demnach ist den juristischen Personen das Wissen der Personen zuzurechnen, deren Handeln sie sich zurechnen lassen müssen¹²⁰⁰. Unter Verfügen wird in der Literatur verstanden, dass die Person tatsächliche Kenntnis von der Insiderinformation hat, die sie offenlegt¹²⁰¹. Ob die offenlegende Person den Insidercharakter der Information erkennt, ist hingegen unerheblich¹²⁰².

Ferner wird vertreten, dass die offenlegende natürliche Person die Insiderinformation jedenfalls zur Kenntnis genommen haben muss, damit ein Verfügen über Insiderinformationen vorläge¹²⁰³. Rein zufällige Verbreitungen von Insiderinformationen, die der Offenlegende selbst nicht kennt, etwa durch die Weitergabe eines verschlossenen Briefumschlages, welcher Insiderinformationen enthält, würde daher keine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen darstellen¹²⁰⁴. Die Notwendigkeit der Kenntnisnahme von der Information, damit über diese verfügt werden kann, ist jedoch keinesfalls zwingend.

Vielmehr liegt ein Verfügen über eine Information schon vor, sobald die Information so in den Machtbereich einer Person gelangt ist, dass diese jederzeit von der Information Kenntnis nehmen kann. Wenn man stattdessen auf die tatsächliche Kenntnis der Information abstellt, würden Personen, die besonders leichtfertig Informationen weitergeben oder offenlegen, privilegiert werden. In Anbetracht der Zielsetzung des Art. 10 MAR, die Ausbreitung von Insiderinformationen einzudämmen und so präventiv Insiderhandel zu verhindern, erscheint es daher naheliegender, auf die Möglichkeit der Kenntnisnahme abzustellen um die Personen, die ggf. unbe-

¹¹⁹⁸ C.II.2.b) Zurechnung des Handels natürlicher Personen.

¹¹⁹⁹ Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 9 Rn. 22.

¹²⁰⁰ Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 48; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 104; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 19; Dazu: C.II.2.b)cc) Kriterien für die Zurechnung.

¹²⁰¹ Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 8 Rn. 48; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 103; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v. Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 18.

¹²⁰² Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 48.

¹²⁰³ Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 48; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 103.

¹²⁰⁴ Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 49; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 103.

wusst über Insiderinformationen verfügen, anzuhalten, Informationen nicht ungesehen zu verbreiten, sondern diese zuvor jedenfalls zur Kenntnis zu nehmen und auf ihren Insidergehalt hin zu überprüfen. Andernfalls würde ganz im Gegenteil ein Anreiz gesetzt werden, von Informationen lieber keine Kenntnis zu nehmen und diese ungesehen weiterzuleiten, um dem Anwendungsbereich des Art. 10 MAR möglichst zu entgehen.

6. Subjektiver Tatbestand

Die strafrechtliche Sanktionierung eines Verstoßes gegen das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen ist in den §§ 119, 120 WpHG geregelt. Gemäß § 119 Abs. 3 Nr. 3 WpHG stellt der vorsätzliche Verstoß gegen Art. 14 lit. c), 10 MAR eine Straftat dar. Diese wird mit einer Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren oder mit einer Geldstrafe geahndet. Sofern der Verstoß gegen Art. 14 lit. c) MAR lediglich fahrlässig begangen worden ist, handelt es sich gem. § 120 Abs. 14 WpHG um eine Ordnungswidrigkeit.

Eine vorsätzliche Offenlegung liegt vor, wenn der Täter weiß, dass es sich bei der Information, die er offenlegt, um eine Insiderinformation handelt und er diese unrechtmäßig mitteilt oder einem anderen bewusst und gewollt zugänglich macht. Sofern der Täter irrig davon ausgeht, dass die Information, die er offenlegt bereits öffentlich bekannt im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR ist, lässt dies den Vorsatz entfallen¹²⁰⁵. Für ein vorsätzliches Zugänglichmachen von Insiderinformationen muss der Täter wissen oder billigend in Kauf nehmen, dass der Dritte sich Kenntnis von der Insiderinformation verschaffen wird¹²⁰⁶. Gerade bei dem Zugänglichmachen von Insiderinformationen stellen sich Abgrenzungsprobleme zwischen dem billigenden Inkaufnehmen der Kenntnisnahme durch Dritte und dem leichtfertigen Zugänglichmachen von Insiderinformationen. Leichtfertig handelt, wer die gebotene Sorgfalt in einem ungewöhnlich hohen Maße verletzt¹²⁰⁷. Für Sekundärinsider genügt nach dem Wortlaut des Art. 10 Abs. 2 MAR – „weiß oder wissen sollte“ – auch die fahrlässige Weitergabe von Insiderinformationen oder das Verleiten hierzu.

Allerdings wird Art. 10 Abs. 2 MAR im Schrifttum so verstanden, dass das Empfehlen oder Verleiten durch Sekundärinsider nur bei Leichtfertigkeit eine Ordnungswidrigkeit darstellt.

¹²⁰⁵ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 286; abstrakter: Klöhn/*Klöhn*, Art. 14 Rn. 55, 56.

¹²⁰⁶ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 286.

¹²⁰⁷ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/*Buck-Heeb* § 8 Rn. 288; mit weiteren Definitionsansätzen: Klöhn/*Klöhn*, Art. 14 Rn. 59.

Dies ist beispielsweise der Fall, wenn jemand eine Insiderinformation als unverschlüsselte E-Mail versendet. Ein leichtfertiges Zugänglichmachen von Insiderinformationen liegt vor, wenn jemand einen Dritten bei einem vertraulichen Gespräch mithören lässt und sich vorher nicht vergewissert hat, welche Personen das Gespräch mithören können. Ebenfalls leichtfertig handelt, wer eine passwortgeschützte Datei entschlüsselt und anschließend das Büro verlässt und die Datei nicht schließt oder Dokumente, die Insiderinformationen enthalten, entsorgt, ohne diese zuvor zu shreddern¹²⁰⁸.

Ferner ist auch der Versuch der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen gem. § 119 Abs. 4 i.V.m. § 119 Abs. 3 Nr. 3 WpHG nach deutschem Recht strafbar. Damit geht der deutsche Gesetzgeber über die Anforderungen des Art. 6 Abs. 2 CRIM-MAD¹²⁰⁹ hinaus, welcher eine Versuchsstrafbarkeit lediglich für das Tätigen eines Insidergeschäfts und die Empfehlung oder Verleitung anderer vorsieht. Nach Erwägungsgrund Nr. 20 zur CRIM-MAD handelt es sich bei dieser lediglich um Mindestvorschriften, weshalb es den Mitgliedsstaaten ausdrücklich freisteht, strengere strafrechtliche Bestimmungen zum Marktmissbrauch einzuführen oder beizubehalten.

Ein unmittelbares Ansetzen zur Offenlegung von Insiderinformationen liegt vor, wenn der Täter die Information aus der Hand gibt und diese auf den Weg zum Adressaten bringt, beziehungsweise wenn eine Handlung vorgenommen wird, die unmittelbar dazu führen soll, dass ein Dritter die Insiderinformation erhält¹²¹⁰. Eine versuchte unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen liegt beispielsweise vor, wenn der Täter glaubt, Insiderinformationen weiterzugeben, obwohl diese Informationen bereits öffentlich bekannt und damit keine Insiderinformationen mehr sind. Ein strafbarer Versuch liegt ferner vor, wenn der Täter Insiderinformationen offenlegt und dabei versehentlich ein falsches Passwort oder einen falschen Schlüssel übermittelt und es daher nicht zur Kenntnisnahme durch den Empfänger kommt¹²¹¹.

7. Offenlegen von Empfehlungen und Verleitungen

In Art. 10 Abs. 2 MAR ist geregelt, dass die Weitergabe von Empfehlungen und Verleitungen im Sinne des Art. 8 Abs. 2 MAR, die eine Person selbst empfangen hat, als Offenlegung von

¹²⁰⁸ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 288.

¹²⁰⁹ Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie).

¹²¹⁰ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 289; Klöhn/Klöhn, Art. 14 Rn. 81.

¹²¹¹ Assmann/Schütz/Buck-Heeb/Buck-Heeb § 8 Rn. 290.

Insiderinformationen gilt, wenn die Person weiß oder wissen musste, dass die Empfehlung oder Verleitung auf Insiderinformationen beruht.

Diese Konstellation wird auch als „Kettenempfehlung“ oder „Kettenverleitung“ bezeichnet¹²¹². Ziel der Regelung ist die Verhinderung der (weiteren) Verbreitung von Insiderinformationen durch Empfehlungen oder Verleitung, welche auf der Insiderinformation beruhen, und damit die Wahrung der informationellen Chancengleichheit. Ferner soll verhindert werden, dass sich die weitergebenden Personen wie Insider verhalten, ohne notwendigerweise Insider zu sein¹²¹³. Art. 10 Abs. 2 MAR bestraft dabei bereits das Empfehlen oder Verleiten als solches, unabhängig davon, ob diese Information überhaupt zur Kenntnis genommen oder gar umgesetzt wird¹²¹⁴. Dogmatisch handelt es sich daher um ein abstraktes Gefährdungsdelikt¹²¹⁵.

Der persönliche Anwendungsbereich des Art. 10 Abs. 2 MAR erstreckt sich auf alle Personen, unabhängig davon, ob es sich um Insider handelt¹²¹⁶. Der Verweis in Art. 10 Abs. 1 UAbs. 2 MAR auf Art. 8 Abs. 4 MAR, welcher definiert wer Insider ist, findet schon aufgrund seiner systematischen Stellung am Ende des ersten Absatzes auf den zweiten Absatz keine Anwendung¹²¹⁷. Ferner setzt Art. 10 Abs. 2 MAR weder die Weitergabe von Insiderinformationen noch die Eigenschaft des Weitergebenden als Insider voraus¹²¹⁸.

Für die Definition der Weitergabe einer Empfehlung oder dem Verleiten anderer verweist Art. 10 Abs. 2 MAR auf Art. 8 Abs. 2 MAR. Demnach liegt eine Empfehlung zum Tätigen von Insidergeschäften oder die Verleitung Dritter hierzu vor, wenn eine andere Person über Insiderinformationen verfügt und (a) auf der Grundlage dieser Informationen Dritten empfiehlt, Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, zu erwerben oder zu veräußern oder

¹²¹² Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 229; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 51; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 101 a.A. Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 68 der lediglich die erste Verleitung oder Weitergabe erfassen will.

¹²¹³ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 51; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 230; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 100.

¹²¹⁴ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.3 Verbot des Empfehlens und der Verleitung, S. 61; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 55; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 240; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 65.

¹²¹⁵ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 234.

¹²¹⁶ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 52; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 102.

¹²¹⁷ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 11; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 23; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 102.

¹²¹⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 11; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 102.

sie dazu verleitet, einen solchen Erwerb oder eine solche Veräußerung vorzunehmen oder (b) auf der Grundlage dieser Informationen Dritten empfiehlt, einen Auftrag, der ein Finanzinstrument betrifft, auf das sich die Informationen beziehen, zu stornieren oder zu ändern oder sie dazu verleitet, eine solche Stornierung oder Änderung vorzunehmen. Dritten zu empfehlen, Insidergeschäfte zu tätigen oder Dritte dazu zu verleiten, Insidergeschäfte zu tätigen ist gem. Art. 14 lit. b) MAR verboten.

Anknüpfend an dieses Verbot erweitert die Regelung des Art. 10 Abs. 2 MAR dieses um die Weitergabe einer fremden Empfehlung oder Verleitung¹²¹⁹. Der Adressat einer Empfehlung oder Verleitung muss demnach eine dritte Person im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 13 MAR sein¹²²⁰. Empfehlen ist dabei lediglich eine besondere Form des Verleitens¹²²¹, weshalb in § 14 Abs. 1 Nr. 3 WpHG aF noch von „empfehlen oder auf sonstige Weise verleiten“ die Rede war.

Verleiten ist die Beeinflussung des Willens einer anderen Person durch ein beliebiges Mittel mit dem Ziel, diese zum Erwerb oder der Veräußerung von Finanzinstrumenten bzw. zur Änderung oder Stornierung eines diesbezüglichen Auftrags zu bewegen. Dabei ist bereits ein indirektes Nahelegen eines Kaufs oder Verkaufs ausreichend, ohne dass es eines kommunikativen Kontaktes bedarf¹²²². Unter einer Empfehlung wird eine Erklärung verstanden, in welcher eine Person den Erwerb oder die Stornierung oder Änderung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente als für den Adressaten vorteilhaft bezeichnet und ihm die Vornahme des Geschäfts anrät¹²²³.

Die Empfehlung ist dabei von einer generellen positiven Aussage über ein Unternehmen durch Auslegung abzugrenzen. Eine Empfehlung liegt dann vor, wenn die objektive Auslegung ergibt, dass der Insider den Empfänger zu einem Handeln oder Unterlassen in Bezug auf ein

¹²¹⁹ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.4.2.4 Offenlegung einer Empfehlung oder Verleitung, S. 64; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 237; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 51; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 100; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 66.

¹²²⁰ Klöhn/Klöhn, Art. 8 Rn. 217.

¹²²¹ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.3.2 Empfehlen, S. 62; Klöhn/Klöhn, Art. 8 Rn. 219.

¹²²² *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.3.1 Verleiten, S. 62; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 54; Klöhn/Klöhn, Art. 8 Rn. 240 a.A. wohl Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 104, wonach es sich bei Verleiten um Kommunikation handele.

¹²²³ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.3.2 Empfehlen, S. 62; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 53; Klöhn/Klöhn, Art. 8 Rn. 62; Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 103.

Finanzinstrument bewegen wollte¹²²⁴. Der Begriff der Weitergabe ist synonym mit dem Begriff der Offenlegung gem. Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 MAR zu verstehen¹²²⁵. Gegenstand der Empfehlung oder des Verleitens kann der Erwerb, die Veräußerung, die Stornierung oder die Änderung eines Auftrages sein¹²²⁶. Das Empfehlen oder Verleiten, einen Auftrag oder eine Stornierung zu unterlassen, ist vom Wortlaut hingegen nicht erfasst¹²²⁷.

Auf subjektiver Seite muss die Person, die fremde Empfehlungen weitergibt oder andere verleitet jedoch wissen oder sollte wissen, dass die Empfehlung oder Verleitung auf einer Insiderinformation beruht. Dabei gelten die subjektiven Anforderungen an Sekundärinsider entsprechend¹²²⁸. Demnach muss die weitergebende Person nur wissen oder sollte wissen, dass die Empfehlung oder Verleitung auf (irgendeiner) Insiderinformation beruht¹²²⁹. Für die Zurechnung des Handelns natürlicher Personen zu Lasten juristischer Personen sind die bereits dargestellten Kriterien anzuwenden¹²³⁰.

8. Zusammenfassung und Empfehlungen für die journalistische Praxis

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass lediglich die Offenlegung von ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen durch einen Emittenten gegenüber Medien bzw. einem Journalisten eine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen darstellt. Selbst die Anwendung des Journalistenprivilegs in Art. 21 MAR führt in dieser Konstellation nicht zu einer Rechtmäßigkeit der Offenlegung, da die Ad-hoc-Mitteilung durch den Emittenten der Weitergabe der Insiderinformation an Medien oder Journalisten in jedem Fall vorzuziehen ist¹²³¹. Für die Offenlegung von nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen durch Emittenten gegenüber Medien¹²³² sowie für die Offenlegung von Insiderinformationen durch Dritte¹²³³, die Offenlegung

¹²²⁴ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.3.2 Empfehlen, S. 62.

¹²²⁵ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.4.2.4 Offenlegung einer Empfehlung oder Verleitung, S. 64; Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 238.

¹²²⁶ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.3 Verbot des Empfehlens und der Verleitung, S. 61.

¹²²⁷ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, I.4.3 Verbot des Empfehlens und der Verleitung, S. 61.

¹²²⁸ C.II.2.a) Primär- und Sekundärinsider.

¹²²⁹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Kulenkamp/v.Bonin, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 51; Schwark/Zimmer/Kumpen/Grütze, VO (EU) 596/2014, Art. 10 Rn. 105; Park/Hilgendorf/Kusche, Kap. 7.4 Art. 14 Rn. 94.

¹²³⁰ C.II.2.b)cc) Kriterien für die Zurechnung.

¹²³¹ C.II.4.a) Offenlegung ad-hoc-pflichtiger Insiderinformationen durch den Emittenten.

¹²³² C.II.4.c) Offenlegung von nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen.

¹²³³ C.II.4.d) Offenlegung durch Dritte gegenüber Medien.

von Insiderinformationen durch das Medium selbst¹²³⁴ und die Offenlegung von Insiderinformationen durch das Medium gegenüber Quellen¹²³⁵ kommt es jeweils auf die Anwendung des Journalistenprivilegs in Art. 21 MAR und damit auf die Umstände des Einzelfalles an¹²³⁶.

Für die journalistische Praxis bedeutet dies ein erhebliches Maß an Rechtsunsicherheit, da lediglich bei der Offenlegung einer ad-hoc-pflichtigen Insiderinformation durch den Emittenten selbst klar ist, dass diese unrechtmäßig erfolgt. In allen anderen Fällen bedarf es der Anwendung des Art. 21 MAR welche je nach den Umständen des Einzelfalles zu unterschiedlichen Ergebnissen führen kann. In jedem Fall gilt auch hier, dass eine möglichst umfangreiche Dokumentation der Kommunikation und der erhaltenen Informationen von großer Bedeutung ist, da diese die Tatsachengrundlage für die Anwendung des Art. 21 MAR bilden. Zudem haben die eingangs dargestellten Praxisbeispiele der Berichterstattung über die Wirecard AG¹²³⁷ und ComRoad¹²³⁸ gezeigt, dass die Informationsbeschaffung regelmäßig über einen längeren Zeitraum und durch mehrere Quellen erfolgt, wobei bei jeder einzelnen Offenlegungshandlung zunächst zu prüfen ist, ob es sich überhaupt um eine (neue) Insiderinformation handelt und anschließend eine Beurteilung der Rechtmäßigkeit der Offenlegung dieser Insiderinformation unter Beachtung des Art. 21 MAR erfolgen muss¹²³⁹.

Neben der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen nennt Art. 21 MAR zudem das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR als einen weiteren Tatbestand, bei dessen Auslegung das Journalistenprivileg Beachtung finden soll. Im Folgenden wird daher auch der Tatbestand dieser Verbotsvorschrift ausführlich dargestellt, da es für eine Anwendung des Art. 21 MAR auch hier zunächst darauf ankommt, ob die konkrete Handlung des Journalisten überhaupt den Tatbestand der informationsgestützten Marktmanipulation erfüllt.

¹²³⁴ C.II.4.e) Offenlegung durch Medien.

¹²³⁵ C.II.4.f) Die AMF/LVMH-Entscheidung.

¹²³⁶ Dazu Ausführlich: F.VIII Auswirkung der Anwendung des Art. 21 MAR.

¹²³⁷ A.V.1 Dan McCrum und Wirecard.

¹²³⁸ A.V.2 Renate Daum und ComRoad.

¹²³⁹ Im Detail: F.VIII.1 Auswirkung auf die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.

D. Informationsgestützte Marktmanipulation

Nach Art. 21 MAR sollen die Regeln der Presse- und Meinungsfreiheit sowie die journalistischen Berufs- und Standesregeln, neben dem Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen, auch bei der Auslegung des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR berücksichtigt werden. Für die Anwendung des Art. 21 MAR auf das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation ist eine intensive Auseinandersetzung mit dem Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR erforderlich, um auf der einen Seite die Beschränkung der Ausübung der journalistischen Tätigkeit zu erfassen und auf der anderen Seite deutlich zu machen, durch welchen Mechanismus das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation versucht, die Marktteilnehmer vor einer Irreführung und einem damit einhergehenden Vertrauensverlust in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu bewahren.

Der Schwerpunkt der folgenden Ausführungen liegt darauf aufzuzeigen, welchen Prognoseaufwand und wirtschaftlichen Sachverstand es bedarf, das (potenzielle) Geben falscher oder irreführender Signale oder die (potenzielle) Herbeiführung eines anormalen oder unnatürlichen Kursniveaus zu erkennen und rechtlich zutreffend einzuordnen. Dieser Schritt stellt Journalisten regelmäßig vor erhebliche Herausforderungen und Rechtsunsicherheiten, welche die potenzielle Abschreckungswirkung des Verbotes der informationsgestützten Marktmanipulation auf die Ausübung der Presse- und Meinungsfreiheit erheblich vergrößern.

Der Begriff der Marktmanipulation kann bewusst nicht abschließend definiert werden, da der Begriff auch neue Formen des Handels oder möglicherweise missbräuchliche neue Strategien bei der Automatisierung des Handels mit Finanzinstrumenten, wie den algorithmischen Handel und den Hochfrequenzhandel, erfassen soll¹²⁴⁰. Die Voraussetzungen einer Marktmanipulation ergeben sich aus Art. 12 und 15 MAR sowie aus §§ 119, 120 WpHG. Die Verbotstatbestände der Marktmanipulation lassen sich dabei in handels- bzw. handelsgestützte und informationsgestützte Marktmanipulation einteilen¹²⁴¹. Da Art. 21 MAR lediglich auf die informationsgestützte Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR Bezug nimmt, beschränken sich die folgenden Ausführungen auf eben diese.

¹²⁴⁰ Erwägungsgrund Nr. 39 zur MAR; Klöhn/Schmolke, MAR, Vorb. Art. 12 Rn. 1.

¹²⁴¹ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, III.4 Das Verbot der Marktmanipulation S. 79; Buck-Heeb, § 7 Rn. 665; Poelzig, § 15 Rn. 433; Seibt/Wollenschläger, AG 2014, 593 (602); Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 33; Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar, § 26 Rn. 2; Meyer/Veil/Rönnau/Teigelack, § 12 Rn. 15; Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 5 a.A. Klöhn/Schmolke, Vorb. Art. 12 Rn. 12 ff; Art. 12 Rn. 6; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 1; Park/Salinger, 6.1 Rn. 44.

I. Geltungsgrund des Verbots der Marktmanipulation

Den Geltungsgrund des Verbots der Marktmanipulation stellt der europäische Gesetzgeber in Erwägungsgrund Nr. 47 zur MAR wie folgt dar: „Manipulation oder versuchte Manipulation von Finanzinstrumenten kann auch in der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen bestehen. Die Verbreitung falscher oder irreführender Informationen kann innerhalb relativ kurzer Zeit erhebliche Auswirkungen auf die Kurse von Finanzinstrumenten haben. Sie kann im Erfinden offensichtlich falscher Informationen, aber auch in der absichtlichen Unterschlagung wesentlicher Sachverhalte sowie in der wissentlichen Angabe unrichtiger Informationen bestehen.

Diese Form der Marktmanipulation schadet den Anlegern in besonderer Weise, weil sie sie dazu veranlasst, ihre Anlageentscheidungen auf unrichtige oder verzerrte Informationen zu stützen. Sie schadet auch den Emittenten, da sie das Vertrauen in die sie betreffenden Informationen untergräbt. Ein Mangel an Marktvertrauen kann wiederum die Fähigkeit eines Emittenten beeinträchtigen, zur Finanzierung seiner Operationen neue Finanzinstrumente zu begeben oder sich bei anderen Marktteilnehmern Kredite zu beschaffen. Auf dem Markt verbreiten sich Informationen sehr schnell.

Deshalb kann der Schaden für Anleger und Emittenten für einen relativ langen Zeitraum anhalten, bis die Informationen sich als falsch oder irreführend erweisen und vom Emittenten oder den Urhebern ihrer Verbreitung berichtigt werden können. Deshalb muss die Verbreitung von falschen oder irreführenden Informationen sowie Gerüchten und falschen oder irreführenden Nachrichten als Verstoß gegen diese Verordnung eingestuft werden. Es ist daher zweckmäßig, es den Akteuren der Finanzmärkte zu untersagen, Informationen, die im Widerspruch zu ihrer eigenen Meinung oder besserem Wissen stehen, deren Unrichtigkeit oder irreführender Charakter ihnen bekannt ist oder bekannt sein sollte, zum Schaden von Anlegern und Emittenten frei zu äußern.“

Zur Veröffentlichung oder Verbreitung werden in der Praxis regelmäßig internetbasierte Kommunikationsmittel verwendet. In Erwägungsgrund Nr. 48 zur MAR wird klargestellt, dass Websites, Blogs und soziale Medien immer stärker genutzt werden und daher die Verbreitung falscher oder irreführender Informationen über das Internet, einschließlich über Websites sozialer Medien oder anonyme Blogs, im Sinne der MAR als gleichwertig mit der Verbreitung über traditionelle Kommunikationskanäle betrachtet werden sollen. Geltungsgrund für das Verbot

der Marktmanipulation ist somit ihre wohlfahrtsschädigende Wirkung durch die Gefährdung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes¹²⁴². Das systemwidrige Einwirken auf den Marktpreis eines Finanzproduktes führt sowohl zu Verlusten bei Informationshändlern¹²⁴³ und der Transaktionseffizienz¹²⁴⁴ als auch zu einer Verschlechterung der allokativen Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes¹²⁴⁵.

Zu einer Beeinträchtigung der Transaktionseffizienz kommt es, da Marktmanipulation zu einem Vertrauensverlust bei Anlegern und erhöhten Kosten für die Ermittlung des Fundamentalwertes eines Finanzinstrumentes führt, wodurch Anleger tendenziell von Investitionen absehen und dem Kapitalmarkt dadurch Liquidität entziehen. Der Verlust von Liquidität führt zum einen zu einer erhöhten Manipulationsanfälligkeit und zum anderen zu einer stärkeren Volatilität, welche wiederum eine Vergrößerung des bid-ask-spreads¹²⁴⁶ zur Folge hat und damit letztlich zu höheren Handelskosten und damit einer niedrigeren Transaktionseffizienz führt¹²⁴⁷. Höhere Handelskosten senken außerdem die möglichen Handelsgewinne von Anlegern, was ein weiterer Anreiz für die Anleger sein kann, weniger Kapital am Kapitalmarkt zu investieren oder sich gar vollständig zurückzuziehen¹²⁴⁸. Die Beeinträchtigung der Allokationseffizienz folgt daraus, dass durch die Verzerrung der Marktpreise auch der Kapitalstrom beeinflusst wird. Dadurch fließt das Kapital nicht mehr an die Emittenten oder in die Finanzprodukte die damit den höchsten Wohlstandsgewinn erzeugen können¹²⁴⁹.

Auch für die Presse als Institution ist informationsgestützte Marktmanipulation, wie etwa im eingangs erläuterten Fall Sacha Opel – Der Aktionär¹²⁵⁰, höchst schädlich. Damit die Presse ihrer Funktion als Kontrollinstanz im Sinne der „vierten Gewalt“ nachkommen kann, muss die Berichterstattung unabhängig erfolgen und sich am gesamtgesellschaftlichen Gemeinwohl ori-

¹²⁴² Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Worms*, § 10 Rn. 18; Klöhn/*Schmolke*, Vorb. Art. 12 Rn. 24; *Poelzig*, § 15 Rn. 429; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Maume*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 6; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Pa-schos/Goslar*, § 26 Rn. 1; Meyer/Veil/Rönnau/*Teigelack*, § 12 Rn. 3; Park/*Salinger*, 6.1 Rn. 23; Assmann/Schneider/Mülbert/*Mülbert*, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 23.

¹²⁴³ B.I.1.b)bb)(1) Informationshändler.

¹²⁴⁴ B.I.1.b)cc) Operative Funktionsfähigkeit.

¹²⁴⁵ B.I.1.b)bb) Allokative Funktionsfähigkeit.

¹²⁴⁶ Dazu: B.I.1.b)cc) Operative Funktionsfähigkeit.

¹²⁴⁷ Klöhn/*Schmolke*, Vorb. Art. 12 Rn. 26.

¹²⁴⁸ Assmann/Schneider/Mülbert/*Mülbert*, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 26, 27.

¹²⁴⁹ Klöhn/*Schmolke*, Vorb. Art. 12 Rn. 27; Assmann/Schneider/Mülbert/*Mülbert*, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn.

24.

¹²⁵⁰ A.V.6 Sascha Opel – Der Aktionär.

entieren. Andernfalls verfügt die Presse nicht über die notwendige Reputation und Glaubwürdigkeit in der Bevölkerung, um als Kontrollinstanz wahrgenommen zu werden. Wenn nun einzelne Akteure die Presse- und Meinungsfreiheit dazu nutzten, falsche oder irreführende Signale zu senden um sich bewusst an der so hervorgerufenen Kursentwicklung zu bereichern, schadet dies auch der institutionellen Funktionsfähigkeit der Presse im Gefüge der freiheitlich demokratischen Grundordnung.

Die Herausforderung für Journalisten besteht darin, auch nicht fahrlässig Informationen zu verbreiten, von denen ein falsches oder irreführendes Signal ausgeht. Allerdings sind Journalisten bei der Beschaffung von Informationen letztlich immer auf ihre Quellen angewiesen und können daher nicht mit absoluter Sicherheit verhindern, dass sie von ihren Quellen mit Informationen versorgt werden, von denen falsche oder irreführende Signale ausgehen, welche anschließend durch ihren Pressebericht verbreitet werden. Gleichwohl müssen Journalisten, schon um die staatstheoretische Funktionsfähigkeit der Presse selbst zu schützen, sich stets bemühen, die ihnen zur Verfügung stehenden Informationen kritisch zu prüfen und zu verifizieren, um die Publikation von Informationen, von denen falsche oder irreführende Signale ausgehen, möglichst zu verhindern.

II. Anwendungsbereich

Der Anwendungsbereich des Marktmanipulationsverbotes ist vor dem Hintergrund der Finanzkrise 2008 im Vergleich zur Marktmissbrauchs-RL 2003 erheblich ausgeweitet worden¹²⁵¹. Nach Erwägungsgrund Nr. 20 zur MAR und Art. 2 MAR soll der Anwendungsbereich des Marktmanipulationsverbotes auch marktübergreifende Geschäfte erfassen, welche sich indirekt auch auf andere Märkte auswirken können¹²⁵². Art. 2 MAR umfasst eine Vielzahl verschiedener Handelsinstrumente, auf welche hier nicht im Einzelnen eingegangen werden soll. Erfasst werden sämtliche Finanzinstrumente, auf welche die gesamte MAR Anwendung findet. Art. 2 Abs. 2 MAR bezieht sich hingegen speziell auf das Marktmanipulationsverbot und erfasst bestimmte Waren-Spot-Kontrakte¹²⁵³ sowie Finanzinstrumente, die einen indirekten Einfluss auf einen erfassten Waren-Spot-Kontrakt haben oder voraussichtlich haben werden. Ferner werden Referenzwerte im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 29 MAR erfasst.

¹²⁵¹ Klöhn/Schmolke, Vorb. Art. 12 Rn. 103.

¹²⁵² Erwägungsgrund Nr. 20 zur MAR nennt beispielsweise den indirekten Einfluss des Handels mit Finanzinstrumenten auf damit verbundene Waren-Spot-Kontrakte und andersherum.

¹²⁵³ Legaldefinition in Art. 3 Abs. 1 Nr. 15 MAR.

Das Verbot der Marktmanipulation findet gem. Art. 2 Abs. 1 und 2 MAR nicht nur auf den Handel an einem geregelten Markt Anwendung, sondern erfasst auch den Handel in einem multilateralen Handelssystem (MTF) und in einem organisierten Handelssystem (OTF). Da auch die indirekte Beeinflussung von Waren-Spot-Kontrakten erfasst werden soll, findet das Verbot der Marktmanipulation ebenso auf Waren(termin)märkten bzw. Spotmärkten¹²⁵⁴ Anwendung. Art. 2 Abs. 1 UAbs. 2 MAR erfasst schließlich noch als geregelter Markt zugelassene Versteigerungsplattformen für Treibhausgasemissionszertifikate und andere darauf beruhende Auktionsobjekte nach Art. 35 Abs. 5 Versteigerung von Treibhausgasemissionszertifikate-VO¹²⁵⁵.

Art. 2 Abs. 3 MAR stellt weiter klar, dass auch solche Geschäfte, Aufträge oder Handlungen in den Anwendungsbereich der MAR fallen, die ein in Art. 2 Abs. 1 und 2 MAR erfasstes Finanzinstrument betreffen und die nicht auf einem Handelsplatz getätigt werden. Art. 2 Abs. 4 MAR erweitert schließlich den räumlichen Anwendungsbereich auch auf Drittstaaten außerhalb der EU und stellt klar, dass die Verbote und Anforderungen der MAR sowohl für Handlungen als auch für Unterlassen gelten.

Der persönliche Anwendungsbereich des Verbots der Marktmanipulation umfasst grundsätzlich jedermann¹²⁵⁶. Erfasst sind daher sowohl Unternehmensangehörige eines Emittenten als auch etwaige externe Personen, die mit der Außendarstellung des Emittenten betraut sind. Diese müssen im Rahmen ihrer Tätigkeit darauf achten, dass sie keine falschen oder irreführenden Informationen weitergeben. Die BaFin stellt in diesem Zusammenhang klar, dass für die Täterfrage nicht allein ausschlaggebend ist, wer eine Information verbreitet, sondern wer über die Informationserteilung und ihren Inhalt entscheidet. Der persönliche Anwendungsbereich erfasst daher auch Personen, die sich unrichtige oder irreführende Angaben zu eigen machen und für deren Richtigkeit die Verantwortung übernehmen¹²⁵⁷. Art. 12 Abs. 4 MAR stellt außerdem klar, dass neben einer juristischen Person parallel auch die für sie handelnden Personen, wie Vorstände oder Aufsichtsratsmitglieder, verantwortlich gemacht werden können¹²⁵⁸.

¹²⁵⁴ Legaldefinition in Art. 3 Abs. 1 Nr. 16 MAR.

¹²⁵⁵ VO (EU) 1031/2010.

¹²⁵⁶ *Poelzig*, § 15 Rn. 431; *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms*, § 10 Rn. 91; *Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar*, § 26 Rn. 8; *Meyer/Veil/Rönnau/Teigelack*, § 12 Rn. 22; *Park/Salinger*, 6.1 Rn. 50; *Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert*, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 42.

¹²⁵⁷ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, III.6 Persönlicher Anwendungsbereich des Verbots der Marktmanipulation S. 79; *Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert*, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 43.

¹²⁵⁸ *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms*, § 10 Rn. 91; *Poelzig*, § 15 Rn. 432; *Klöhn/Schmolke*, Art. 12 Rn. 394, 395; Dazu: D.III.1.c) Erfasster Personenkreis.

III. Tatbestand

Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR verbietet die Verbreitung von Informationen über die Medien einschließlich des Internets oder auf anderem Wege, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebotes oder der Nachfrage nach den erfassten Manipulationsobjekten geben oder bei denen dies wahrscheinlich ist oder ein anormales oder künstliches Kursniveau eines Manipulationsobjektes herbeiführen oder bei denen dies wahrscheinlich ist, einschließlich der Verbreitung von Gerüchten, wenn die Person, die diese Information verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren.

1. Verbreitung von Informationen

Die informationsgestützte Marktmanipulation verlangt als Tathandlung die Verbreitung von Informationen. Die MAR selbst enthält keine Definition des Begriffs der „Information“. Der Begriff ist, wie bereits zur Insiderinformation ausgeführt¹²⁵⁹, weit auszulegen und erfasst alle Angaben und Äußerungen ohne jede Beschränkung sachlicher oder inhaltlicher Art. Erfasst sind daher neben nachprüfbaren Tatsachen auch Werturteile und Prognosen sowie Gerüchte¹²⁶⁰. Der Begriff der Information in Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR geht deutlich über den der Insiderinformation hinaus, da es sich bei der Information im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR weder um eine präzise noch um eine kursrelevante Information im Sinne des Art. 7 Abs. 1 MAR handeln muss¹²⁶¹.

Auch der Begriff der „Verbreitung“ wird weder in der MAR noch in den zugehörigen Level-2- und Level-3-Verordnungen definiert. Einen Anhaltspunkt¹²⁶² enthielt die Durchführungsrichtlinie zur Marktmissbrauchs-RL 2003¹²⁶³ in Art. 1 Nr. 7. Dort wurde zunächst der Informationsverbreitungskanal definiert, durch welchen eine Information der Öffentlichkeit tatsächlich

¹²⁵⁹ C.I.1 Informationen.

¹²⁶⁰ *BaFin*, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.1 Verbreiten von Informationen S. 80; Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 242, 244; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 77, 79; Poelzig, § 15 Rn. 448; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 63; Buck-Heeb, § 7 Rn. 683, 684; Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar, § 26 Rn. 14; Meyer/Veil/Rönnau/Teigelack, § 13 Rn. 12, 13, 14; Park/Salinger, 6.1 Rn. 194; Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 199.

¹²⁶¹ Möllers/Schauer, NZG 2021, 1333 (1337); Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator, EU (VO) 596/2014, Art. 12 Rn. 85; Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 242.

¹²⁶² Missverständnis: Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 246, der davon spricht, dass die Verbreitung einer Information dort definiert sei. Nach dem Wortlaut wird jedoch lediglich der Begriff des „Informationsverbreitungskanals“ definiert, welcher nicht zwingend jede Art der Verbreitung einer Information erfassen muss.

¹²⁶³ Durchführungs-RL 2003/125/EG.

oder wahrscheinlich zugänglich gemacht wird. Eine wahrscheinlich der Öffentlichkeit zugänglich gemachte Information ist demnach eine solche, die für eine große Anzahl von Personen zugänglich ist. Ein Verbreiten der Information im Sinne der MAR liegt vor, wenn eine Information gegenüber einer Person so kundgetan wird, dass die Information in den Herrschaftsbereich der Person gelangt und diese Kenntnis von der Information nehmen kann. Ob die Kenntnisnahme auch tatsächlich erfolgt, ist hingegen unerheblich¹²⁶⁴. Unerheblich ist auch, auf welchem Weg die Information verbreitet wird¹²⁶⁵. Die Verbreitung kann daher sowohl über traditionelle Kommunikationskanäle erfolgen als auch durch das Internet, beispielsweise über Websites, Blogs oder soziale Medien¹²⁶⁶.

Ferner setzt das Verbreiten einer Information auch eine Art kommunikatives Verhalten voraus¹²⁶⁷. Dieses Merkmal dient zur Abgrenzung der informationsgestützten Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR von der handelsgestützten Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. a) und b) MAR. Demnach stellt das Senden eines Preissignals durch den Handel mit einem Finanzprodukt keine informationsgestützte Marktmanipulation durch die Verbreitung einer Information auf anderem Wege dar, sondern eine handelsgestützte Marktmanipulation, da es dem bloßen Handel mit Finanzprodukten gerade an dem kommunikativen Element fehlt und somit schon keine Verbreitung einer Information vorliegt¹²⁶⁸.

a) **Hinreichende Anzahl an Personen**

Umstritten ist, ob die Verbreitung einer Information im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR auch gegenüber nur einer Person erfolgen kann oder ob die Information einer hinreichend großen Anzahl an Personen zugänglich gemacht werden muss. Nach Ansicht der BaFin ist eine öffentliche Verbreitung gegenüber einem größeren Personenkreis nicht erforderlich. Vielmehr reiche es aus, wenn die Information zumindest gegenüber einer Person so kundgetan werde,

¹²⁶⁴ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.1 Verbreiten von Informationen S. 80; Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 247; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 69; Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar, § 26 Rn. 17; Park/Salinger, 6.1 Rn. 195; Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 200.

¹²⁶⁵ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.1 Verbreiten von Informationen S. 80; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 78; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 67; Möllers/Schauer, NZG 2021, 1333 (1337); Buck-Heeb, § 7 Rn. 682; Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 199.

¹²⁶⁶ Erwägungsgrund Nr. 48 zur MAR; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.1 Verbreiten von Informationen S. 80; Möllers/Schauer, NZG 2021, 1333 (1337); Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 199.

¹²⁶⁷ Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 250; Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 199.

¹²⁶⁸ Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 250; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 58; Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 199.

dass die Information in ihren Herrschaftsbereich gelangt und sie von der Information Kenntnis nehmen kann¹²⁶⁹.

Teile der Literatur verlangen hingegen, dass die Zugänglichmachung gegenüber einer hinreichend großen Anzahl von Personen erfolgen müsse¹²⁷⁰. Zum einen impliziere der Begriff der „Verbreitung“ sprachlich auch eine Breitenwirkung und damit eine gewisse Streuung der Information. Zum anderen zeige der Hinweis in Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR auf den Verbreitungsweg „über die Medien einschließlich des Internets“, dass der europäische Gesetzgeber die Erreichbarkeit einer größeren Anzahl von Personen vor Augen gehabt habe¹²⁷¹. Nach dieser Ansicht stellt die Weitergabe einer Information an eine einzelne Person demnach keine Verbreitung im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR dar, auch wenn es sich bei dieser Person um einen finanzstarken Investor handelt, welcher alleine dazu in der Lage ist, den Preis eines Finanzproduktes erheblich zu beeinflussen¹²⁷². In diesen Fällen solle vielmehr ein Rückgriff auf Art. 12 Abs. 1 lit. b) MAR erfolgen, welcher auch „sonstige Tätigkeiten“ erfasst¹²⁷³.

Wann eine hinreichend große Anzahl an Personen vorliegt, richte sich nach dem Schutzzweck des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR. Demnach könne keine allgemein gültige Anzahl an Personen bestimmt werden. Vielmehr hänge die Personenanzahl, ab welcher von einer Verbreitung der Information die Rede sein könne, davon ab, wann auf dem betreffenden Markt die Gefahr der Preisbeeinflussung durch die Verbreitung der Information entstehe¹²⁷⁴. Dies hänge wiederum von der Liquidität des betreffenden Marktes ab und davon, wie viele Analysten den jeweiligen Markt beobachten würden¹²⁷⁵.

¹²⁶⁹ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.1 Verbreiten von Informationen S. 80; Haversack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar, § 26 Rn. 17; Meyer/Veil/Rönnau/Teigelack, § 13 Rn. 25; Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 200.

¹²⁷⁰ Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 247; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 78; Poelzig, § 15 Rn. 449; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 68; Möllers/Schauer, NZG 2021, 1333 (1337); Buck-Heeb, § 7 Rn. 683; Park/Salinger, 6.1 Rn. 195.

¹²⁷¹ Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 247; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 78; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 68; Park/Salinger, 6.1 Rn. 195 a.A. Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 200.

¹²⁷² a.A. Buck-Heeb, § 7 Rn. 683, die in diese Konstellation ein Verbreiten bejaht.

¹²⁷³ Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 247.

¹²⁷⁴ Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 248; Poelzig, § 15 Rn. 449; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 68.

¹²⁷⁵ Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 248.

Die besseren Argumente sprechen jedoch gegen das Erfordernis der Verbreitung gegenüber einer hinreichend großen Anzahl von Personen. Vielmehr ist, wie auch die Gegenansicht insofern zutreffend feststellt, auf die Gefahr der Preisbeeinflussung durch die Verbreitung der betreffenden Information abzustellen. Nach diesem Maßstab kann jedoch gerade nicht ausgeschlossen werden, dass eine einzelne Person aufgrund ihrer Marktanteile in der Lage ist, den Preis des betreffenden Finanzinstrumentes erheblich zu beeinflussen. Im Umkehrschluss ist es außerdem nicht überzeugend, eine Weitergabe der Information an eine Person, die alleine in der Lage ist, die Preise des betreffenden Finanzinstrumentes zu beeinflussen, nur deshalb nicht als Verbreitung im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR zu verstehen, weil es sich nur um eine einzelne Person und nicht um mehrere handelt. Gerade an Märkten, in denen einzelne Akteure einen großen Einfluss auf die Preisentwicklung nehmen können, ist die Gefahr der Manipulation besonders hoch. Es leuchtet nicht ein, warum gerade diese Konstellation nicht unter Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR fallen soll.

Hinzukommt, dass die Person, die eine Information gegenüber auch nur einer anderen Person offenlegt, die Weiterverbreitung der Information nicht mehr in ihren Händen hält. Dies gilt insbesondere, wenn für die Verbreitung Websites, Blogs oder soziale Medien genutzt werden, wie es dem europäischen Gesetzgeber vorschwebt¹²⁷⁶. Das Erfordernis einer Verbreitung gegenüber einer hinreichend großen Anzahl von Personen würde, gerade die für die internetbasierten Medien typischen Verbreitungswege aus dem Anwendungsbereich des Verbotes der Marktmanipulation ausnehmen. Wenn eine Person beispielsweise eine Information über ein soziales Netzwerk in einem privaten Chat oder in einem Gruppenchat postet, welcher einer nicht hinreichenden Anzahl von Personen zugänglich ist, läge in dieser Mitteilung durch das soziale Medium nach der Gegenansicht noch keine Verbreitung einer Information vor. Daran würde sich auch dann nichts ändern, wenn die Empfänger der Information diese wiederum lediglich einem sehr kleinen Kreis an Personen weiterleiten würden. Die Information könnte sich daher durch viele kleine einzelne Informationsweitergaben tatsächlich verbreiten, ohne dass die Schwelle der hinreichend großen Anzahl bei einer einzelnen Verbreitung überschritten und damit der Anwendungsbereich des informationsgestützten Verbotes der Marktmanipulation eröffnet sein würde.

¹²⁷⁶ Vgl. Erwägungsgrund Nr. 48.

Ein solches Verständnis entspricht gerade nicht dem Sinn und Zweck des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR, eine Manipulation von Marktpreisen möglichst zu verhindern. Vielmehr wird durch die Offenlegung der Information, auch gegenüber nur einer einzelnen Person, die Information gewissermaßen in Umlauf gebracht und kann ab diesem Zeitpunkt jederzeit einem theoretisch unbegrenzten Personenkreis zugänglich gemacht werden. Um gerade dies Initial zu verhindern, muss somit bereits der Ursprung der Verbreitung durch die Weitergabe an eine (einzelne) Person in den Anwendungsbereich des Verbotes der informationsgestützten Marktmanipulation fallen.

b) Marktmanipulation durch Unterlassen - Verschweigen von Informationen

Art. 2 Abs. 4 MAR stellt zunächst klar, dass die Verbote und Anforderungen der MAR sowohl für Handlungen als auch für Unterlassen gelten. Es ist jedoch umstritten, ob und unter welchen Voraussetzungen eine informationsgestützte Marktmanipulation durch Unterlassen verwirklicht werden kann. Nach einer Ansicht kann der Tatbestand der Marktmanipulation durch Unterlassen als unechtes Unterlassungsdelikt in Form des Verschweigens von Informationen verwirklicht werden¹²⁷⁷. Dies setze jedoch eine Rechtspflicht zur Veröffentlichung der betreffenden Information voraus. Eine solche könne sich aus nationalem Recht oder europäischen Verordnungen ergeben.

Keine Offenlegungspflicht würden hingegen rechtsverbindliche Kodizes oder freiwillige Verhaltensvereinbarungen begründen¹²⁷⁸. Beispiele für solche Offenbarungspflichten fänden sich etwa in der MAR, wie die Ad-hoc-Publizitätspflicht aus Art. 17 MAR¹²⁷⁹ oder die Meldepflicht zu Eigengeschäften von Führungskräften nach Art. 19 Abs. 1 MAR. Im nationalen Recht bestehe eine Pflicht zur Veröffentlichung von Informationen nach § 33 WpHG, bei dem Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten bestimmter Stimmanteile oder bei Unternehmensübernahmen nach §§ 10, 27, 35 WpHG¹²⁸⁰.

In den persönlichen Anwendungsbereich der Marktmanipulation durch Unterlassen fallen nur die Personen, denen die betreffende Offenlegungspflicht selbst obliegt oder die unternehmensintern für die Erfüllung der Veröffentlichungspflicht zuständig sind. Andere Personen können

¹²⁷⁷ *BaFin*, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.2 Verschweigen von Informationen S. 80; *Buck-Heeb*, § 7 Rn. 687; *Rückert*, NStZ 2020, 391; *Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar*, § 26 Rn. 19.

¹²⁷⁸ *BaFin*, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.2 Verschweigen von Informationen S. 80.

¹²⁷⁹ *Kritisch: Rückert*, NStZ 2020, 391 (392).

¹²⁸⁰ *BaFin*, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.2 Verschweigen von Informationen S. 80.

jedoch wegen ihrer Mitwirkung an dem Verschweigen der Information verantwortlich gemacht werden¹²⁸¹. Nach einer Ansicht sei eine Information verschwiegen worden, wenn der zu offenbarende Umstand oder das zu offenbarende Ereignis gar keiner Person gegenüber aufgedeckt worden ist oder die Aufdeckung nicht gegenüber allen Personen erfolgt ist, denen gegenüber die jeweilige Pflicht bestand. Ein Verschweigen könne ferner bei einer zu späten Offenlegung der Information vorliegen. Dies sei insbesondere der Fall, wenn die für die Offenbarungspflicht vorgesehene Form oder das vorgesehene Verfahren nicht eingehalten worden sind und die tatsächlich vorgenommene Veröffentlichung keine gleichwertige Öffentlichkeit hergestellt hat, etwa bei einer unterlassenen Ad-hoc-Mitteilung¹²⁸².

Für diese Auffassung spricht Erwägungsgrund Nr. 47 S. 3 zur MAR: „Sie [die Verbreitung falscher oder irreführender Tatsachen] kann im Erfinden offensichtlich falscher Informationen, aber auch in der absichtlichen Unterschlagung wesentlicher Sachverhalte sowie der wissentlichen Angabe unrichtiger Informationen bestehen.“ Allerdings ist fraglich, ob mit dem absichtlichen Unterschlagen wesentlicher Sachverhalte auch das bloße Verschweigen gemeint ist oder ob das Unterschlagen vielmehr ein Weglassen bestimmter Informationen im Rahmen einer aktiven Verbreitung von Informationen meint¹²⁸³.

Nach der Gegenansicht stellt das schlichte Verschweigen von Informationen kein Verbreiten im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR dar¹²⁸⁴. Dies wird unter anderem rechtshistorisch damit begründet, dass Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR im Gegensatz zur Vorgängerregelung in § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Alt. 2 WpHG aF¹²⁸⁵ keine zusätzliche Tatbestandsvariante enthält, welche das bloße Verschweigen von Informationen erfasst¹²⁸⁶. Der Erwägungsgrund Nr. 47 S. 3 zur MAR wird von dieser Ansicht so verstanden, dass damit lediglich die Fälle gemeint seien, in denen eine Information aktiv verbreitet wird und dabei durch das Weglassen einer für den beschriebenen

¹²⁸¹ BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.2 Verschweigen von Informationen S. 80.

¹²⁸² BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.2 Verschweigen von Informationen S. 80; Habersack/Mülbelt/Schlitt/Paschos/Goslar, § 26 Rn. 19 a.A. Poelzig, § 15 Rn. 450.

¹²⁸³ So: Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 253; ähnlich Poelzig, § 15 Rn. 450.

¹²⁸⁴ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 78; Poelzig, § 15 Rn. 450; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 34, 62, 65; Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 98; Meyer/Veil/Rönnau/Teigelack, § 13 Rn. 28; Assmann/Schneider/Mülbelt/Mülbelt, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 202.

¹²⁸⁵ „unrichtige oder irreführende Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Finanzinstruments erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften zu verschweigen.“

¹²⁸⁶ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 78.

Umstand oder Sachverhalt wesentlichen Information die dann verkürzte verbreitete Information unvollständig und damit irreführend ist¹²⁸⁷.

Im Ergebnis ist der zuerst genannten Ansicht zu folgen, um einen möglichst effektiven Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu gewährleisten. Allerdings ist zu beachten, dass es sich um ein unechtes Unterlassungsdelikt handelt, wonach gem. § 13 StGB das Unterlassen und das Veröffentlichen der Verbreitung von Informationen, die falsche oder irreführende Signale geben, gleichstehen müssen. Ob dies der Fall ist, hängt von den Umständen des Einzelfalles, insbesondere von der Offenlegungspflicht, gegen die verstoßen worden ist, ab.

c) Erfasster Personenkreis

Nach dem Wortlaut der Art. 15, 12 Abs. 1 lit. c) MAR richtet sich das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation grundsätzlich an jedermann¹²⁸⁸. Allerdings soll nicht bereits jede Art der Mitwirkung an der Verbreitung einer Information vom Tatbestand erfasst werden. Vielmehr soll die Verbreitung der Information der Person zugerechnet werden, die die Konzeptionsherrschaft über die verbreitete Äußerung hat oder die sich die verbreitete Information zu eigen macht und damit die Verantwortung für die inhaltliche Richtigkeit der Information übernimmt¹²⁸⁹. Die Zuordnung der Konzeptionsherrschaft erfolgt dabei anhand einer Abgrenzung und Zuordnung von Verantwortungsbereichen¹²⁹⁰.

Solche Akteure mit Konzeptionsherrschaft sind etwa Vorstandsmitglieder des Emittenten der betroffenen Finanzinstrumente, aber auch dessen Großaktionär. Personen, die sich eine Information zu eigen machen und daher auch die Verantwortung für die inhaltliche Richtigkeit der Information übernehmen, können etwa Anlagevermittler oder Anlageberater sein¹²⁹¹. Eine Zurechnung einer fremden Verbreitung findet statt, wenn die Person für Verbreitungen von Dritten verantwortlich ist. In diesen Fällen liegt eine Verbreitung durch Unterlassen vor, wenn eine

¹²⁸⁷ Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 253; Rückert, NStZ 2020, 391 (392); Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 81; Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 98; Meyer/Veil/Rönnau/Teigelack, § 13 Rn. 28, 29.

¹²⁸⁸ Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar, § 26 Rn. 18; Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 251; Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 201.

¹²⁸⁹ Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 251; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 66; Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar, § 26 Rn. 18; Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 201.

¹²⁹⁰ Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 251.

¹²⁹¹ Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar, § 26 Rn. 18; Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 251; Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 201.

aktive Verbreitung durch eine andere Person erfolgt, für deren Handeln der Untätige als eine Art „Überwachergarant“ verantwortlich ist¹²⁹².

Dies ist etwa der Fall bei einem Vorstandsvorsitzenden, wenn dieser Kenntnis davon erhält, dass die Presseabteilung seines Unternehmens Mitteilungen über das Unternehmen verbreiten will, welche das Unternehmen deutlich zu positiv darstellen und daher irreführend sind. Wenn der Vorstandsvorsitzende in einem solchen Fall untätig bleibt, wird ihm die Verbreitung der irreführenden Information aufgrund seines Unterlassens zugerechnet¹²⁹³. Im Gegensatz dazu hat ein Mitarbeiter, der ohne eigene Entscheidungsbefugnisse eine Mitteilung erstellen oder hochladen muss, diese nicht im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR verbreitet, da es an einer Konzeptionsherrschaft des Mitarbeiters über diese Meldung fehlt¹²⁹⁴.

d) Korrektur- und Aktualisierungspflicht

Eine weitere praxisrelevante Frage stellt sich, wenn Informationen verbreitet wurden, welche sich erst nach der Verbreitung als irreführend offenbaren oder aufgrund sich ändernder Umstände erst nach der Verbreitung tatsächlich irreführend werden. Zu denken wäre hier an eine Aktualisierungspflicht desjenigen, der die Information initial verbreitet und damit die Ursache für das irreführende Signal gesetzt hat. In Fällen, in denen diese irreführende Wirkung der verbreiteten Information zwar erst nach dem Abschicken der Information, aber vor Abschluss des Verbreitungsvorganges erkennbar wird, ist der Absender der Information verpflichtet, die Information zu berichtigen oder vor dem Irreführungspotenzial zu warnen, da er andernfalls den Tatbestand der informationsgestützten Marktmanipulation schon bei Verbreitung der Information erfüllen würde¹²⁹⁵.

Regelmäßig wird sich eine Information jedoch erst nach erfolgter Verbreitung als irreführend herausstellen. Das Schrifttum zur Vorgängerregelung - § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG - ging mehrheitlich von einer Berichtigungspflicht aus¹²⁹⁶. Dies ist überzeugend, da der Sinn und

¹²⁹² Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 254; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 66.

¹²⁹³ Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 254.

¹²⁹⁴ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 66.

¹²⁹⁵ Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 255.

¹²⁹⁶ Bafin, Emittentenleitfaden, 4. Auflage, Stand: 15. Juli 2005, VI.3.2.2 Berichtigungspflichten; zur MAR: Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 255 mwN; Möllers/Schauer, NZG 2021, 1333 (1339) a.A. Schwark/Zimmer/Bator, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 99 f.

Zweck des Verbotes der informationsgestützten Marktmanipulation darin besteht, den Kapitalmarkt vor irreführenden Signalen zu schützen und so das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu stärken und zu bewahren.

Der BGH hat in seiner Hypo-Real-Estate-Entscheidung zu §§ 37b, 37c WPHG aF klargestellt, dass eine inhaltlich falsche Pressemitteilung eines Emittenten eine Pflicht zur Veröffentlichung einer berichtigenden Ad-hoc-Mitteilung auslösen kann, selbst wenn die Information, die in der Pressemitteilung veröffentlicht worden ist, keine Insiderinformation darstellt¹²⁹⁷. Dies begründete der BGH mit der Gewährleistung eines effektiven Anlegerschutzes, welcher erfordert, dass ein Emittent eine Fehlinformation, die er selbst geschaffen hat, durch eine klarstellende Ad-hoc-Mitteilung korrigiert¹²⁹⁸.

In Erwägungsgrund Nr. 47 zur MAR macht der europäische Gesetzgeber die besondere Schädlichkeit der Marktmanipulation sowohl für die Anleger als auch für die Emittenten deutlich. Insbesondere wird darauf hingewiesen, dass sich Informationen am Markt sehr schnell verbreiten und der aus diesen (irreführenden) Informationen entstehende Schaden für einen relativ langen Zeitraum anhalten kann, bis „die Informationen sich als falsch oder irreführend erweisen und vom Emittenten oder den Urhebern ihrer Verbreitung berichtet werden können“.

Aus diesen Erwägungen kann die Erwartungshaltung des europäischen Gesetzgebers abgeleitet werden, dass die Urheber einer Verbreitung von falschen oder irreführenden Informationen diese so schnell wie möglich berichtigen, um einen langanhaltenden Schaden für alle Marktteilnehmer möglichst gering zu halten. Ferner ist zu bedenken, dass das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation ohne eine Pflicht zur Korrektur oder Aktualisierung sein Regelungsziel in der Praxis regelmäßig verfehlen würde.

Falsche oder irreführende Informationen, die sich erst nach Verbreitung als solche herausgestellt haben, würden im Informationsraum verbleiben und dadurch einen entsprechenden Schaden für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes anrichten, ohne dass es einen rechtlichen Anreiz gäbe, die Informationen zu korrigieren und so den Schaden zu begrenzen. Die Korrektur- oder Aktualisierungspflicht muss auch den Urheber der Verbreitung treffen, da nur dieser

¹²⁹⁷ BGH, Beschluss vom 17. Dezember 2020 – II ZB 31/14 Rn. 219, 224 = BeckRS 2020, 40730.

¹²⁹⁸ BGH, Beschluss vom 17. Dezember 2020 – II ZB 31/14 Rn. 220, 224 = BeckRS 2020, 40730; zustimmend: Möllers/Schauer, NZG 2021, 1333 (1339).

die Information glaubhaft korrigieren oder aktualisieren kann. Zwar können auch andere Personen eine Information als falsch oder irreführend kennzeichnen, jedoch hätte ein solcher Hinweis nicht die gleiche Überzeugungskraft wie eine Korrektur die durch den ursprünglichen Autor selbst vorgenommen wird.

In der Praxis werden insbesondere Medien, die Newsticker betreiben oder Eilmeldungen verbreiten, von einer Korrektur- oder Aktualisierungspflicht betroffen sein. Bei Newstickern handelt es sich um mediale Angebote, bei denen über ein bestimmtes reales Ereignis nahezu in Echtzeit berichtet wird. Dabei wird versucht, die Zeitspanne zwischen dem Eintritt des Ereignisses und dem Bericht darüber im Newsticker besonders kurz zu halten, womit eine vertiefte Recherche regelmäßig, jedenfalls vor der Veröffentlichung, nicht möglich ist und die Fehlerquote entsprechend hoch sein kann. Aufgrund der schnellen Verbreitung der Informationen¹²⁹⁹ insbesondere durch das Internet¹³⁰⁰, sollten gerade solche Formate angehalten werden, sich besonders vorsichtig auszudrücken und falsche oder irreführende Informationen umgehend zu korrigieren.

Ein solcher Anreiz besteht jedoch nur dann, wenn die Autoren des Newstickers oder der Eilmeldung für diese auch noch verantwortlich sind, nachdem sie diese verbreitet haben. Andernfalls könnten sich die Autoren darauf zurückziehen, dass jedenfalls zum Zeitpunkt der Verbreitung der Eilmeldung oder des Beitrages im Newsticker nicht erkennbar war, dass eine verbreitete Information falsch oder irreführend war und ein entsprechendes Signal von der Veröffentlichung ausging. Ein effektiver Schutz des Kapitalmarktes vor falschen oder irreführenden Informationen und einer darauf basierenden Manipulation erfordert daher, dass die Urheber einer Information für deren inhaltliche Richtigkeit auch noch nach der Verbreitung verantwortlich sind und damit auch eine Pflicht zur Korrektur und Aktualisierung der bereits verbreiteten Information besteht.

2. Senden falscher oder irreführender Signale

Die verbreiteten Informationen oder das Unterlassen der Verbreitung müssen falsche oder irreführende Signale für den Kurs eines Finanzinstrumentes geben oder dies muss jedenfalls wahr-

¹²⁹⁹ Vgl. Erwägungsgrund Nr. 47 zur MAR.

¹³⁰⁰ Vgl. Erwägungsgrund Nr. 48 zur MAR.

scheinlich sein. Um dies zu beurteilen, nimmt die BaFin in der Praxis eine objektive nachträgliche Betrachtung vor¹³⁰¹. Konkret sind im Rahmen einer Gesamtanalyse der konkreten Marktgegebenheiten und der (wahrscheinlichen) Effekte der betrachteten Information deren Irreführungspotenzial zu ermitteln¹³⁰². Eine Signalwirkung liegt demnach vor, wenn ein verständiger Anleger¹³⁰³ die Information im Rahmen seiner Anlageentscheidung (wahrscheinlich) berücksichtigen würde, weil die Information (wahrscheinlich) das Angebots- und Nachfrageverhalten beeinflusst¹³⁰⁴. Auf die Richtung der Beeinflussung kommt es, wie bei der Kurserheblichkeit von Insiderinformationen¹³⁰⁵, nicht an¹³⁰⁶. Das Maß der Wahrscheinlichkeit wird von der MAR nicht näher definiert. In der Literatur wird teilweise versucht, die erforderliche Wahrscheinlichkeit mit einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit im Sinne einer solchen von 50 % + x zu konkretisieren, wobei diese Formel die Rechtssicherheit allenfalls marginal verbessert¹³⁰⁷.

Ein Signal ist falsch, wenn es nicht den Tatsachen entspricht und irreführend, wenn es objektiv geeignet ist, bei einem verständigen Anleger eine Fehlvorstellung hervorzurufen¹³⁰⁸. Demnach kann ein irreführendes Signal für sich genommen den Tatsachen entsprechen und folglich richtig sein. Die irreführende Wirkung eines inhaltlich richtigen Signals entsteht aus der Art und

¹³⁰¹ *BaFin*, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.3 Geben falscher oder irreführender Signale S. 81; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Maume*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 24, 70; Klöhn/*Schmolke*, Art. 12 Rn. 49; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Paschos/Goslar*, § 26 Rn. 28.

¹³⁰² Klöhn/*Schmolke*, Art. 12 Rn. 47a; Meyer/Veil/Rönnau/*Teigelack*, § 13 Rn. 41; Park/*Salinger*, 6.1 Rn. 88, 90.

¹³⁰³ Zu dem Begriff: C.I.5.b) Der verständige Anleger.

¹³⁰⁴ *BaFin*, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.3 Geben falscher oder irreführender Signale S. 81; *Poelzig*, § 15 Rn. 439; Klöhn/*Schmolke*, Art. 12 Rn. 43, 258; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Worms*, § 10 Rn. 78; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Maume*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 23; Möllers/*Schauer*, NZG 2021, 1333 (1338); Schwark/Zimmer/*Zimmer/Bator*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 91; *Buck-Heeb*, § 7 Rn. 689; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Paschos/Goslar*, § 26 Rn. 22; Meyer/Veil/Rönnau/*Teigelack*, § 13 Rn. 46; Park/*Salinger*, 6.1 Rn. 88; Assmann/Schneider/Mülbert/*Mülbert*, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 205.

¹³⁰⁵ C.I.5.d) Volatilitätsinformationen.

¹³⁰⁶ *BaFin*, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.3 Geben falscher oder irreführender Signale S. 81; Klöhn/*Schmolke*, Art. 12 Rn. 43, 258; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Worms*, § 10 Rn. 78; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Maume*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 23; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Paschos/Goslar*, § 26 Rn. 22; Park/*Salinger*, 6.1 Rn. 94; Assmann/Schneider/Mülbert/*Mülbert*, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 205.

¹³⁰⁷ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Maume*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 29; Assmann/Schneider/Mülbert/*Mülbert*, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 205; **Kritisch:** Klöhn/*Schmolke*, Art. 12 Rn. 45; *Buck-Heeb*, § 7 Rn. 688 **a.A.** wohl Park/*Salinger*, 6.1 Rn. 93, der eine „bloße Wahrscheinlichkeit“ ausreichen lässt.

¹³⁰⁸ *BaFin*, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.3 Geben falscher oder irreführender Signale S. 81; Klöhn/*Schmolke*, Art. 12 Rn. 47, 261; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Worms*, § 10 Rn. 80, 81; *Poelzig*, § 15 Rn. 439; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Maume*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 24, 71, 72; Möllers/*Schauer*, NZG 2021, 1333 (1337, 1338); Schwark/Zimmer/*Zimmer/Bator*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 88, 89; *Buck-Heeb*, § 7 Rn. 669, 688, 689; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Paschos/Goslar*, § 26 Rn. 23; Meyer/Veil/Rönnau/*Teigelack*, § 13 Rn. 39; Park/*Salinger*, 6.1 Rn. 90, 196; Assmann/Schneider/Mülbert/*Mülbert*, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 206, 208.

Weise der Präsentation¹³⁰⁹, wie das bewusst selektive Darstellen der Information ohne den zum Verständnis notwendigen Kontext, was letztlich zu falschen Rückschlüssen verleitet. Irreführend kann auch das Gegenteil sein, also das „Verstecken“ einer inhaltlich zutreffenden Information in einer Vielzahl weiterer (zutreffender) Informationen¹³¹⁰.

Neben der Art der Darstellung sind auch das Marktumfeld und die Empfänger der Information in die Bewertung der (potenziellen) Irreführung mit einzubeziehen¹³¹¹. Dies gilt insbesondere für Beiträge von Vorstandsvorsitzenden in den sozialen Medien. Der Beitrag: „Das Unternehmen entwickelt sich besser, als wir zu träumen gewagt hätten.“ kann etwa je nachdem, ob sich das Unternehmen in ruhigem Fahrwasser befindet oder sich beispielsweise dem Vorwurf der schweren Bilanzfälschung ausgesetzt sieht, eine unterschiedliche Wirkung auf einen verständigen Anleger entfalten¹³¹².

Grundsätzlich erfahren die Beiträge von Repräsentanten eines Emittenten eine besondere Aufmerksamkeit, wenn dieser Gegenstand einer umfangreichen medialen Berichterstattung ist. In diesen Konstellationen haben die Beiträge der Repräsentanten eines Emittenten daher regelmäßig eine Signalwirkung für den verständigen Anleger¹³¹³. Ein weiteres anschauliches Beispiel waren die Tweets des Vorstandsvorsitzenden der Wirecard AG, Markus Braun, als Reaktion auf den Vorwurf der Bilanzfälschung. Braun hatte daraufhin mehrmals getwittert, dass „alles gut werden“ würde und dass an den Vorwürfen „nichts dran“ sei, wobei es sich bestenfalls um Behauptungen „ins Blaue hinein“ gehandelt haben dürfte¹³¹⁴.

Wenn es sich bei der verbreiteten Information um ein Werturteil handelt, kann dieses nicht anhand objektiver Kriterien auf seine „Richtigkeit“ hin überprüft werden. In diesen Fällen bezieht sich die Prüfung auf die Tatsachen, auf denen das Werturteil beruht. Sofern es sich um

¹³⁰⁹ *Buck-Heeb*, § 7 Rn. 689; *Klöhn/Schmolke*, Art. 12 Rn. 47, 262; *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms*, § 10 Rn. 81; *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume*, VO (EU) 596/2014, Art. 12 Rn. 24; *Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 88, 90; *Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar*, § 26 Rn. 23; *Meyer/Veil/Rönnau/Teigelack*, § 13 Rn. 20; *Park/Salinger*, 6.1 Rn. 196; *Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert*, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 207.

¹³¹⁰ *Buck-Heeb*, § 7 Rn. 688; *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 72; *Klöhn/Schmolke*, Art. 12 Rn. 262; *Meyer/Veil/Rönnau/Teigelack*, § 13 Rn. 20; *Park/Salinger*, 6.1 Rn. 196; *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333 (1338), welcher insbesondere auf die Gefahr der verkürzten Darstellung in Twitterbeiträgen eingeht, da deren Länge auf 280 Zeichen begrenzt ist.

¹³¹¹ *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 73.

¹³¹² *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333 (1337, 1338).

¹³¹³ *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333 (1337, 1338), mit dem Beispiel zur Äußerung von Elon Musk via Twitter, dass Tesla sich von der Börse zurückziehen würde.

¹³¹⁴ *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333 (1337, 1338).

eine ungeprüfte Angabe „ins Blaue hinein“ handelt, ist diese ebenfalls als falsch einzustufen, sofern sie nicht den Tatsachen entspricht oder diese so interpretiert, dass das Werturteil als unvertretbar einzustufen ist¹³¹⁵. Keine falsche Information liegt hingegen vor, wenn es sich bei der Äußerung offenkundig um eine zum Zwecke der Vermarktung übertriebene Anpreisung oder Schönfärberei handelt¹³¹⁶.

Manche Äußerungen lassen sich jedoch nicht ganz klar in die Kategorien Werturteil und Tatsachenbehauptung einteilen, insbesondere wenn zunächst zutreffende Tatsachen behauptet werden und aus diesen anschließend eine Schlussfolgerung gezogen wird¹³¹⁷. In diesen Fällen ist die (wertende) Schlussfolgerung des Verfassers auf ihre Vertretbarkeit hin zu prüfen. Die Schlussfolgerung im Zatarra-Report, dass der Fundamentalwert der Wirecard AG tatsächlich bei 0,00 € liegen würde¹³¹⁸, stellte beispielsweise eine, jedenfalls aufgrund der Tatsachenbehauptungen im Report selbst, unsachliche und unvertretbare Schlussfolgerung dar und sendete insofern ein falsches oder irreführendes Signal¹³¹⁹.

Auch in Bezug auf das Senden von Signalen reicht schon die konkrete Gefahr der Täuschung oder Irreführung eines verständigen Anlegers aus¹³²⁰. Diese konkrete Täuschungsgefahr kann auch durch das Weglassen entscheidender Teilaspekte entstehen, wenn diese für einen verständigen Anleger notwendig sind und durch deren Verschweigen ein objektiv unzutreffendes Gesamtbild entsteht¹³²¹. Daher haben verantwortliche Personen oder solche, die sich eine Information zu eigen machen, die Pflicht, Informationen, die für sie erkennbar falsche oder irreführende Signale geben, entsprechend zu korrigieren, zu vervollständigen oder zu aktualisieren¹³²².

¹³¹⁵ *Buck-Heeb*, § 7 Rn. 688; *Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 88; *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 71; *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333 (1337); *Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar*, § 26 Rn. 16; *Meyer/Veil/Rönnau/Teigelack*, § 13 Rn. 19; *Park/Salinger*, 6.1 Rn. 196; *Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert*, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 205.

¹³¹⁶ *Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 88.

¹³¹⁷ *Möllers/Cyglakow*, JZ 23/2018, 1131 (1135).

¹³¹⁸ *Zatarra Research & Investigations*, Wirecard AG (WDI GR), Februar 2016, S. 1, abrufbar unter: <https://viceroyresearch.org/wp-content/uploads/2020/07/final-main-report-zatarra-edited-3.pdf> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

¹³¹⁹ So auch: *Möllers/Cyglakow*, JZ 23/2018, 1131 (1137).

¹³²⁰ *Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 89; *Klöhn/Schmolke*, Art. 12 Rn. 258; *Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar*, § 26 Rn. 21; *Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert*, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 208.

¹³²¹ *BaFin*, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.3 Geben falscher oder irreführender Signale S. 81; *Buck-Heeb*, § 7 Rn. 687; *Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 89.

¹³²² *BaFin*, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.3 Geben falscher oder irreführender Signale S. 81; Dazu: D.III.1.d) Korrektur- und Aktualisierungspflicht.

Wenn sich demnach ein Emittent für den Aufschub einer Ad-hoc-Mitteilung nach Art. 17 Abs. 4 MAR entscheidet, obwohl die Voraussetzungen für einen Aufschub nicht vorliegen, kommt neben dem Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht auch ein Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation in Betracht, wenn durch die fehlende Ad-hoc-Mitteilung falsche oder irreführende Signale gegeben werden. Entsprechendes gilt bei einer unterbliebenen Nachholung der Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 7 MAR¹³²³. Ferner kann auch eine nicht durch sachliche Gründe gerechtfertigte Verschiebung der Veröffentlichung der Finanzberichterstattung des Emittenten ein irreführendes Signal senden, da allein die Verschiebung des Zeitpunktes der Veröffentlichung regelmäßig mit erheblichen buchhalterischen Problemen des Emittenten in Verbindung gebracht wird und daher allein durch die Verschiebung ein entsprechendes Signal an den Markt gesendet wird¹³²⁴.

Grundsätzlich gilt, dass die potenzielle Signalwirkung einer verbreiteten Information immer dann besonders groß ist, wenn zu einem bestimmten Sachverhalt eine Informationsknappheit am Markt herrscht und ein verständiger Anleger nur auf wenige oder gar nur eine seriöse Quelle zugreifen kann, um sich eine Meinung zu einem bestimmten Thema zu bilden. In Bezug auf Veröffentlichungen in den Medien bedeutet dies, dass insbesondere bei einer exklusiven Berichterstattung zu einem bestimmten Thema, wie etwa zu den Tesla-Files durch das Handelsblatt¹³²⁵, eine Signalwirkung der verbreiteten Informationen angenommen werden kann, sofern die Berichterstattung so fundiert ist, dass ein verständiger Anleger diese bei seine Anlageentscheidung berücksichtigen würde.

In der Diskussion zur Vorgängerregelung des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR - § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG aF – wurde bei Gerüchten, die ihrer Natur nach unverbürgte Nachrichten mit einem ungewissen oder jedenfalls nicht unmittelbar überprüfbaren Wahrheitsgehalt darstellen, eine Signalwirkung von Teilen der Literatur abgelehnt. Dies wurde damit begründet, dass von Gerüchten keine Signalwirkung ausgehen könne, da ein verständiger Anleger bloße Gerüchte

¹³²³ *BaFin*, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.3 Geben falscher oder irreführender Signale S. 81, 82.

¹³²⁴ *Mock*, BKR 2021, 61 (69); Klöhn/*Schmolke*, Art. 12 Rn. 262a.

¹³²⁵ <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/elektromobilitaet-mein-autopilot-hat-mich-fast-umgebracht-tesla-files-nachren-zweifel-an-elon-musks-versprechen/29166564.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

bei seiner Anlageentscheidung nicht berücksichtigen würde¹³²⁶. Diese Diskussion hat sich in Bezug auf Art. 12 Abs.1 lit. c) MAR aufgrund des eindeutigen Wortlautes¹³²⁷ erledigt¹³²⁸.

3. Herbeiführung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus

Nach der zweiten Subvariante muss die Verbreitung der Information ein anormales oder künstliches Kursniveau eines oder mehrerer Finanzinstrumente, eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjektes herbeiführen oder dies muss jedenfalls wahrscheinlich sein. Unter einem anormalen oder künstlichen Kursniveau ist eine Abweichung des Preises von den legitimen Kräften von Angebot und Nachfrage zu verstehen¹³²⁹. Das offenkundige Problem besteht darin, diesen auf den „legitimen Kräften des Marktes“ basierenden Preis konkret zu ermitteln. Zu diesem Zweck wurden verschiedene ökonomische Berechnungsmethoden entwickelt, welche zum Teil auch kombiniert werden. Der sogenannte historische Ansatz stellt auf den Kursverlauf vor der Verbreitung der Information ab und berechnet aus diesen Daten eine hypothetische Kursentwicklung.

Nach dem „unusual price test“ wird der tatsächliche Kursverlauf nach, abgesehen von der Verbreitung der Information, nicht erklärbaren Preisentwicklungen untersucht. Beispielsweise bei einer ungewöhnlichen Diskrepanz zwischen dem Basiswert und darauf basierenden Finanzprodukten¹³³⁰. Beide Tests weisen erhebliche Schwächen, insbesondere bei der Bestimmung einer bloßen Wahrscheinlichkeit für die Herbeiführung eines anormalen oder künstlichen Preisniveaus, auf und können daher lediglich als Anhaltspunkte dienen¹³³¹. Für die Herbeiführung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus ist auch eine kurzfristige Kursbeeinflussung ausreichend. Es ist nicht erforderlich, dass das Kursniveau über einen gewissen Zeitraum erhalten bleibt¹³³². Da jedoch schon die Wahrscheinlichkeit der Herbeiführung eines anormalen oder

¹³²⁶ *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 729 (731); *Langenbacher*, AG 2016, 417 (421); *Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert*, VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 12 Rn. 203; *a.A. Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841 (852).

¹³²⁷ „einschließlich der Verbreitung von Gerüchten“.

¹³²⁸ *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms*, § 10 Rn. 79; *Klöhn/Schmolke*, Art. 12 Rn. 245; *Poelzig*, § 15 Rn. 448; *Meyer/Veil/Rönnau/Teigelack*, § 13 Rn. 14.

¹³²⁹ *Klöhn/Schmolke*, Art. 12 Rn. 54, 264; *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms*, § 10 Rn. 40; *Poelzig*, § 15 Rn. 439; *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 34; *Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 29, 30; *Buck-Heeb*, § 7 Rn. 669; *Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar*, § 26 Rn. 29; *Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert*, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 212 **Kritisch im Hinblick auf die Tautologie**: *Meyer/Veil/Rönnau/Teigelack*, § 13 Rn. 51 der zu Recht darauf hinweist, dass lediglich zum Ausdruck gebracht wird, dass ein Kurs manipuliert ist, wenn er nicht unmanipuliert ist; ebenso: *Park/Salinger*, 6.1 Rn. 91.

¹³³⁰ *Klöhn/Schmolke*, Art. 12 Rn. 55; *Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 30;

¹³³¹ *Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 30; *Klöhn/Schmolke*, Art. 12 Rn. 56;

¹³³² *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 33; *Klöhn/Schmolke*, Art. 12 Rn. 62, 265; *Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator*, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 28; *Meyer/Veil/Rönnau/Teigelack*, § 13 Rn. 52;

künstlichen Kursniveaus ausreicht, kommt es letztlich nur auf die Eignung zur Herbeiführung an¹³³³.

Um das Tatbestandsmerkmal praktisch handhabbar zu machen, enthält die MAR in Anhang I Abschnitt A eine Indikatorenliste, welche in Art. 4 i.V.m. Anhang II Abschnitt 1 der delegierten VO (EU) 2016/522 weiter konkretisiert wird. Diese enthält an Stelle von theoretischen Prinzipien eine Ansammlung von Einzelfällen und typischen Konstellationen, bei denen Anhaltspunkte für eine Marktmanipulation vorliegen. Allerdings gelten diese nach Art. 12 Abs. 3 MAR lediglich für die handelsbasierte Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. a) und b) MAR¹³³⁴.

In Bezug auf Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR wird daher zum Teil auf § 2 MaKonV¹³³⁵ verwiesen¹³³⁶. In § 2 Abs. 3 und 4 MaKonV werden in einem Katalog bewertungserhebliche Umstände aufgezählt, denen ein Einfluss auf das Kursniveau eines Finanzproduktes unterstellt werden kann. Wenn sich die veröffentlichte Information auf einen dort aufgelisteten bewertungserheblichen Umstand bezieht, kann folglich davon ausgegangen werden, dass durch die Verbreitung dieser Information jedenfalls wahrscheinlich war, dass ein anormales oder künstliches Kursniveau herbeigeführt wird. Solche Umstände sind beispielsweise: bedeutende Kooperationen, Erwerb oder Veräußerung wesentlicher Beteiligungen, Erfindung/Erteilung/Verlust von Patenten oder Lizenzen sowie Veränderungen in personellen Schlüsselpositionen des Unternehmens. Auf eine Abgrenzung zwischen dem Senden falscher oder irreführender Signale und dem Herbeiführen eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus kommt es regelmäßig nicht an, da die Herbeiführung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus regelmäßig mit dem Senden falscher oder irreführender Signale einhergeht¹³³⁷.

4. Subjektive Voraussetzungen

Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR setzt als subjektiven Tatbestand voraus, dass die Person, die Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass diese falsch oder irreführend

¹³³³ Poelzig, § 15 Rn. 439; Buck-Heeb, § 7 Rn. 670; Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar, § 26 Rn. 29; Meyer/Veil/Rönnau/Teigelack, § 13 Rn. 53; Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 212.

¹³³⁴ Meyer/Veil/Rönnau/Teigelack, § 13 Rn. 35 hält diese daher in Bezug auf Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR für unanwendbar.

¹³³⁵ Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung; Außer Kraft seit: 02.01.2018.

¹³³⁶ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 82; Meyer/Veil/Rönnau/Teigelack, § 13 Rn. 43, jedoch kritisch in Rn. 51.

¹³³⁷ Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 266; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Maume, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 22; Buck-Heeb, § 7 Rn. 690; Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar, § 26 Rn. 29; Park/Salinger, 6.1 Rn. 92, 198; Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 211.

waren. Neben der positiven Kenntnis (wissen) ist auch fahrlässige Unkenntnis (wissen müssen) tatbestandsmäßig, was ebenfalls objektiv zu bestimmen ist¹³³⁸. Entscheidend ist also, was eine verständige Person in der konkreten Situation hätte wissen müssen. Bei Vorständen von börsennotierten Emittenten kann regelmäßig davon ausgegangen werden, dass diese in der Lage sind zu bewerten, ob eine Information, die von ihnen verbreitet wird, falsch oder irreführend ist und unter objektiven Gesichtspunkten ein solch falsches oder irreführendes Signal an einen objektiven Anleger sendet. Konsequenterweise ist dann auch von einem (mindestens) bedingten Vorsatz des Vorstandes auszugehen¹³³⁹. Fahrlässige Unkenntnis ist beispielsweise zu verneinen, wenn die Information der verbreitenden Person, etwa aufgrund interner Geheimhaltungsmechanismen „Chinese Wall“, nicht zugänglich war¹³⁴⁰. In Bezug auf Journalisten ist die Frage, ob der Journalist fahrlässig gehandelt hat, anhand der Einhaltung der journalistischen Berufs- und Standesregeln zu beurteilen, auf welche im Rahmen des Art. 21 MAR gesondert eingegangen wird¹³⁴¹.

IV. Zusammenfassung und Empfehlungen für die journalistische Praxis

Eine informationsgestützte Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR liegt vor, wenn durch die Verbreitung einer Information¹³⁴² falsche oder irreführende Signale an den Kapitalmarkt gesendet werden¹³⁴³ oder ein anormales oder unnatürliches Kursniveau herbeigeführt wird¹³⁴⁴ oder dies wahrscheinlich ist und die verbreitende Person dies wusste oder hätte wissen müssen¹³⁴⁵. Die zentrale Herausforderung in der journalistischen Praxis besteht in der großen Rechtsunsicherheit die dadurch hervorgerufen wird, dass die bloße Wahrscheinlichkeit des Sendens eines falschen oder irreführenden Signals oder des Herbeiführens eines anormalen oder unnatürlichen Kursniveaus bereits ausreichend ist, um den objektiven Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a) MAR zu erfüllen. Dementsprechend sollten Journalisten sich auf die Vermeidung des subjektiven Tatbestandes also das „wissen oder wissen müssen“ konzentrieren.

¹³³⁸ BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, III.7.3 Geben falscher oder irreführender Signale S. 82; Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 270; Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar, § 26 Rn. 30; Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 217.

¹³³⁹ Möllers/Schauer, NZG 2021, 1333 (1337, 1339).

¹³⁴⁰ Klöhn/Schmolke, Art. 12 Rn. 270; Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar, § 26 Rn. 30; Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 218.

¹³⁴¹ F.VI.4 Journalistische Berufs- und Standesregeln auf europäischer Ebene; F.VIII.2 Auswirkung auf die informationsgestützte Marktmanipulation.

¹³⁴² D.III.1 Verbreitung von Informationen.

¹³⁴³ D.III.2 Senden falscher oder irreführender Signale.

¹³⁴⁴ D.III.3 Herbeiführung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus.

¹³⁴⁵ D.III.4 Subjektive Voraussetzungen.

Im Hinblick auf den anzuwendenden Sorgfaltsmaßstab bieten die journalistischen Berufs- und Standesregeln in Form der Pressekodizes einen guten Maßstab¹³⁴⁶, wobei es letztlich immer auf eine Verhältnismäßigkeitsprüfung unter Einbeziehung der Umstände des Einzelfalles ankommt¹³⁴⁷. Ein besonderes Augenmerk sollte zudem auf die bereits erwähnte Aktualisierungspflicht gelegt werden, welche insbesondere im Hinblick auf den sich verbreitenden Breaking-News-Journalismus auf internetbasierten Kanälen, von großer praktischer Bedeutung sein dürfte. Zudem sollten Journalisten stets zwischen Tatsachen und (ihren) Schlussfolgerungen aus diesen Tatsachen eindeutig unterscheiden um die Wahrscheinlichkeit des Sendens falscher oder irreführender Tatsachen zu minimieren¹³⁴⁸. Die konkreten Auswirkungen des Journalistenprivilegs auf das Verbot der informationsbasierten Marktmanipulation werden im abschließenden Kapitel ausführlich dargestellt¹³⁴⁹. Im folgenden Kapitel werden die Sorgfalts- und Offenlegungspflichten für Anlageempfehlungen nach Art. 20 MAR dargestellt, welche insbesondere für Journalisten die in Börsenmagazinen wie „Der Aktionär“ Anlageempfehlungen publizieren, von großer Bedeutung sein können.

¹³⁴⁶ Ausführlich: F.VI.3.a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht.

¹³⁴⁷ F.VIII.2 Auswirkungen auf die informationsgestützte Marktmanipulation.

¹³⁴⁸ F.VI.3.a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht.

¹³⁴⁹ F.VIII.2 Auswirkungen auf die informationsgestützte Marktmanipulation.

E. Anlageempfehlung

Art. 21 MAR nimmt auch Bezug auf die Darstellungs- und Offenlegungspflichten, welche in Art. 20 MAR i.V.m. der delegierten VO (EU) 2016/958 geregelt sind. Die Bedeutung dieser Vorschriften für die Ausübung der journalistischen Tätigkeit ist begrenzt, da sie nur für die Verbreitung direkter Anlageempfehlungen oder Anlagestrategieempfehlungen anzuwenden sind. Für die Journalisten die solche direkten Empfehlungen geben sind die Regelungen jedoch von besonderer Bedeutung, da sie die Art und Weise der Darstellung der Informationen umfangreich Regeln und daher die Ausübung der journalistischen Tätigkeit insoweit erheblich beeinträchtigen.

Die folgende Darstellung soll aufzeigen, welche Vorgaben Art. 20 MAR und insbesondere die delegierten VO (EU) 2016/958 machen und wie umständlich dies durch den europäischen Gesetzgeber geregelt worden ist. Zudem wird auf die Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR eingegangen, wonach für Journalisten die Möglichkeit besteht, durch eine angemessene Selbstregulierung von der delegierten VO (EU) 2016/958 abzuweichen. Ob die Voraussetzungen für diese Abweichung von der delegierten VO (EU) 2016/958 vorliegen wird bei der Darstellung der Selbstregulierung durch journalistische Vereinigungen im Rahmen der Erläuterungen zu Art. 21 MAR dargestellt¹³⁵⁰.

Art. 20 Abs. 1 MAR enthält spezielle Sorgfalts- und Offenlegungspflichten für Personen, die Anlageempfehlungen oder andere Informationen durch die eine Anlagestrategie empfohlen oder vorgeschlagen wird erstellen oder verbreiten. Diese Personen haben in angemessener Weise dafür Sorge zu tragen, dass die Informationen objektiv dargestellt werden. Ferner haben sie ihre Interessen oder Interessenkonflikte hinsichtlich der Finanzinstrumente auf die sich die Informationen beziehen, offenzulegen. In Art. 20 Abs. 2 MAR werden öffentliche Stellen, die Statistiken oder Prognosen verbreiten, welche die Finanzmärkte erheblich beeinflussen können, verpflichtet, dies auf eine objektive und transparente Weise zu tun. Um eine „durchgehende Harmonisierung“ dieser Sorgfalts- und Offenlegungspflichten sicherzustellen, wird die EU-Kommission in Art. 20 Abs. 3 UAbs. 3 MAR dazu ermächtigt, auf einem Entwurf der ESMA basierende, technische Regulierungsstandards und technische Modalitäten zur Konkretisierung der Sorgfalts- und Offenlegungspflichten zu erlassen. Dies ist durch die delegierte Verordnung (EU) 2016/958 vom 9. März 2016 erfolgt.

¹³⁵⁰ F.VIII.3.a) Abbedingung der delegierten VO (EU) 2016/958 gem. Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR.

In dieser werden weitere Anforderungen an Anlageempfehlungen oder andere Informationen, durch die eine Anlagestrategie empfohlen oder vorgeschlagen wird, gestellt. Nach Art. 2 der Verordnung muss der Ersteller einer solchen Empfehlung seine Identität in einem definierten Umfang offenlegen. Ferner stellt die Verordnung weitere Anforderungen im Hinblick auf eine objektive Darstellung einer Empfehlung¹³⁵¹, der Offenlegung von Interessen und Interessenkonflikten¹³⁵² und der Weitergabe von Empfehlungen durch den Ersteller¹³⁵³ oder Dritte¹³⁵⁴. Eine weitere Konkretisierung der Verordnung kann dem Q&A-Katalog der ESMA zur MAR entnommen werden¹³⁵⁵.

Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR enthält eine Tatbestandsausnahme für Journalisten. Demnach finden „die in den technischen Regulierungsstandards niedergelegten technischen Modalitäten keine Anwendung auf Journalisten, die einer gleichwertigen angemessenen Regelung – einschließlich einer gleichwertigen angemessenen Selbstregulierung – in den Mitgliedsstaaten unterliegen, sofern mit einer solchen Regelung eine ähnliche Wirkung erzielt wird wie mit den technischen Modalitäten.“ Die Mitgliedsstaaten sind nach Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 S. 2 MAR verpflichtet, den Wortlaut einer solchen gleichwertigen angemessenen Regelung der Kommission mitzuteilen¹³⁵⁶.

Der Regelungszweck des Art. 20 MAR besteht in der Gewährleistung und dem präventiven Schutz der Marktintegrität und dem damit verbundenen Vertrauen der Marktteilnehmer in die Funktionsweise des Kapitalmarktes¹³⁵⁷. In Erwägungsgrund Nr. 1 zur delegierten VO (EU) 2016/958 wird der Regelungszweck dahingehend spezifiziert, dass eine objektive, klare und exakte Darstellung von Informationen und Interessenkonflikten durch eine entsprechende Offenlegung gewährleistet werden soll. Dies soll durch einen hohen Standard im Hinblick auf „Fairness, Redlichkeit und Markttransparenz“ sichergestellt werden, um eine Irreführung der Öffentlichkeit zu vermeiden. Neben diesem präventiven Schutz vor Marktmissbrauch verfolgt

¹³⁵¹ Art. 3 delegierte Verordnung (EU) 2016/958.

¹³⁵² Art. 5 delegierte Verordnung (EU) 2016/958.

¹³⁵³ Art. 7 delegierte Verordnung (EU) 2016/958.

¹³⁵⁴ Kapital III delegierte Verordnung (EU) 2016/958.

¹³⁵⁵ ESMA, Q&A on the Market Abuse Regulation (MAR), ESMA70-145-111 (Version 17), Last updated on 25 November 2022.

¹³⁵⁶ E.X Anwendung auf Journalisten – Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR.

¹³⁵⁷ *Buck-Heeb*, § 13 Rn. 1014; Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 21 Rn. 2; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 2; Klöhn/*Schmolke*, Art. 20 Rn. 5; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 1; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 3, 18; Haber-sack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 5.

Art. 20 MAR den Zweck, die Markttransparenz zu fördern und Informationsasymmetrien abzubauen¹³⁵⁸. Durch die Offenlegung von Informationen zu den Urhebern einer Anlageempfehlung oder Anlagestrategie soll das Anlegerpublikum eher in die Lage versetzt werden, die Empfehlungen kritisch einordnen zu können und so bessere Anlageentscheidungen zu treffen¹³⁵⁹. Somit wird durch Art. 20 MAR auch die alloкатive Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes¹³⁶⁰ gefördert.

I. Anlageempfehlung und Anlagestrategieempfehlung

Nach dem Wortlaut des Art. 20 Abs. 1 MAR gelten die dort genannten Pflichten für „Personen, die Anlageempfehlungen oder andere Informationen, durch die eine Anlagestrategie empfohlen oder vorgeschlagen wird, erstellen oder verbreiten“. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR definiert eine Anlageempfehlung als „eine Information mit expliziten oder impliziten Empfehlungen oder Vorschlägen zu Anlagestrategien in Bezug auf ein oder mehrere Finanzprodukte oder Emittenten, die für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen sind, einschließlich einer Beurteilung des aktuellen oder künftigen Wertes oder Kurses solcher Instrumente“.

Auch der Begriff der „Empfehlung oder Vorschlag einer Anlagestrategie“ ist in der MAR in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) und ii) MAR legaldefiniert. Demnach handelt es sich (i) um „eine von einem unabhängigen Analysten, einer Wertpapierfirma, einem Kreditinstitut oder einer sonstigen Person, deren Haupttätigkeit in der Erstellung von Anlageempfehlungen besteht oder einer bei den genannten Einrichtungen im Rahmen eines Arbeitsvertrags oder anderweitig tätigen natürlichen Person erstellte Information, die direkt oder indirekt einen bestimmten Anlagevorschlag zu einem Finanzinstrument oder einem Emittenten darstellt“ oder (ii) um „eine von anderen als den in Ziffer i) genannten Personen erstellte Information, die direkt eine bestimmte Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument vorschlägt“.

Die Definitionen in Art. 3 Nr. 34 und 35 MAR nehmen folglich wechselseitig aufeinander Bezug. Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR stellt zur Definition der Empfehlung oder des Vorschlags einer Anlagestrategie auf Personen ab, deren Haupttätigkeit in der „Erstellung von Anlageempfehlungen“ besteht und Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 stellt zur Definition einer Anlageempfehlung auf

¹³⁵⁸ Poelzig, § 28 Rn. 887; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 1;

Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 2; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 8.

¹³⁵⁹ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 8; Assmann/Schneider/Müllbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 18.

¹³⁶⁰ B.I.1.b)bb) Alloкатive Funktionsfähigkeit.

„Empfehlungen oder Vorschläge zu Anlagestrategien“ ab. Aufgrund dieser wechselseitigen Bezugnahme ist das Verhältnis von Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und Nr. 35 MAR bisher nicht abschließend geklärt¹³⁶¹. Zum Teil wird die wechselseitige Bezugnahme so interpretiert, dass es sich bei der Anlagestrategieempfehlung um einen Art Grundtatbestand handle und die Anlageempfehlung einen Sonderfall der Anlagestrategieempfehlung darstelle, wobei die Anlageempfehlung zusätzlich „für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen“ sein müsse¹³⁶².

Für den Grundtatbestand der Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 MAR sei es demnach ausreichend, wenn die dort genannten Voraussetzungen vorliegen¹³⁶³, ohne dass es auf das in Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR genannte Merkmal „für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen“ ankomme. Auf dieses Merkmal komme es nur für das Vorliegen des Sondertatbestandes der Anlageempfehlung nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR an, welcher die Voraussetzungen des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR kumulativ erfüllen müsse¹³⁶⁴.

Nach der Gegenansicht wird in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 MAR der persönliche Anwendungsbereich und in Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR der sachliche Anwendungsbereich der Anlageempfehlung definiert, wobei nicht zwischen einer Anlageempfehlung und einer Anlagestrategieempfehlung unterschieden wird, sondern lediglich ein einheitlicher Tatbestand vorliegen soll, bei dem die Voraussetzungen des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR kumulativ vorliegen müssten¹³⁶⁵. Dies ist wohl auch das Verständnis der ESMA, welche in ihren Q&A zur MAR den Anwendungsbereich des Art. 20 Abs. 1 MAR für eröffnet hält, wenn „eine Anlageempfehlung im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR in Verbindung mit Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 MAR“ vorliegt, ohne zwischen einer Anlageempfehlung und einer Anlagestrategieempfehlung zu differenzieren¹³⁶⁶.

¹³⁶¹ Übersicht zum Meinungsstand in: Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 44, 45; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 6; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 5 ff.; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 22; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 18.

¹³⁶² Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 12; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 6; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 20; wohl auch Poelzig, § 28 Rn. 889.

¹³⁶³ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 8; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 12; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 21; Poelzig, § 28 Rn. 889.

¹³⁶⁴ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 12; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 8; Poelzig, § 28 Rn. 889.

¹³⁶⁵ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 7; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 48; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 23;

¹³⁶⁶ ESMA, Questions and Answers on the MAR, ESMA70-145-111, Version 17, last updated on 25. November 2022, A. 8.1: „Any communication that meets the criteria of the definition of investment recommendation within the meaning of Article 3(1)(35) of MAR in conjunction with Article 3(1)(34) of MAR will be deemed to fall

Der Wortlaut der Art. 20 Abs. 1, Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR spricht eher dafür, dass der europäische Gesetzgeber mit der „Anlageempfehlung“ und der „Empfehlung oder dem Vorschlag einer Anlagestrategie“ zwei verschiedene Kategorien schaffen wollte¹³⁶⁷. Dies ergibt sich zum einen aus dem Umstand, dass die beiden Begriffe in Art. 3 Abs. 1 MAR jeweils einzeln definiert werden sowie aus dem Wortlaut des Art. 20 Abs. 1 MAR, welcher von „Anlageempfehlungen oder“¹³⁶⁸ andere Informationen, durch die eine Anlagestrategie empfohlen oder verbreitet wird“ spricht.

Die Systematik der Art. 20 Abs. 1, Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR spricht hingegen eher dafür, dass Anlageempfehlung und Anlagestrategieempfehlung einen einheitlichen Tatbestand bilden, da Art. 20 Abs. 1 MAR für beide Kategorien die gleichen Offenlegungs- und Transparenzpflichten vorsieht. Entsprechendes gilt für die delegierten VO (EU) 2016/958. Wenn der europäische Gesetzgeber tatsächlich zwischen den beiden Kategorien hätte differenzieren wollen, hätte er konsequenterweise auch verschiedene Rechtsfolgen anordnen müssen¹³⁶⁹. Würde man die Anlageempfehlung als einen Sonderfall der Anlagestrategieempfehlung verstehen, würde das Merkmal „für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit“ leerlaufen, da unabhängig von dem Vorliegen dieses Merkmals der Grundtatbestand einer Anlagestrategieempfehlung vorliegen würde, welcher die gleichen Rechtsfolgen wie der Sondertatbestand auslöst¹³⁷⁰.

Auch aus einer rechtshistorischen Perspektive heraus liegt es nahe, den Art. 20 Abs. 1 MAR als einheitlichen Tatbestand zu verstehen und diesen nur dann eingreifen zu lassen, wenn die Anlageempfehlung für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen ist, wie es Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR kumulativ verlangen. Ein solches Verständnis des sachlichen Anwendungsbereichs des Art. 20 Abs. 1 MAR würde sich mit der Vorgängerregelung in § 34 b Abs. 1 S. 1 WpHG a.F.¹³⁷¹, basierend auf Art. 1 Nr. 3 RL 2003/125/EG, decken. Umgekehrt

within the scope of the investment recommendation regime.” a.A. Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 8, der in der Äußerung der ESMA einen Beleg für die zuerst genannte Ansicht sieht.

¹³⁶⁷ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 10; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 7; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 46; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 10; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 23.

¹³⁶⁸ Hervorhebung nur hier.

¹³⁶⁹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 8; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 53; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 23.

¹³⁷⁰ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 11.1.

¹³⁷¹ „Personen, die im Rahmen ihrer Berufs- oder Geschäftstätigkeit eine Information über Finanzinstrumente oder deren Emittenten erstellen, die direkt oder indirekt eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthält und einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll (Finanzanalyse) (...)“.

lassen sich keine Anhaltspunkte dafür finden, dass der europäische Gesetzgeber durch die Definitionen in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR den Anwendungsbereich des Art. 20 Abs. 1 MAR im Vergleich zu Art. 1 Nr. 3 RL 2003/125/EG auf Fälle erweitern wollte, bei denen die Empfehlung nicht für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen ist¹³⁷².

Schließlich deuten auch der Sinn und Zweck des Art. 20 Abs. 1 MAR darauf hin, dass lediglich solche Einschätzungen reguliert werden sollen, die eine Breitenwirkung im Sinne der Veröffentlichung entfalten oder jedenfalls dafür konzipiert sind¹³⁷³. Durch die Sorgfalts- und Transparenzpflichten des Art. 20 Abs. 1 MAR soll verhindert werden, dass das breite Anlegerpublikum durch interessengeleitete Analysen und Empfehlungen manipuliert wird und dadurch das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt in Mitleidenschaft gezogen wird. Der Schutzzweck des Art. 20 Abs. 1 MAR umfasst hingegen keine unternehmensinternen Analysen oder solche, die von einzelnen Personen beauftragt wurden und daher nur diesen zugänglich sind, da ein Individualschutz durch Art. 20 MAR nicht gewährleistet werden soll¹³⁷⁴. Insofern ist es nur konsequent, Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR als kumulative Tatbestandsvoraussetzungen zu verstehen und nur solche Empfehlungen und Vorschläge zu erfassen, die „für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen“ sind¹³⁷⁵.

Basierend auf diesem einheitlichen Verständnis des sachlichen Anwendungsbereichs des Art. 20 Abs. 1 MAR ist dieser folglich eröffnet, wenn (1) eine Information mit einem Empfehlungs- oder Vorschlagscharakter vorliegt, (2) diese einen Bezug zu einem Finanzinstrument oder einem Emittenten aufweist sowie (3) diese für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen ist¹³⁷⁶ und diese (4) ein hinreichendes Maß an Direktheit aufweist¹³⁷⁷. Auf eine Abgrenzung zwischen einer Anlageempfehlung und einer Anlagestrategieempfehlung kommt es

¹³⁷² ESMA, Final Report vom 28. September 2015, ESMA/2015/1455, Rn. 321; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 9; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 51; Schwark/Zimmer/Kumpfan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 2.

¹³⁷³ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 52; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 35.

¹³⁷⁴ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 11; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 3; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 10; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 20; Zu **anderen Schutzmechanismen** bei nicht für die Öffentlichkeit vorgesehenen Einschätzungen: Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 11.5; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 24 ff a.A. Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 51.

¹³⁷⁵ ESMA, Statement on Investment Recommendations on Social Media v. 28.10.2021, ESMA/70-154-2780; “intended for distribution channels or for the public”; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 10; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 52.

¹³⁷⁶ a.A. Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 13, der dies nur für eine Anlagestrategieempfehlung nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 MAR voraussetzt.

¹³⁷⁷ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 11; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 55.

nach beiden Ansichten nicht an, da Art. 20 Abs. 1 MAR, wie bereits erläutert, für das Vorliegen einer Anlageempfehlung und einer Anlagestrategieempfehlung die gleichen Rechtsfolgen anordnet. Im Folgenden wird daher einheitlich von „Anlageempfehlung“ gesprochen¹³⁷⁸. Wenn man dennoch eine Abgrenzung vornehmen möchte, bietet sich eine solche im Hinblick auf den Umfang der jeweiligen Empfehlung an. Eine Anlageempfehlung bezieht sich demnach auf ein bestimmtes Geschäft, losgelöst vom restlichen Portfolio des Empfängers. Eine Anlagestrategieempfehlung beinhaltet darüber hinaus auch strategische Erwägungen und bildet gewissermaßen einen grundlegenden Plan für eine Vielzahl von Investitionsentscheidungen¹³⁷⁹.

II. Anlageempfehlung als Information

Eine Anlageempfehlung muss eine Information beinhalten. Auch im Rahmen des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR ist der Begriff der Information erneut weit auszulegen¹³⁸⁰ und erfasst neben inneren und äußeren Tatsachen auch Empfindungen, Werturteile oder Prognosen¹³⁸¹. Die Information kann schriftlich, elektronisch, mündlich oder in einer anderen beliebigen Kommunikationsform abgegeben werden¹³⁸². Die Beurteilung der Information hat anhand einer Einzelfallbetrachtung zu erfolgen. Es kommt dabei auf die präsentierten Informationen und nicht etwa auf die Bezeichnung des Formates an¹³⁸³. Erfasst werden dabei selbst reine Werturteile oder Befindlichkeiten, auch wenn diese über keinen erkennbaren Tatsachenkern verfügen, da auch von diesen ein Beeinflussungspotenzial ausgehen kann, insbesondere wenn die Werturteile von besonders exponierten Personen stammen¹³⁸⁴. Als praxisrelevante Beispiele für das Vorliegen von Informationen nennt die ESMA Äußerungen im Rahmen sogenannter „sales notes“ oder

¹³⁷⁸ So auch: Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 55; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 1, der einheitlich „Empfehlung“ verwendet.

¹³⁷⁹ Schwark/Zimmer/Kumpfan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 14, die die Anlagestrategie für den Plan und die Empfehlung für dessen Umsetzung halten; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 11.6, jedoch abstellend auf den zeitlichen Horizont.

¹³⁸⁰ Zum Informationsbegriff ausführlich: C.I.1 Informationen.

¹³⁸¹ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 26; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 12; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 56; Schwark/Zimmer/Kumpfan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 35; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 25.

¹³⁸² ESMA, Questions and Answers on the MAR, ESMA70-145-111, Version 17, last updated on 25. November 2022, A. 8.1; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 70; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 26; Schwark/Zimmer/Kumpfan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 35; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 36.

¹³⁸³ ESMA, Questions and Answers on the MAR, ESMA70-145-111, Version 17, last updated on 25. November 2022, A. 8.1; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 26; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 26; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 36.

¹³⁸⁴ Dazu: C.I.1.c) Meinungen und Werturteile; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 13; Insbesondere von qualifizierten Personen E.VII.1 Qualifizierte Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR oder Sachverständigen E.VII.3 Sachverständige nach Art. 1 lit. a) delegierten VO (EU) 2016/958.

„morning notes“¹³⁸⁵, welche häufig börsentäglich erscheinen und sich mit aktuellen (Kurs)Entwicklungen auseinandersetzen.

III. Direkte oder indirekte Handlungsanweisung

Der Inhalt der Information wird in der MAR insofern konkretisiert, als dass Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR und Art. 20 Abs. 1 MAR jeweils von Empfehlung oder Vorschlag sprechen. In Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 MAR ist hingegen in i) lediglich von einem „Anlagevorschlag“ und in ii) von „vorschlägt“, hingegen nicht von „empfehlen“ oder einer Empfehlung die Rede. Diese sprachlichen Variationen sind dahingehend zu verstehen, dass die Information eine Handlungsanweisung an den Empfänger beinhalten muss, die auf eine Anlageentscheidung oder Anlagestrategie gerichtet ist¹³⁸⁶. Eine Abgrenzung zwischen einem Vorschlag und einer Empfehlung kann anhand des Grades der Verbindlichkeit der jeweiligen Handlungsanweisung erfolgen. Eine Empfehlung ist demnach verbindlicher und regelmäßig auch zeitkritischer als ein bloßer Vorschlag¹³⁸⁷. Auf eine trennscharfe Abgrenzung kommt es letztlich jedoch nicht an, da der Anwendungsbereich des Art. 20 Abs. 1 i.V.m. Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR bereits bei einem bloßen Vorschlag erfüllt ist, an den geringere Anforderungen als an die Empfehlung gestellt werden¹³⁸⁸.

An einer Handlungsanweisung fehlt es, wenn die Information lediglich deskriptiver Natur ist¹³⁸⁹. Dies ist beispielsweise bei Ratings der Fall, die lediglich eine Aussage über die Kreditwürdigkeit eines Emittenten treffen¹³⁹⁰. Auch der Umstand, dass auf ein aktuelles Ereignis oder eine aktuelle Nachricht über den Emittenten eingegangen wird, reicht an sich noch nicht aus,

¹³⁸⁵ *ESMA*, Questions and Answers on the MAR, ESMA70-145-111, Version 17, last updated on 25. November 2022, A. 8.1; *ESMA*, Final Report vom 28. September 2015, ESMA/2015/1455, Rn. 339; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 12.2.

¹³⁸⁶ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 25, 37; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 14; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 69; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 40, 42; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 30; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 37.

¹³⁸⁷ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 40; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 25; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 14.1; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 71; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 29.

¹³⁸⁸ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 14.1; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 71; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 25; a.A. Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 40.

¹³⁸⁹ *ESMA*, Questions and Answers on the MAR, ESMA70-145-111, Version 17, last updated on 25. November 2022, A. 8.5; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 14.3; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 72; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 43; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 38; Poelzig, § 28 Rn. 891.

¹³⁹⁰ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 14.3; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 72; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 31.

um daraus eine Handlungsanweisung herzuleiten¹³⁹¹. Das Gleiche gilt für die Beschreibung bereits vergangener Ereignisse, wenn in diesem Kontext keine Prognosen oder Bewertungen vorgenommen werden¹³⁹². Wie auch schon bei der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen¹³⁹³ sind Informationen, mit deren Veröffentlichung gesetzliche Pflichten erfüllt werden sollen, nicht vom Anwendungsbereich des Art. 20 Abs. 1 MAR erfasst¹³⁹⁴. Die Handlungsanweisung kann direkt oder indirekt erteilt werden. Ob eine Anlageempfehlung direkt oder indirekt sein muss, hängt nach dem Wortlaut des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 MAR von der Person ab, die die Anlageempfehlung erstellt¹³⁹⁵.

Eine Anlageempfehlung ist direkt, wenn sie eine konkrete Handlungsanweisung enthält, wie ein Finanzprodukt zu kaufen, zu verkaufen oder zu halten¹³⁹⁶. Im Gegensatz dazu enthält eine indirekte Anlageempfehlung keine konkrete Handlungsanweisung, sondern suggeriert diese implizit durch die Gesamtumstände der Information, sodass ein entsprechender Rückschluss auf eine Handlung nahegelegt wird¹³⁹⁷. Eine solche indirekte Anlageempfehlung stellt etwa ein ausgegebenes Kursziel für eine Finanzprodukt dar, da der Empfänger der Anlageempfehlung die Information mit dem aktuellen Kurs des Finanzproduktes selbst in Verhältnis setzen muss, um sich eine Handlungsanweisung herzuleiten¹³⁹⁸. Keine indirekte Anlageempfehlung sind hingegen Werbeaussagen sofern sie offensichtlich als solche erkennbar sind, da diese schon ihrer Natur nach gerade nicht objektiv sind, sondern ein Produkt bewusst positiv anpreisen¹³⁹⁹.

¹³⁹¹ ESMA, Questions and Answers on the MAR, ESMA70-145-111, Version 17, last updated on 25. November 2022, A. 8.5.

¹³⁹² Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 36, 40; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 14.3; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 72; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 43; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 31; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 45.

¹³⁹³ Dort: C.II.3.d) Gesetzliche Pflichten und unternehmensinterner Informationsaustausch.

¹³⁹⁴ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 14.3; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 63.

¹³⁹⁵ Dazu: E.VII Regelungsadressaten.

¹³⁹⁶ Poelzig, § 28 Rn. 891; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 15; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 77; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 37; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 42.

¹³⁹⁷ Poelzig, § 28 Rn. 891; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 46; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 40; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 15; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 77; a.A. Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 45.

¹³⁹⁸ ESMA, Questions and Answers on the MAR, ESMA70-145-111, Version 17, last updated on 25. November 2022, A. 8.4; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 15.3; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 77; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 40; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 47; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 30; Poelzig, § 28 Rn. 891; a.A. Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 44.

¹³⁹⁹ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 43; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 42; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 30.

Allerdings hält der europäische Gesetzgeber diese Terminologie nicht durch und spricht in Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR anstelle von „direkt“ und „indirekt“ von „explizit“ und „implizit“. Ferner bezieht sich der Wortlaut des Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR auf Informationen und Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 MAR auf Vorschläge und Empfehlungen¹⁴⁰⁰. Aufgrund der einheitlichen Auslegung des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR sind die unterschiedlichen Begriffe als deckungsgleich auszulegen und beziehen sich jeweils auf eine Information, die einen Anlagevorschlag oder eine Anlageempfehlung zum Gegenstand hat¹⁴⁰¹.

IV. Bezug zu einem Finanzinstrument oder Emittenten

Eine vorgeschlagene oder empfohlene Anlageentscheidung oder Anlagestrategie muss gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR einen Bezug zu einem Finanzinstrument oder einem Emittenten aufweisen. Der Begriff des Finanzinstruments wird in Art. 3 Abs. 1 MAR i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MiFID II i.V.m. Anhang I Abschnitt C MiFID II legaldefiniert. Das jeweilige Finanzinstrument muss in den Anwendungsbereich der MAR fallen, welcher in Art. 2 Abs. 1 UAbs. 1 MAR definiert ist. Wenn sich die Anlageentscheidung oder Anlagestrategie auf einen Emittenten bezieht, muss dieser Finanzinstrumente emittieren, die in den dargestellten Anwendungsbereich fallen. In Bezug auf Derivate ist zu beachten, dass diese auch dann in den Anwendungsbereich der MAR fallen können, wenn diese weder auf einem geregelten Markt noch in einem multilateralen oder organisierten Handelssystem gehandelt werden. Gem. Art. 2 Abs. 1 UAbs. 1 lit. d) MAR findet die MAR auch auf solche Derivate Anwendung, deren Wert oder Kurs von dem Wert oder Kurs eines Finanzinstruments im Sinne des Art. 2 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a) bis c) MAR abhängt oder sich auf diesen auswirkt¹⁴⁰².

Der Emittent wird als Bezugspunkt für eine Anlageempfehlung lediglich in Art. 20 Abs. 1 MAR und in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR erwähnt, nicht jedoch in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) und Nr. 35 MAR. Allerdings weist eine Anlageempfehlung in Bezug auf einen oder mehrere Emittenten

¹⁴⁰⁰ Die Formulierung wird aufgrund dieser uneinheitlichen Terminologie vielfach als missglückt eingeordnet, etwa: Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 15.1.

¹⁴⁰¹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 15.1; Klöhn/*Schmolke*, Art. 20 Rn. 79, 80; im Ergebnis auch: Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 21 Rn. 38, 44; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 32, 37; Wohl auch Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 55.

¹⁴⁰² ESMA, Questions and Answers on the MAR, ESMA70-145-111, Version 17, last updated on 25. November 2022, A. 8.7; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 16.2; Klöhn/*Schmolke*, Art. 20 Rn. 61; Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 21 Rn. 30; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 34; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 47.

zugleich auch einen mindestens mittelbaren und hinreichend bestimmten Bezug auf die Finanzinstrumente, die von diesem Emittenten emittiert werden, auf. Insofern kommt es nicht entscheidend darauf an, dass der Emittent als Bezugsobjekt in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) und 35 MAR nicht ausdrücklich genannt wird¹⁴⁰³. Der Begriff des Emittenten ist in Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR legaldefiniert.

Ein Bezug zu einem Finanzinstrument oder einem Emittenten liegt vor, wenn der Empfänger der Information das jeweilige Finanzinstrument oder den jeweiligen Emittenten anhand der Information bestimmen kann¹⁴⁰⁴. Dies ist offensichtlich der Fall, wenn ein Finanzinstrument durch die Angabe der WKN oder ISIN ausdrücklich benannt wird oder der offizielle Name des Emittenten verwendet wird¹⁴⁰⁵. Ein hinreichender Bezug liegt jedoch auch dann vor, wenn ein verständiger Anleger aufgrund der Mitteilung Rückschlüsse auf ein konkretes Finanzinstrument oder einen konkreten Emittenten ziehen kann¹⁴⁰⁶. Erfasst sind daher auch Umschreibungen, wie die Nennung inoffizieller Titel oder ortsbezogener Bezeichnungen im Zusammenhang mit einem bestimmten Wirtschaftssektor, welcher zweifelsfrei einem Emittenten und den durch ihn emittierten Finanzinstrumenten zugeordnet werden kann¹⁴⁰⁷, beispielsweise „Münchener Autobauer“¹⁴⁰⁸ oder „Hannoverscher Reifenhersteller“.

Kein Bezug zu einem Finanzinstrument oder einem Emittenten liegt hingegen bei Analysen oder Aussagen zum ökonomischen oder politischen Marktumfeld im Allgemeinen vor¹⁴⁰⁹. Dies ist grundsätzlich bei sogenannten Portfolioempfehlungen der Fall, die sich auf bestimmte Regionen oder Branchen insgesamt beziehen¹⁴¹⁰. Allerdings kommt es auch hier auf den Kontext

¹⁴⁰³ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 63 a.A. Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 44; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 46.

¹⁴⁰⁴ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 31; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 34, 40; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 17; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 64; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 47.

¹⁴⁰⁵ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 17; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 65; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 34; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 31.

¹⁴⁰⁶ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 26; 34; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 17; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 6; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 32; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 38; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 47.

¹⁴⁰⁷ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 33; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 34.

¹⁴⁰⁸ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 34.

¹⁴⁰⁹ Poelzig, § 28 Rn. 891; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 17.1; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 35; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 32; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 28.

¹⁴¹⁰ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 17.2; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 33.

der Aussage an. Ein hinreichender Bezug zu einem Finanzinstrument kann etwa vorliegen, wenn zuvor ein bestimmtes Derivat thematisiert worden ist, welches auf eben jener Branche oder Region basiert¹⁴¹¹.

In der Diskussion zur Vorgängerregelung des § 34b WpHG aF wurde von Teilen der Literatur zusätzlich gefordert, dass aus der Information hervorgehen muss, dass sich der Urheber hinreichend mit dem betreffenden Finanzinstrument oder dem betreffenden Emittenten auseinandergesetzt hat¹⁴¹². Dies wurde insbesondere auf den Wortlaut des § 34b WpHG zurückgeführt, in welchem von einer „Finanzanalyse“ die Rede war¹⁴¹³. Der Begriff der Finanzanalyse wird weder in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR noch in Art. 20 Abs. 1 MAR verwendet und auch sonst gibt es im Wortlaut der MAR keinen Anhaltspunkt für eine derartige Einschränkung¹⁴¹⁴. Die ESMA nimmt zu dieser Frage nicht ausdrücklich Stellung. Allerdings stellt sie klar, dass auch kurze Nachrichten, etwa über Kurznachrichtendienste wie Twitter (X) eine Empfehlung im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR darstellen können. Weiter weist die ESMA darauf hin, dass wenn eine Person Finanzanalyst oder ein erfahrener Investor ist, deren Empfehlungen oder Vorschläge, auch wenn sie nur in Form einer kurzen Nachricht veröffentlicht werden, einen erheblichen Einfluss auf den Kapitalmarkt haben können. Dies gilt insbesondere wenn die Nachricht während der Handelsstunden veröffentlicht wird und sich auf einen Markt mit einer relativ geringen Liquidität bezieht¹⁴¹⁵.

In Bezug auf sogenannte Musterdepots, bei denen in der Regel mehrere Finanzprodukte in einem Depot zusammengefasst werden, kommt es für die Einordnung als Anlageempfehlung ebenfalls auf den Kontext an, in dem das Musterdepot präsentiert wird. Wenn dieses lediglich als eine Benchmark dienen soll, um die Entwicklung eines anderen Wertes im Vergleich zu

¹⁴¹¹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 17.2; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 66; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 34.

¹⁴¹² Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 74; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 18; Ausführlich: Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 27, 28, 29.

¹⁴¹³ „Personen, die im Rahmen ihrer Berufs- oder Geschäftstätigkeit eine Information über Finanzinstrumente oder deren Emittenten erstellen, die direkt oder indirekt eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthält und einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll (Finanzanalyse)“.

¹⁴¹⁴ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 28; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 18; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 74; Schwark/Zimmer/Kumpen/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 36; Poelzig, § 28 Rn. 889 a.A. Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 27; Haber-sack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 36.

¹⁴¹⁵ ESMA, Final Report vom 28. September 2015, ESMA/2015/1455, Rn. 342; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 18.2.

diesem Musterdepot darzustellen, fehlt es an der notwendigen (indirekten) Handlungsanweisung, womit dieses Musterdepot dann keine Anlageempfehlung darstellt¹⁴¹⁶. Wenn das Musterdepot jedoch im Kontext einer Handlungsanweisung, etwa der Investition in eine bestimmte Branche oder Region steht, handelt es sich bei diesem um eine (implizite bzw. indirekte) Anlageempfehlung für die in dem Depot genannten Finanzinstrumente¹⁴¹⁷.

V. Zur Verbreitung vorgesehen

Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR setzt weiter voraus, dass die Information für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen ist¹⁴¹⁸. Die MAR enthält keine Definition des Verbreitungskanals und definiert auch nicht, was unter Öffentlichkeit zu verstehen ist. Allerdings enthielt die Vorgängerregelung in Art. 1 Nr. 7 RL 2003/125/EG eine Definition, welche jedenfalls als Anhaltspunkt für die Auslegung der MAR herangezogen werden kann¹⁴¹⁹. Durch einen Verbreitungskanal soll eine Information der Öffentlichkeit tatsächlich oder wahrscheinlich zugänglich gemacht werden¹⁴²⁰. Ein solcher Verbreitungskanal können etwa Analystenberichte, Artikel in konventionellen Medien oder Postings in sozialen Medien sein¹⁴²¹ sowie Post-, E-Mail- oder SMS-Verteiler, Messenger-Dienste oder Internetseiten¹⁴²². Die Öffentlichkeit ist dabei als eine große Anzahl von Personen zu verstehen, ohne dass eine quantitative Mindestschwelle zu ziehen ist¹⁴²³. Entscheidend ist, dass das eingesetzte Medium dazu geeignet ist,

¹⁴¹⁶ Poelzig, § 28 Rn. 891; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 57; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 18.4; Schwark/Zimmer/Kumpun/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 37; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 28; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 45.

¹⁴¹⁷ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 18.4; wohl auch Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 58.

¹⁴¹⁸ ESMA, Statement on Investment Recommendations on Social Media v. 28.10.2021, ESMA70-154-2780; Zum Verständnis als kumulative Voraussetzung: E.I Anlageempfehlung und Anlagestrategieempfehlung; a.A. Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 45, der dies lediglich für Anlageempfehlungen im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR für notwendig hält; ebenso: Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 26, 49.

¹⁴¹⁹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 19; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 81; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 46; Schwark/Zimmer/Kumpun/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 58; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 39; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 49.

¹⁴²⁰ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 46; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 19; Schwark/Zimmer/Kumpun/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 59; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 40.

¹⁴²¹ ESMA, Statement on Investment Recommendations on Social Media v. 28.10.2021, ESMA70-154-2780; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 40.

¹⁴²² Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 82; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 20.1; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 46; Schwark/Zimmer/Kumpun/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 62; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 40; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 80.

¹⁴²³ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 46, 47; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 19; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 84; Schwark/Zimmer/Kumpun/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 60.

einen unüberschaubaren Personenkreis zu erreichen, ohne dass der Ersteller die Verbreitung kontrollieren kann¹⁴²⁴.

Sobald beispielsweise eine Information über einen E-Mail-Verteiler verbreitet worden ist, kann die Nachricht an eine unbestimmte Vielzahl weiterer Emailadressen weitergeleitet werden, ohne dass der ursprüngliche Absender dies effektiv kontrollieren kann¹⁴²⁵. Bei mündlicher Verbreitung ist danach zu differenzieren, ob die Information gegenüber einem überschaubaren Personenkreis oder auf einer öffentlichen Veranstaltung geäußert wurde¹⁴²⁶. Rein konzern- oder unternehmensinterne Empfehlungen sind regelmäßig nicht zur Veröffentlichung vorgesehen¹⁴²⁷. Auf die Bezeichnung der Information (sales notes, morning briefing, market colours) kommt es hingegen nicht an, sondern allein auf die tatsächliche Intention¹⁴²⁸. Unerheblich ist auch, ob die Information der Öffentlichkeit tatsächlich zugänglich gemacht wird. Vielmehr ist entscheidend, ob eine öffentliche Verbreitung im Zeitpunkt der Erstellung vorgesehen war, was maßgeblich vom Willen des Erstellers abhängig ist¹⁴²⁹. Wenn die Empfehlung beispielsweise nur im Rahmen einer individuellen Anlageberatung erteilt wurde, ist sie nicht zur Verbreitung in der Öffentlichkeit vorgesehen und damit nicht vom Anwendungsbereich des Art. 20 Abs. 1 MAR erfasst¹⁴³⁰.

Wird eine Information trotz der entgegenstehenden Intention des Erstellers verbreitet oder veröffentlicht und liegen die weiteren Voraussetzungen des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR vor,

¹⁴²⁴ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 19; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 83; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 39; Zu § 34b WpHG aF: Spindler, NJW 2004, 3449 (3453).

¹⁴²⁵ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 46; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 20.2; Schwark/Zimmer/Kumpen/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 60; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 40.

¹⁴²⁶ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 20.2; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 47.

¹⁴²⁷ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 86; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 49; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 20.4; Schwark/Zimmer/Kumpen/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 64; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 40.

¹⁴²⁸ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 20.3; wohl auch Schwark/Zimmer/Kumpen/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 61; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 41.

¹⁴²⁹ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 48; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 85, 87; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 20; Schwark/Zimmer/Kumpen/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 58; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 39, 43; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 48.

¹⁴³⁰ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 83; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 49; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 20.6; Schwark/Zimmer/Kumpen/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 63; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 40.

besteht die Gefahr, dass die Information das Marktgeschehen beeinflusst, obwohl der ursprüngliche Ersteller keine Veröffentlichungsabsicht hatte. Um auch in dieser Konstellation eine mögliche Irreführung von Anlegern zu verhindern, fällt auch eine solche Veröffentlichung oder Verbreitung einer Information, die zunächst lediglich für den internen Gebrauch bestimmt war, in den Anwendungsbereich des Art. 20 Abs. 1 MAR¹⁴³¹, wobei dann die Person, die die Anlageempfehlung verbreitet, zu deren Ersteller wird¹⁴³².

VI. Erstellen und Verbreiten von Anlageempfehlungen

Als tatbestandliche Handlung stellt Art. 20 Abs. 1 MAR auf das Erstellen oder Verbreiten von Anlageempfehlungen ab. In der delegierten VO (EU) 2016/958, welche gem. Art. 20 Abs. 3 UAbs. 3 MAR die Pflichten des Art. 20 Abs. 1 MAR konkretisiert, ist hingegen statt „Verbreitung“ von der „Weitergabe“ von Informationen die Rede. Allerdings handelt es sich bei dieser unterschiedlichen Terminologie um eine (weitere) sprachliche Unsauberkeit, welcher keine inhaltliche Bedeutung zukommt. Die Begriffe „Verbreitung“ und „Weitergabe“ sind in ihrer Bedeutung deckungsgleich¹⁴³³.

1. Erstellen einer Anlageempfehlung

Eine Anlageempfehlung wird erstellt, wenn eine Person oder mehrere Personen gemeinschaftlich¹⁴³⁴ eine Information in einem Verarbeitungs- und Gestaltungsprozess so verarbeiten oder gestalten, dass letztlich eine Anlageentscheidung in Bezug auf ein Finanzinstrument oder einen Emittenten entsteht, welche für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen ist¹⁴³⁵. Dies ist insbesondere der Fall, wenn Investitionen in bislang nicht bewertete Finanzinstrumente

¹⁴³¹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 20; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 86; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 48; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 58; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 44.

¹⁴³² E.VI.1 Erstellen einer Anlageempfehlung.

¹⁴³³ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 104; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 21, 23.3; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 74; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 74.

¹⁴³⁴ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 72; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 111; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 22.3; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 77.

¹⁴³⁵ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 105; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 22; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 69; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 51; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 46.

oder Emittenten vorgeschlagen werden¹⁴³⁶. Ein Erstellen liegt ferner vor, wenn eine bereits bestehende Anlageempfehlung wesentlich verändert wird¹⁴³⁷. Dies ist etwa der Fall, wenn eine Anlageempfehlung über eine andere bereits veröffentlichte Anlageempfehlung berichtet oder auf diese Bezug nimmt und dabei diese vorherige Anlageempfehlung bestätigt, bewertet oder neue Elemente enthält, die wiederum auf neuen Tatsachen oder Ereignissen beruhen können¹⁴³⁸.

Ersteller sind all diejenigen Personen, die über den Inhalt einer Anlageempfehlung maßgeblich (mit)bestimmen können oder sich den Inhalt nach außen erkennbar zu eigen machen und insofern die Urheberschaft (auch) für sich reklamieren¹⁴³⁹. Demnach erstreckt sich die Erstellereigenschaft nicht nur auf Vorgesetzte, sondern umfasst alle Personen, die eine eigene Möglichkeit zur inhaltlichen Einflussnahme haben¹⁴⁴⁰. Eine Erstellung liegt ferner dann vor, wenn eine ursprünglich zu internen Zwecken vorgesehene Information dennoch öffentlich verbreitet wird, etwa wenn eine Person die Information zunächst exklusiv erhalten hat und diese anschließend öffentlich verbreitet¹⁴⁴¹. In diesem Fall ist die verbreitende Person selbst Ersteller der Anlageempfehlung und nicht die Person, welche die Anlageempfehlung ursprünglich zu internen Zwecken verfasst hat¹⁴⁴². Der Zeitpunkt der Erstellung ist der Moment, in dem sich die Person zur öffentlichen Verbreitung der Anlageempfehlung entscheidet und nicht erst der Moment in dem die Verbreitung tatsächlich erfolgt, da für das Vorliegen einer Anlageempfehlung nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR auf die Absicht des Erstellers zur Veröffentlichung abgestellt wird,

¹⁴³⁶ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 22.

¹⁴³⁷ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 51; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 22, 22.1; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 105; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 69; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 46 a.A. Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 75.

¹⁴³⁸ ESMA, Questions and Answers on the MAR, ESMA70-145-111, Version 17, last updated on 25. November 2022, A. 8.6; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 105; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 51; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 71.

¹⁴³⁹ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 72; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 51; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 110; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 49; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 77.

¹⁴⁴⁰ Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 77; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 111; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 52; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 72; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 49.

¹⁴⁴¹ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 51; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 106; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 22; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 70, 71; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 48; a.A. Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 76.

¹⁴⁴² Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 22.2; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 109; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 52; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 71.

was konsequenterweise auch für die Zweckänderung einer ursprünglich internen Anlageempfehlung gelten muss¹⁴⁴³.

2. Verbreitung einer Anlageempfehlung

Eine Anlageempfehlung wird verbreitet, wenn eine bereits erstellte Anlageempfehlung anderen Personen zugänglich gemacht wird¹⁴⁴⁴. Dabei kommt es nur auf die Möglichkeit der Kenntnisnahme an und nicht darauf, welches Medium für die Zugänglichmachung verwendet wird oder ob die Empfänger die Anlageempfehlung bereits kannten oder ob sie sie tatsächlich zur Kenntnis nehmen¹⁴⁴⁵. Umstritten ist, wem gegenüber die Verbreitung erfolgen muss. Nach einer Ansicht muss die Verbreitung gegenüber einem unbestimmten Personenkreis erfolgen, was mit dem allgemeinen Sprachgebrauch des Begriffs „Verbreiten“ begründet wird¹⁴⁴⁶. Mit Verbreiten sei ein „sich ausbreiten, in Umlauf kommen und vielen bekannt werden“ gemeint, was bei der Auslegung des Begriffs zu berücksichtigen sei¹⁴⁴⁷. Hinzukäme, dass Art. 20 Abs. 1 MAR seinem Sinn und Zweck nach nur Empfehlungen regulieren solle, die die Preisbildung am Kapitalmarkt beeinflussen können, was typischerweise nur der Fall sei, wenn jene Empfehlungen einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden würden¹⁴⁴⁸.

Die Gegenansicht hält die Verbreitung der Anlageempfehlung gegenüber einem unbestimmten Personenkreis für nicht erforderlich¹⁴⁴⁹. Vielmehr sei lediglich eine jedenfalls nicht ganz kleine Anzahl an Personen, denen gegenüber die Anlageempfehlung verbreitet wird, erforderlich¹⁴⁵⁰. Dies wird damit begründet, dass in der Vorgängerregelung des § 34b Abs. 1 S. 2 WpHG aF¹⁴⁵¹

¹⁴⁴³ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 22.2; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 47.

¹⁴⁴⁴ Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 80; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 74; Klöhn/*Schmolke*, Art. 20 Rn. 114; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 23; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 53.

¹⁴⁴⁵ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 23; Klöhn/*Schmolke*, Art. 20 Rn. 87, 114, 115; Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 21 Rn. 54; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 64, 74.

¹⁴⁴⁶ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 23; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 53.

¹⁴⁴⁷ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 23.1.

¹⁴⁴⁸ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 23; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 53.

¹⁴⁴⁹ Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 21 Rn. 54; Klöhn/*Schmolke*, Art. 20 Rn. 116; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 60; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 80.

¹⁴⁵⁰ Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 50; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 60; Klöhn/*Schmolke*, Art. 20 Rn. 116, wonach zwei Personen grundsätzlich nicht ausreichen; a.A. wohl Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 21 Rn. 54; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 80, die die Anzahl an Personen für unerheblich halten.

¹⁴⁵¹ „Die Finanzanalyse darf nur weitergegeben oder öffentlich verbreitet werden, wenn sie sachgerecht erstellt und dargeboten wird“.

noch von einer öffentlichen Verbreitung die Rede war, was jedoch nicht in Art. 20 Abs. 1 MAR übernommen worden ist¹⁴⁵². Der Wortlaut des Art. 20 Abs. 1 MAR spricht vielmehr lediglich von „verbreiten“. Zudem ist zu bedenken, dass auch eine Vielzahl von Verbreitungen gegenüber einem bestimmten Personenkreis letztlich dazu führen kann, dass die Anlageempfehlung einer erheblichen Anzahl von Personen bekannt ist und eine entsprechende Breitenwirkung erzielt. Insofern muss auch eine solch sukzessive Verbreitung von Anlageempfehlungen von dem Anwendungsbereich des Art. 20 Abs. 1 MAR erfasst sein, um einen wirkungsvollen Schutz vor einer Kursbeeinflussung sicherzustellen.

VII. Regelungsadressaten

Adressat des Art. 20 Abs. 1 MAR sind grundsätzlich alle „Personen“, wobei es nach Art. 2 Abs. 4 MAR nicht darauf ankommt, ob diese ihren Wohnsitz im In- oder Ausland haben. In Art. 3 Abs. 1 Nr. 13 MAR wird klargestellt, dass der Begriff „Personen“ sowohl natürliche als auch juristische Personen erfasst. Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 MAR differenziert jedoch zwischen qualifizierten Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR und sonstigen Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR. In Art. 1 lit. a) der delegierten VO (EU) 2016/958 wird innerhalb der Gruppe der sonstigen Personen noch die Kategorie des Sachverständigen eingeführt. Die Zugehörigkeit einer Person zu einer der genannten Gruppen wirkt sich sowohl auf den sachlichen Anwendungsbereich als auch auf die Rechtsfolgen des Art. 20 Abs. 1 MAR aus.

1. Qualifizierte Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR

Nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR sind qualifizierte Personen unabhängige Analysten, Wertpapierfirmen, Kreditinstitute (qualifizierte Einrichtungen) oder sonstige Personen, deren Haupttätigkeit in der Erstellung von Anlageempfehlungen besteht. Unabhängige Analysten sind Personen die sich beruflich mit der Erstellung von Anlageempfehlungen oder Anlagestrategieempfehlungen befassen und dabei weisungsunabhängig sind¹⁴⁵³. Wertpapierfirmen werden in Art. 3 Abs. 1 Nr. 2 MAR i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 MiFID II legaldefiniert und Kreditinstitute in Art. 3 Abs. 1 Nr. 3 MAR i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 VO (EU) 575/2013.

¹⁴⁵² Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 21 Rn. 54; a.A. Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 23.1 der „öffentliche Verbreitung“ für eine Tautologie hält.

¹⁴⁵³ Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 66; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 17, Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 21 Rn. 15; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 25; Klöhn/*Schmolke*, Art. 20 Rn. 93; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 57.

Bei diesen Personen oder Einrichtungen kommt es für die Einordnung als qualifizierte Person nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR nicht darauf an, ob ihre Haupttätigkeit tatsächlich in dem Erstellen von Anlageempfehlungen besteht¹⁴⁵⁴. Dies ist lediglich bei „sonstigen Personen“ zu prüfen, die keiner der qualifizierten Einrichtungen angehören. Eine Haupttätigkeit liegt vor, wenn die Person in einer Gesamtschau ihre sachlichen, personellen und zeitlichen Ressourcen überwiegend für die Erstellung von Anlageempfehlungen einsetzt und organisatorisch auf die Erstellung von Anlageempfehlungen ausgerichtet ist¹⁴⁵⁵.

Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR erfasst neben den qualifizierten Einrichtungen selbst auch Personen, die bei diesen Einrichtungen im Rahmen eines Arbeitsvertrages oder anderweitig tätig sind (abhängige Analysten). Wie das Vertragsverhältnis zwischen der qualifizierten Einrichtung und der Person zivilrechtlich einzuordnen ist, ist unerheblich¹⁴⁵⁶. Teile der Literatur setzen jedoch voraus, dass die Person gerade zum Zweck der Erstellung von Anlageempfehlungen angestellt oder sonst vertraglich verpflichtet worden sein muss¹⁴⁵⁷. Eine Gegenansicht lehnt dies ab und stellt allein darauf ab, ob die Person tatsächlich im Rahmen ihrer Tätigkeit für die qualifizierte Einrichtung Anlageempfehlungen erstellt, unabhängig davon, ob dies auch vertraglich geschuldet war¹⁴⁵⁸.

Dieser Ansicht ist zu folgen, da andernfalls Art. 20 Abs. 1 MAR durch eine entsprechende vertragliche Gestaltung umgangen werden könnte. Wenn ein abhängiger Analyst eine Anlageempfehlung erstellt, ist dadurch der persönliche Anwendungsbereich des Art. 20 Abs. 1 MAR sowohl für den Analysten als auch für die qualifizierte Einrichtung, für die er die Anlageempfehlung erstellt hat, eröffnet¹⁴⁵⁹. Allerdings werden nur solche abhängigen Analysten erfasst,

¹⁴⁵⁴ ESMA, Questions and Answers on the MAR, ESMA70-145-111, Version 17, last updated on 25. November 2022, A. 8.3; Klöhn/*Schmolke*, Art. 20 Rn. 92; Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 21 Rn. 15; Schwark/Zimmer/*Kumpfan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 17; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 66; a.A. Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 57.

¹⁴⁵⁵ Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 68; Schwark/Zimmer/*Kumpfan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 20; Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 21 Rn. 18; Klöhn/*Schmolke*, Art. 20 Rn. 97; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 25; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 60.

¹⁴⁵⁶ Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 21 Rn. 20; Klöhn/*Schmolke*, Art. 20 Rn. 99; Schwark/Zimmer/*Kumpfan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 21, 22; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 26; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 62.

¹⁴⁵⁷ Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 21 Rn. 19, wobei in Rn. 20 für Personen, die nicht auf Basis eines Arbeitsvertrages verpflichtet sind, auf eine maßgebliche Beteiligung an der Erstellung von Anlageempfehlungen abgestellt wird.

¹⁴⁵⁸ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 26; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 69.

¹⁴⁵⁹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 27, 27.2.

die an der Erstellung oder Verbreitung der betreffenden Anlageempfehlung maßgeblich beteiligt sind, um den Anwendungsbereich bei einem arbeitsteiligen Vorgehen nicht ausufern zu lassen¹⁴⁶⁰.

2. Nicht-qualifizierte Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR

Sofern eine Person keine qualifizierte Person nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR ist, handelt es sich um eine nicht-qualifizierte Person nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR, was insbesondere bei Journalisten der Fall ist¹⁴⁶¹. Diese müssen nur dann die Anforderungen des Art. 20 Abs. 1 MAR erfüllen, wenn sie „direkt eine bestimmte Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument“ vorschlagen. Folglich müssen nicht-qualifizierte Personen die Anforderungen des Art. 20 Abs. 1 MAR bei lediglich indirekten Anlageempfehlungen nicht beachten¹⁴⁶². Mit dieser Differenzierung trägt der europäische Gesetzgeber dem Umstand Rechnung, dass ein verständiger Anleger den Anlageempfehlungen von qualifizierten Personen typischerweise ein größeres Vertrauen entgegenbringt als solchen, von nicht-qualifizierten Personen¹⁴⁶³. Anders als noch die Vorgängerregelung auf Level-2-Ebene, Art. 1 Nr. 5 RL 2003/125/EG, erfasst Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR somit grundsätzlich alle Personen, auch Privatpersonen, unabhängig davon, ob sie Anlageempfehlungen bei der Ausübung ihres Berufes oder im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit erstellen oder verbreiten¹⁴⁶⁴.

Nach dem Wortlaut des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR ist außerdem nur die direkte Empfehlung einer bestimmten Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument und nicht wie in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR auch zu einem Emittenten erfasst. Nach dem Wortlaut würde die Aussage „Investiert in Emittenten X“ durch eine nicht-qualifizierte Person nicht in den Anwendungsbereich des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR fallen, die Aussage „Investiert in Aktien des Emittenten

¹⁴⁶⁰ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 22; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 20; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 99; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 62

¹⁴⁶¹ Poelzig, § 28 Rn. 890; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 71; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 101; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 21; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 24.

¹⁴⁶² Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 21; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 29; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 70.

¹⁴⁶³ Poelzig, § 28 Rn. 890; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 23; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 91; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 30.1; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 21; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 64.

¹⁴⁶⁴ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 100.

X“ durch dieselbe Person hingegen schon. Eine solche streng am Wortlaut orientierte Auslegung des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR erscheint sehr bedenklich, da jedenfalls in Bezug auf börsennotierte Emittenten ein verständiger Anleger die Empfehlung in den Emittenten oder in dessen Aktien zu investieren als praktisch identisch verstehen wird. Um dem Sinn und Zweck des Art. 20 Abs. 1 MAR, einen möglichst effektiven Schutz vor irreführenden Empfehlungen zu gewährleisten, hinreichend Rechnung zu tragen, ist Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR dahingehend auszulegen, dass auch das direkte Vorschlagen von Anlageentscheidungen in Bezug auf Emittenten erfasst ist¹⁴⁶⁵.

3. Sachverständige nach Art. 1 lit. a) delegierten VO (EU) 2016/958

Eine Sonderstellung zwischen qualifizierten und nicht-qualifizierten Personen nehmen sogenannte Sachverständige ein, die in Art. 1 lit. a) VO (EU) 2016/958 legaldefiniert werden und dort den nicht-qualifizierten Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR zugeordnet werden¹⁴⁶⁶. Bei einem Sachverständigen handelt es sich um eine Person, die „wiederholt Anlageentscheidungen zu Finanzinstrumenten vorschlägt und die angibt, Erfahrungen oder Sachkenntnis im Finanzbereich zu besitzen, oder ihre Empfehlungen in einer Art und Weise erteilt, die in anderen vernünftigerweise die Erwartung weckt, dass sie Erfahrungen oder Sachkenntnis im Finanzbereich besitzt“. Auch der Wortlaut des Art. 1 lit. a) delegierten VO (EU) 2016/958 ist dahingehend auszulegen, dass neben Anlageentscheidungen zu Finanzinstrumenten auch solche zu Emittenten erfasst sind, da diese durch einen verständigen Anleger praktisch synonym verstanden werden¹⁴⁶⁷.

Durch die Figur des Sachverständigen wird dem Umstand Rechnung getragen, dass Personen, die wiederholt Anlageempfehlungen geben und dabei eine Sachkunde jedenfalls suggerieren, ein gesteigertes Vertrauen auf dem Kapitalmarkt genießen, auch wenn dieses nicht dem der professionellen Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR entspricht¹⁴⁶⁸. Sachverständige unterliegen aufgrund des im Vergleich zu sonstigen nicht-qualifizierten Personen höheren Vertrauens besonderen Anforderungen auf Rechtsfolgenseite nach Art. 4 und 6 der delegierten VO (EU) 2016/958. Als Indikatoren für die Qualifikation einer Person als Sachverständige nennt Erwägungsgrund Nr. 2 zur delegierten VO (EU) 2016/958 „unter anderem die Häufigkeit, in

¹⁴⁶⁵ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 29, 30.2.

¹⁴⁶⁶ Kritisch im Hinblick auf die Einführung dieser Kategorie auf Level 2 Ebene: Helm, BKR 2018, 150 (151).

¹⁴⁶⁷ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 102; Dazu: E.VII.2 Nicht-qualifizierte Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR.

¹⁴⁶⁸ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 102; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 31.

der sie Empfehlungen erstellen; die Anzahl derjenigen, die die von ihnen vorgeschlagenen Empfehlungen befolgen, ihr beruflicher persönlicher Werdegang einschließlich der Frage, ob sie in der Vergangenheit bereits von Berufs wegen Empfehlungen erstellt haben; und ob ihre früheren Empfehlungen von Dritten, beispielsweise den Medien, weitergegeben werden oder wurden.“

Eine wiederholte Abgabe von Anlageempfehlungen liegt vor, wenn eine Person in regelmäßigen Abständen Anlageentscheidungen in Finanzinstrumente oder Emittenten vorschlägt¹⁴⁶⁹. Allerdings hat sich die ESMA gegen die Konkretisierung eines festen Zeitintervalls wie täglich, wöchentlich oder monatlich ausgesprochen, um den Anwendungsbereich möglichst weitreichend und flexibel zu gestalten¹⁴⁷⁰. Dennoch stellt die Regelmäßigkeit der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen in einem täglichen, wöchentlichen oder monatlichen Rhythmus ein starkes Indiz für die Einordnung einer Person als Sachverständiger dar¹⁴⁷¹.

Unter Sachkunde oder Kenntnisse im Finanzbereich kann etwa eine frühere berufliche Tätigkeit oder Ausbildung der jeweiligen Person im Bereich der Anlageempfehlungen verstanden werden¹⁴⁷². Allerdings muss diese Sachkunde oder Kenntnis nicht auch tatsächlich vorhanden sein, da es nach Art. 1 lit. a) ii) delegierten VO (EU) 2016/958 bereits ausreicht, wenn ein verständiger Anleger aufgrund der Ausgestaltung der Empfehlungen eine entsprechende Sachkunde oder Erfahrung erwarten darf¹⁴⁷³. Dies ist nach Erwägungsgrund Nr. 2 zur delegierten VO (EU) 2016/958 insbesondere dann der Fall, wenn zahlreiche Personen den Vorschlägen folgen oder wenn die Vorschläge von Dritten, etwa in oder durch Medien, weitergegeben werden. Sofern keine Angaben zu vorhandenen Erfahrungen und Kenntnissen gemacht worden sind, sind alle Angaben, die im Kontext mit der Anlageempfehlung gemacht werden, daraufhin zu prüfen, ob sie bei einem Dritten vernünftigerweise den Eindruck von Erfahrungen und Kenntnissen im Finanzbereich erwecken¹⁴⁷⁴. Indikatoren für diese Beurteilung sind etwa der Name der Firma, unter welcher die Empfehlung gegeben wird sowie die Art und Weise der Erteilung¹⁴⁷⁵.

¹⁴⁶⁹ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 26; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 22; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 32.1.

¹⁴⁷⁰ ESMA, Final Report vom 28. September 2015, ESMA/2015/1455, Annex IV Rn. 357, 362.

¹⁴⁷¹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 32.1.

¹⁴⁷² Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 26; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 22; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 32.2.

¹⁴⁷³ Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 72; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 32.2; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 63.

¹⁴⁷⁴ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 22; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 26; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 63.

¹⁴⁷⁵ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 22.

4. Einordnung von Journalisten

Journalisten sind als nicht qualifizierte Personen im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR einzuordnen¹⁴⁷⁶. Zum einen stellen Medienverlage keine qualifizierten Einrichtungen im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR dar und zum anderen besteht die Haupttätigkeit eines Journalisten nicht darin, Anlageempfehlungen zu erstellen. Innerhalb der nicht-qualifizierten Personen können Journalisten teilweise auch der Untergruppe der Sachverständigen im Sinne des Art. 1 lit. a) delegierten VO (EU) 2016/958 zugeordnet werden. Ob dies der Fall ist, ist in einer Einzelfallprüfung unter Beachtung der in Erwägungsgrund Nr. 2 zur delegierten VO (EU) 2016/958 genannten Kriterien zu ermitteln. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass Beiträge in der Fach- und Wirtschaftspresse über eine erhebliche Reichweite verfügen und sich daraus ein erhebliches Missbrauchspotenzial ergeben kann¹⁴⁷⁷, wie der eingangs dargestellte Fall Sascha Opel – Der Aktionär veranschaulicht hat¹⁴⁷⁸.

Für die Einordnung einer Anlageempfehlung eines Journalisten ist es dabei nicht entscheidend, ob es sich dabei um eine berufsmäßige Veröffentlichung handelt. Vielmehr kommt es darauf an, ob aus Sicht eines durchschnittlichen Betrachters der Eindruck erweckt wird, dass es sich um einen finanzorientierten Beitrag handelt, der redaktionell aufgearbeitet wurde und auf Meinungsbildung abzielt¹⁴⁷⁹. Bei der Weitergabe der Empfehlungen durch Medien ist zu beachten, dass der Wortlaut des Erwägungsgrundes Nr. 2 zur delegierten VO (EU) 2016/958, welcher im Wesentlichen aus dem Final Report der ESMA übernommen wurde¹⁴⁸⁰, nur die Weitergabe der Empfehlung durch Dritte erfasst. Die erstmalige Publikation einer Empfehlung in einem Medium stellt dabei noch keinen Dritten dar, da Journalisten andernfalls mit jeder ihrer Veröffentlichungen dieses Kriterium zwangsläufig erfüllen würden. Eine Weitergabe der Empfehlung von Dritten in den Medien liegt erst dann vor, wenn ein bereits veröffentlichter Artikel des Journalisten durch eine andere Person oder ein anderes Medium aufgegriffen und weitergegeben wird.

¹⁴⁷⁶ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 33; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 21, 22; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 27.

¹⁴⁷⁷ So auch: Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 23; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 27, dies aber Einschränkung in Rn. 89; Beispiele sind etwa: A.V.5 SdK-Affäre oder A.V.6 Sascha Opel – Der Aktionär.

¹⁴⁷⁸ A.V.6 Sascha Opel – Der Aktionär.

¹⁴⁷⁹ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 27.

¹⁴⁸⁰ ESMA, Final Report vom 28. September 2015, ESMA/2015/1455, Rn. 332.

Da Journalisten zu der Gruppe der nicht-qualifizierten Personen nach Art. 3 Abs.1 Nr. 34 i) MAR gehören, unterliegen sie den Anforderungen des Art. 20 Abs.1 MAR jedoch nur, wenn sie direkt eine bestimmte Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument oder einem Emittenten empfehlen. Auf Rechtsfolgende ist dann danach zu differenzieren, ob es sich bei dem jeweiligen Journalisten um einen Sachverständigen im Sinne des Art. 1 lit. a) delegierten VO (EU) 2016/958 handelt oder nicht¹⁴⁸¹. Eine besondere Praxisrelevanz haben dabei sogenannte „Finfluencer“. Dieser Begriff – abgeleitet von dem noch geläufigeren Oberbegriff des „Influencers“¹⁴⁸² – bezeichnet Personen, die Beiträge in verschiedenen Formaten in sozialen Medien verbreiten, welche sich im weitesten Sinne mit dem Thema Finanzen auseinandersetzen und in der Regel auch Empfehlungen für Geldanlagen enthalten¹⁴⁸³. Die Inhalte enthalten zum Teil auch Anlageempfehlungen im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR, wobei es sich dabei in aller Regel um indirekte Anlageempfehlungen handelt und selten Finanzinstrumente oder Emittenten direkt empfohlen werden. Vielmehr werden Investitionen in eine bestimmte Branche, Region oder Anlageklasse empfohlen und die Teilnahme an einem kostenpflichtigen Kurs des entsprechenden „Finfluencers“ nahegelegt.

Die ESMA hat auf dieses Phänomen reagiert und ein Statement zu Anlageempfehlungen in sozialen Medien veröffentlicht, in welchem die ESMA in einem Frage-Antwort-Schema ausführt, welche Regeln bei der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen, insbesondere in sozialen Medien, zu beachten sind¹⁴⁸⁴. Die ESMA führt dabei allgemein aus, dass Anlageempfehlungen in der Regel von Unternehmen wie Banken oder Finanzanalysten erstellt werden, wobei auch andere Personen eine Anlageempfehlung abgeben können, wenn diese für eine weitere Verbreitung bestimmt sind, was auch eine Verbreitung durch soziale Medien umfasst¹⁴⁸⁵. Die ESMA differenziert dabei jedoch weder zwischen direkten und indirekten Anlageempfehlungen noch zwischen qualifizierten und nicht-qualifizierten Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 MAR.

¹⁴⁸¹ Grundsätzlich die Sachverständigeneigenschaft wohl ablehnend: Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 89.

¹⁴⁸² Zu weiteren Unterkategorien: Milena Merten: „Finfluencer – Finanzwissen für alle“ als Beitrag im Handelsblatt abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/technik/digitale-revolution/digitaldictionary-finfluencer-finanzwissen-fuer-alle-/25558628.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

¹⁴⁸³ Ähnlich: Laoutoumai/Cobé, WRP 2022, 290 (291); Antje Erhard: Was können „Finfluencer“ – und was nicht? Als Beitrag für die tagesschau abrufbar unter: <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/finanzen/finfluencer-junge-anleger-100.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

¹⁴⁸⁴ ESMA, Statement on Investment Recommendations on Social Media v. 28.10.2021, ESMA70-154-2780.

¹⁴⁸⁵ ESMA, Statement on Investment Recommendations on Social Media v. 28.10.2021, ESMA70-154-2780, Question: Who produces investment recommendations?.

„Influencer“ sind in aller Regel als nicht-qualifizierte Personen im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR einzuordnen, da sie im Regelfall nicht für eine qualifizierte Einrichtung tätig sind und ihre Haupttätigkeit auch nicht in der Erstellung von Anlageempfehlungen besteht, sondern eher in der Social-Media-Präsenz sowie dem Bewerben und Durchführen von Seminaren, Workshops oder (online) Kursen. Allerdings können „Influencer“ als Sachverständige nach Art. 1 lit. a) delegierten VO (EU) 2016/958 zu qualifizieren sein, wenn sie regelmäßig durch die Art und Weise der Erteilung ihrer „Finanztipps“ den Eindruck erwecken, über Erfahrungen und Sachkenntnis im Finanzbereich zu verfügen, insbesondere wenn sie ihren Adressaten entsprechende Seminare, Kurse oder Workshops anbieten. Folglich finden Art. 20 Abs. 1 MAR und die delegierten VO (EU) 2016/958 nur dann auf sogenannte „Influencer“ Anwendung, wenn diese eine direkte Anlageempfehlung zu einem Finanzinstrument oder einem Emittenten geben. Bei lediglich indirekten Anlageempfehlungen werden die „Influencer“ hingegen nicht vom Anwendungsbereich des Art. 20 Abs. 1 i.V.m. Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR erfasst¹⁴⁸⁶.

VIII. Pflichten bei der Erstellung von Anlageempfehlungen

Art. 20 Abs. 1 MAR regelt, dass Personen, die Anlageempfehlungen erstellen, in angemessener Weise dafür Sorge tragen müssen, dass die Informationen objektiv dargestellt und ihre Interessen oder Interessenkonflikte hinsichtlich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Informationen beziehen, offengelegt werden. Diese Pflichten werden durch Art. 2 ff. der delegierten VO (EU) 2016/958 konkretisiert. Die delegierten VO differenziert dabei zwischen allgemeinen Pflichten, welche sich sowohl an qualifizierte als auch an nicht-qualifizierte Personen richten und besonderen Pflichten, die sich an qualifizierte Personen und Sachverständige richten. Art. 3 VO (EU) 2016/958 regelt allgemeine Darstellungspflichten, die sowohl von qualifizierten als auch von nicht-qualifizierten Personen zu beachten sind. Art. 4 VO (EU) 2016/958 enthält hingegen besondere Darstellungspflichten, welche nur für qualifizierte Personen und Sachverständige gelten. Auch die Offenlegungspflichten nach Art. 3, 5 und 6 VO (EU) 2016/958 richten sich teils an beide Personengruppen und teils nur an qualifizierte Personen und Sachverständige. Da Journalisten sowohl als nicht-qualifizierte Personen als auch als Sachverständige eingeordnet werden können, wird im Folgenden auf die Offenlegungs- und Darstellungspflichten beider Gruppen eingegangen.

¹⁴⁸⁶ Insoweit missverständlich, da ohne eine Differenzierung zwischen direkten und indirekten Anlageempfehlungen: *ESMA*, Statement on Investment Recommendations on Social Media v. 28.10.2021, ESMA70-154-2780, Question: Who produces investment recommendations?; ebenso: *Laoutoumai/Cobe*, WRP 2022, 290 (291).

1. Allgemeine Darstellungspflichten

Grundsätzlich wird in der delegierten VO (EU) 2016/958 deutlich, dass sämtliche Angaben „klar“, „deutlich“ und „unmissverständlich“ und damit „nicht irreführend“ zu präsentieren sind, worauf in Erwägungsgrund Nr. 1 S. 1 zur VO (EU) 2016/958 ausdrücklich hingewiesen wird. Daraus lässt sich auf ein allgemeines Gebot der Klarheit und Deutlichkeit sowie der Vermeidung von Missverständnissen schließen, welches für die gesamte delegierten VO (EU) 2016/958 gilt¹⁴⁸⁷. Den Maßstab bildet dabei der Verständnishorizont der Empfehlungsadressaten¹⁴⁸⁸.

In Art. 3 Abs. 1 lit. a) VO (EU) 2016/958 wird die Pflicht zur objektiven Darstellung von Anlageempfehlungen dahingehend konkretisiert, dass „Tatsachen deutlich von Auslegungen, Schätzungen, Stellungnahmen und anderen Arten nicht sachbezogener Informationen unterschieden werden“. Ob dies der Fall ist, ist aus der Perspektive eines verständigen Anlegers¹⁴⁸⁹ zu beurteilen¹⁴⁹⁰. Es kann daher auch ausreichen, wenn aus der Formulierung der jeweiligen Angabe folgt, ob es sich um eine Tatsache¹⁴⁹¹ oder ein Werturteil¹⁴⁹² handelt¹⁴⁹³.

Außerdem sind gem. Art. 3 Abs. 1 lit. b) VO (EU) 2016/958 „alle wesentlichen Informationsquellen klar und unmissverständlich anzugeben“. Eine Quelle ist wesentlich, wenn die aus ihr stammenden Informationen den Inhalt der Empfehlung beeinflusst haben, die Quelle sich folglich kausal auf den Inhalt der Empfehlung ausgewirkt hat¹⁴⁹⁴. Wie detailliert diese Angabe zu erfolgen hat wird in der Literatur unterschiedlich bewertet. Nach einer Ansicht ist es bereits ausreichend, die Gattung der Quelle zu benennen¹⁴⁹⁵. Eine Gegenansicht verweist auf den Wortlaut des Art. 3 Abs. 1 lit. b) VO (EU) 2016/958 und hält eine individualisierte Angabe der

¹⁴⁸⁷ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 119; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 75, 78.

¹⁴⁸⁸ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 120; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 75, 78.

¹⁴⁸⁹ Zu dem Begriff: C.I.5.b) Der verständige Anleger.

¹⁴⁹⁰ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 35; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 22 Rn. 21, der von „durchschnittlich informierten Anleger der Adressatengruppe“ spricht.

¹⁴⁹¹ C.I.1.a) Tatsachen.

¹⁴⁹² C.I.1.c) Meinungen und Werturteile.

¹⁴⁹³ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 84; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 35, 35.2; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 22 Rn. 21.

¹⁴⁹⁴ Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 85; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 132; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 36, 37.1; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 22 Rn. 22; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 74.

¹⁴⁹⁵ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 22 Rn. 22; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 74.

Quelle für erforderlich¹⁴⁹⁶. Aufgrund der häufig schwierigen Abgrenzung zwischen wesentlichen und unwesentlichen Quellen wird in der Literatur empfohlen, die Quelle im Zweifel anzugeben¹⁴⁹⁷.

Auch der Emittent, auf den sich die Empfehlung bezieht, ist als Informationsquelle anzugeben, da der Wortlaut des Art. 3 Abs. 1 lit. b) (EU) VO 2016/958 nicht zwischen dem Emittenten, der Gegenstand der Empfehlung ist, und sonstigen Informationsquellen unterscheidet¹⁴⁹⁸. Dies ist auch überzeugend, da gerade der Emittent ein Interesse an der Beeinflussung seiner Außendarstellung hat und somit ein gewisses Risiko besteht, dass der Emittent durch die Bereitstellung bestimmter Informationen versucht, die Empfehlung zu seinen Gunsten zu beeinflussen¹⁴⁹⁹. Auf ein solches Risiko der Beeinflussung der Empfehlung durch den Emittenten wäre gem. Art. 5 und 6 VO (EU) 2016/958 hinzuweisen¹⁵⁰⁰. Ein solcher Hinweis auf den Emittenten als Informationsquelle kann unterbleiben, wenn die Information, die durch den Emittenten selbst bereitgestellt wurde, nicht in der Empfehlung aufgegriffen wurde, da es sich dann um keine wesentliche Information handelt¹⁵⁰¹.

Laut Art. 3 Abs. 1 lit. c) VO (EU) 2016/958 müssen die verwendeten Informationsquellen zudem zuverlässig sein und bei Zweifeln an der Zuverlässigkeit der Quelle muss klar auf diese hingewiesen werden. Dogmatisch handelt es sich dabei um keine Darstellungs- sondern eine Sorgfaltspflicht¹⁵⁰². Es ist demnach erforderlich, die verwendeten Informationsquellen in einem angemessenen Rahmen auf ihre Zuverlässigkeit hin zu überprüfen¹⁵⁰³. Bei der Bestimmung des angemessenen Rahmens ist zu berücksichtigen, ob es sich bei der jeweiligen Quelle um eine etablierte und bekanntermaßen zuverlässige Quelle handelt oder dies gerade nicht der Fall

¹⁴⁹⁶ Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 85; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 36; Klöhn/*Schmolke*, Art. 20 Rn. 132.

¹⁴⁹⁷ Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 22 Rn. 22; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 37.2.

¹⁴⁹⁸ Klöhn/*Schmolke*, Art. 20 Rn. 132; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 37.3; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 74.

¹⁴⁹⁹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 37.3.

¹⁵⁰⁰ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 37.3.

¹⁵⁰¹ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 37.3; a.A. Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 74.

¹⁵⁰² Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 37.4.

¹⁵⁰³ a.A. Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 86.

ist¹⁵⁰⁴. Für die praktische Anwendung wird empfohlen, unzuverlässige oder wahrscheinlich unzuverlässige Quellen nicht zu verwenden¹⁵⁰⁵ und es folglich nicht bei einem bloßen Hinweis auf die (mögliche) Unzuverlässigkeit zu belassen.

Art. 3 Abs. 1 lit. d) VO (EU) 2016/958 schreibt vor, dass „alle Prognosen, Vorhersagen und angestrebten Kursziele klar und unmissverständlich als solche gekennzeichnet werden und dass auf die bei ihrer Erstellung oder Verwendung zugrunde gelegten wesentlichen Annahmen hingewiesen wird“. Prognosen, Vorhersagen und Kursziele liegen vor, wenn die Aussagen einen zukunftsbezogenen Charakter haben und ihr Eintritt ungewiss ist¹⁵⁰⁶. Dies muss sich, wie auch bei der Kennzeichnung von Tatsachen und Werturteilen, jedenfalls aus der Formulierung der Angabe ergeben¹⁵⁰⁷. Gemäß Art. 3 Abs. 1 lit. e) VO (EU) 2016/958 sind ferner „das Datum und der Zeitpunkt, zu dem die Erstellung der Empfehlung abgeschlossen wurde, klar und unmissverständlich“ anzugeben. Maßgeblich ist dabei der Zeitpunkt der faktischen (druck)technischen Fertigstellung¹⁵⁰⁸.

Die Angabe der wesentlichen Informationsquellen (lit. b) und des Datums und der Zeit der Erstellung der Empfehlung (lit. e) kann gem. Art. 3 Abs. 2 VO (EU) 2016/958 unterbleiben, wenn die geforderten Angaben im Vergleich zur Länge oder Form der abgegebenen Empfehlung unverhältnismäßig wären. Als Beispiel werden nichtschriftliche Empfehlungen, beispielsweise in Sitzungen, Informationsveranstaltungen, Audio- oder Videokonferenzen sowie in Interviews im Radio oder Fernsehen oder auf Websites genannt. In diesen Fällen braucht dann lediglich der Ort angegeben werden, an dem die geforderten Informationen für den Empfänger der Empfehlung kostenfrei unmittelbar und einfach zugänglich sind. Eine Unverhältnismäßigkeit ist insbesondere dann anzunehmen, wenn die Pflichtangaben die Empfehlung selbst in den Hintergrund drängen würden¹⁵⁰⁹.

¹⁵⁰⁴ Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 22 Rn. 23; Schwark/Zimmer/*Kumpfan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 84; Assmann/Schneider/Mülbelt/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 75.

¹⁵⁰⁵ Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 22 Rn. 23.

¹⁵⁰⁶ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 38.

¹⁵⁰⁷ Schwark/Zimmer/*Kumpfan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 84; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 38; Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 22 Rn. 24.

¹⁵⁰⁸ Schwark/Zimmer/*Kumpfan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 85; a.A. Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 22 Rn. 25, der auf den „Zeitpunkt der geistigen Fertigstellung“ abstellen will, welcher in der Praxis kaum zu ermitteln sein dürfte; wohl auch Assmann/Schneider/Mülbelt/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 77, der auf den Zeitpunkt der „Vollendung“ abstellt.

¹⁵⁰⁹ Assmann/Schneider/Mülbelt/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 107; Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 22 Rn. 27; Schwark/Zimmer/*Kumpfan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 86.

2. Besondere Darstellungspflichten

Für qualifizierte Personen und Sachverständige gelten zudem die besonderen Darstellungspflichten des Art. 4 VO (EU) 2016/958. Demnach müssen sämtliche Angaben, die aufgrund des Art. 4 VO (EU) 2016/958 gemacht werden müssen, in klarer und unmissverständlicher Form erfolgen. Diese sollen im Folgenden lediglich überblicksweise dargestellt werden.

Art. 4 Abs. 1 lit. a) VO (EU) 2016/958 sieht vor, dass ein Hinweis erfolgen muss, wenn die Empfehlung dem Emittenten, auf den sie sich direkt oder indirekt bezieht, vor der Veröffentlichung offengelegt und anschließend geändert worden ist. Erfasst werden jedoch nur inhaltliche und nicht bloß redaktionelle Änderungen¹⁵¹⁰. Unerheblich ist, ob der Emittent Kenntnis von der Änderung hatte oder diese sogar initiiert hat¹⁵¹¹. Sofern lediglich eine Offenlegung gegenüber dem Emittenten erfolgte, ohne dass es anschließend zu einer inhaltlichen Änderung der Empfehlung kam, kann der Hinweis nach Art. 4 Abs. 1 lit. a) VO (EU) 2016/958 unterbleiben¹⁵¹². Art. 4 Abs. 1 lit. b), c) und d) VO (EU) 2016/958 beschäftigen sich mit den Bewertungsgrundlagen und den zur Bewertung verwendeten Methoden. Zweck dieser Regelung ist es, die Empfehlung transparenter und plausibler zu machen¹⁵¹³.

Art. 4 Abs. 1 lit. e) VO (EU) 2016/958 verpflichtet qualifizierte Personen und Sachverständige dazu, die Bedeutung der von ihnen erstellten Empfehlungen ausreichend zu erläutern und vor etwaigen Risiken angemessen zu warnen. Als Empfehlungen werden beispielsweise „Erwerb“, „Veräußerung“ oder „Halten“ und der jeweilige zeitliche Rahmen, auf den sich die Empfehlung bezieht, genannt. Zudem schreibt Art. 4 Abs. 1 lit. e) VO (EU) 2016/958 eine Empfindlichkeitsanalyse der zugrunde gelegten Annahmen vor.

¹⁵¹⁰ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 139; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 41; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 90; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 23 Rn. 13; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 86; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 88.

¹⁵¹¹ Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 88; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 90; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 139; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 41; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 23 Rn. 13; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 86.

¹⁵¹² Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 139; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 41; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 86.

¹⁵¹³ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 91; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 42; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 141; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 23 Rn. 14; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 87.

In Art. 4 Abs. 1 lit. f), g) und h) VO (EU) 2016/958 werden verschiedene Pflichten im Hinblick auf die Aktualisierung und Änderung von Anlageempfehlungen formuliert. Art. 4 Abs. 1 lit. f) VO (EU) 2016/958 verpflichtet zu einem Verweis auf die vorgesehene Häufigkeit der Aktualisierung einer Empfehlung. Nach Art. 4 Abs. 1 lit. g) VO (EU) 2016/958 besteht außerdem die Pflicht, das Datum und den Zeitpunkt der in der Empfehlung genannten Kurse von Finanzinstrumenten anzugeben. Art. 4 Abs. 1 lit. h) VO (EU) 2016/958 regelt, dass für den Fall, dass in den zwölf Monaten unmittelbar vor der Veröffentlichung der Empfehlung bereits eine andere Empfehlung für dasselbe Finanzinstrument oder denselben Emittenten erstellt worden ist, die sich von der nun zu veröffentlichenden unterscheidet, ein klarer und unmissverständlicher Hinweis auf die Änderung und auf den Zeitpunkt der früheren Empfehlung gegeben werden muss.

Art. 4 Abs. 1 lit. i) VO (EU) 2016/958 statuiert schließlich die Pflicht zur Erstellung „einer Liste aller Empfehlungen zu jedem Finanzinstrument oder Emittenten, die in den vorangegangenen zwölf Monaten verbreitet wurden“. In dieser Liste sind der Tag der Verbreitung, die Identität der verbreitenden Personen, das Kursziel und der relevante Marktpreis zum Zeitpunkt der Weitergabe sowie die Ausrichtung der Empfehlung und die Gültigkeitsdauer des Kursziels oder der Empfehlung anzugeben.

Art. 4 Abs. 2 VO (EU) 2016/958 enthält, ähnlich wie Art. 3 Abs. 2 VO (EU) 2016/958, eine Befreiung von den Angaben nach Art. 4 Abs. 1 lit. b), e) und¹⁵¹⁴ i)¹⁵¹⁵ VO (EU) 2016/958, sofern die Offenlegung im Vergleich zur Länge oder Form der abgegebenen Empfehlung unverhältnismäßig wäre. In der Vorschrift werden anschließend die gleichen beispielhaften Konsellationen wie in Art. 3 Abs. 2 VO (EU) 2016/958 aufgeführt.

3. Allgemeine Offenlegungspflichten

Neben den erläuterten allgemeinen und besonderen Darstellungspflichten bestehen auch allgemeine und besondere Offenlegungspflichten. Nach Art. 2 VO (EU) 2016/958 sind qualifizierte und nicht-qualifizierte Personen, die Anlageempfehlungen oder andere Informationen, durch die eine Anlagestrategie empfohlen oder vorgeschlagen wird, erstellen, verpflichtet, ihre eigene Identität und weitere Angaben zur Identität etwaiger für die Erstellung der Empfehlung verantwortlicher Personen offenzulegen. Die Identitätsangaben müssen dabei in allen Empfehlungen

¹⁵¹⁴ Der Wortlaut ist „oder“, wobei es sich um ein Redaktionsversehen handelt.

¹⁵¹⁵ Der Wortlaut verweist statt auf lit. i) auf einen lit. l), der jedoch nicht existiert.

klar und unmissverständlich offengelegt werden. Folglich verstoßen anonyme Anlageempfehlungen gegen Art. 20 Abs. 1 MAR¹⁵¹⁶. Die Identitätsangaben müssen gem. Art. 2 Abs. 1 VO (EU) 2016/958 den (a) „Namen und die Berufsbezeichnung aller an der Erstellung der Empfehlung beteiligten Personen“ umfassen sowie (b) „wenn eine an der Erstellung einer Empfehlung beteiligte natürliche oder juristische Person auf Grundlage eines Vertrags, beispielsweise eines Arbeitsvertrags, oder anderweitig für eine juristische Person handelt, den Namen dieser juristischen Person“ nennen.

Wenn die Empfehlung von einer juristischen Person abgegeben wurde, regelt Art. 2 Abs. 2 VO (EU) 2016/958, dass auch deren Name angegeben werden muss. Sofern die Empfehlung von einer Wertpapierfirma oder einem Kreditinstitut abgegeben wird, ist ferner die Identität der jeweils zuständigen Aufsichtsbehörde offenzulegen. Art. 2 Abs. 3 VO (EU) 2016/958 sieht schließlich vor, dass Regelungsadressaten, die weder Wertpapierfirmen noch Kreditinstitute sind, auf die jedoch Selbstkontrollnormen oder Berufs- bzw. Standesregeln Anwendung finden, gewährleisten müssen, dass zusätzlich zu den Angaben nach Art. 2 Abs. 1 VO (EU) 2016/958 eine Bezugnahme auf die genannten Normen oder Regeln offengelegt wird. Journalisten müssen demnach auf die für sie anwendbaren Berufs- und Standesregeln, also in Deutschland den deutschen Pressekodex und dessen Leitfaden für Finanzmarktjournalismus¹⁵¹⁷ verweisen, sofern dieser Anwendung findet¹⁵¹⁸.

Art. 5 VO (EU) 2016/958 enthält zudem Regelungen zur Offenlegung von Interessenkonflikten. Durch diese Offenlegungspflichten sollen Anleger in die Lage versetzt werden, selbst Rückschlüsse auf die Objektivität und Zuverlässigkeit eines Erstellers und seiner Empfehlungen zu ziehen und sich so letztlich selbst schützen können¹⁵¹⁹. Für die Offenlegungspflicht kommt es nicht darauf an, ob tatsächlich ein Interessenkonflikt vorliegt¹⁵²⁰. Nach Art. 5 Abs. 1 VO (EU) 2016/958 sind bereits alle Beziehungen und Umstände offenzulegen, bei denen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Empfehlung beeinträchtigen. Dies umfasst

¹⁵¹⁶ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 123; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 83, jedoch mit unterschiedlichen Auffassungen zur Einordnung sogenannter „White-Label“-Analysen.

¹⁵¹⁷ F.VI.3.e)ee) Deutschland.

¹⁵¹⁸ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 82; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 128.

¹⁵¹⁹ Buck-Heeb, § 13 Rn. 1018; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 98; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 22 Rn. 33, 36; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 154; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 49; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 98.

¹⁵²⁰ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 98; Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 158; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 50; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 22 Rn. 37; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 79; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 100, 102.

auch etwaige Interessen oder Interessenkonflikte aufseiten aller natürlichen oder juristischen Personen, die im Rahmen eines Vertrages, einschließlich eines Arbeitsvertrages oder anderweitig für den Ersteller tätig sind und die an der Erstellung der Empfehlung beteiligt waren oder die an einem Finanzinstrument oder einem Emittenten, der direkt oder indirekt Gegenstand der Empfehlung ist, beteiligt sind.

Ein offenlegungspflichtiger Umstand ist beispielsweise eine Zuwendung des Emittenten zu Gunsten des Erstellers der Anlageempfehlung¹⁵²¹ sowie die Vergabe eines Kredits¹⁵²² oder das Halten von Positionen in Finanzinstrumenten, die direkt oder indirekt von einer der Empfehlung entsprechenden Kursentwicklung beeinflusst werden¹⁵²³. In dem letztgenannten Fall ist dabei auch die genaue Höhe der Position mitzuteilen, damit sich der Adressat der Empfehlung ein Bild von dem Ausmaß des Interessenkonfliktes machen kann¹⁵²⁴. Ebenfalls offenlegungspflichtig sind die Übernahme einer Organfunktion bei dem Emittenten durch den Ersteller einer Empfehlung oder sonstige vertragliche Beziehungen oder eigene Investitionen des Erstellers in Finanzinstrumente, die Gegenstand der Anlageempfehlung sind oder Derivate, die von dem Finanzinstrument, das Gegenstand der Anlageempfehlung ist, abhängen¹⁵²⁵.

Um einen effektiven Schutz der Marktteilnehmer und Anleger sicherzustellen, sind keine hohen Anforderungen an das Vorliegen eines potenziellen Interessenkonfliktes zu stellen¹⁵²⁶. Rein subjektives Misstrauen ohne objektive Anhaltspunkte für einen möglichen Interessenkonflikt lösen hingegen keine Offenlegungspflicht nach Art. 5 Abs.1 VO (EU) 2016/958 aus¹⁵²⁷. Allerdings müssen die Interessenkonflikte so detailliert offengelegt werden, dass die Anleger die

¹⁵²¹ Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 22 Rn. 35; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 50.1; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 81; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 104.

¹⁵²² Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 50.2; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 82.

¹⁵²³ Klöhn/*Schmolke*, Art. 20 Rn. 160; Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 22 Rn. 35; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 81.

¹⁵²⁴ *Schmolke*, ZGR 2020, 291 (302), sowie in Klöhn/*Schmolke*, Art. 20 Rn. 160; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 98, 103; wohl auch: Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 83 a.A. zu Art. 6 Abs. 1 lit. a) VO (EU) 2016/958: *ESMA*, Final Report vom 28. September 2015, ESMA/2015/1455, Rn. 386.

¹⁵²⁵ Meyer/Veil/Rönnau/*Rothenhöfer*, § 22 Rn. 35; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 50.3; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 80, 81; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 104.

¹⁵²⁶ Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 102; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 50; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 79.

¹⁵²⁷ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 50; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 79; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 102.

Intensität der (möglichen) Befangenheit des Erstellers erkennen können¹⁵²⁸. Der Inhalt der Offenlegungspflichten wird für juristische Personen in Art. 5 Abs. 2 VO (EU) 2016/958 weiter spezifiziert. Wenn es sich bei der verpflichteten Person um eine natürliche Person handelt, umfasst die Offenlegungspflicht nach Art. 5 Abs. 1 und 3 VO (EU) 2016/958 auch etwaige Interessen oder Interessenkonflikte aller eng mit der unmittelbar verpflichteten Person verbundenen Personen¹⁵²⁹.

4. Besondere Offenlegungspflichten

Qualifizierte Personen und Sachverständige haben zusätzlich zu den allgemeinen Offenlegungspflichten besondere Offenlegungspflichten zu erfüllen, welche in Art. 6 VO (EU) 2016/958 geregelt sind. Diese zielen insbesondere auf wirtschaftliche Verflechtungen zwischen den verpflichteten Personen und den Emittenten ab, auf die sich die Empfehlungen beziehen. Im Falle solcher wirtschaftlichen Verflechtungen liegt ein Interessenkonflikt besonders nahe und wird daher unwiderleglich vermutet¹⁵³⁰. Die besonderen Offenlegungspflichten gelten gem. Art. 6 Abs. 1 lit. a) VO (EU) 2016/958 für Personen, die im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition sind, die die Schwelle von 0.5 Prozent des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet. Die verpflichtete Person muss dann erklären, ob es sich bei der Nettoposition um eine Verkaufs- oder eine Kaufposition handelt.

Der umgekehrte Fall einer Beteiligung eines Emittenten am Regelungsadressaten wird in Art. 6 Abs. 1 lit. b) VO (EU) 2016/958 geregelt. Allerdings beträgt die Beteiligungsschwelle des Emittenten am gesamten emittierten Aktienkapital der qualifizierten Person oder des Sachverständigen fünf Prozent. Art. 6 lit. c) VO (EU) 2016/958 zählt weitere Fälle auf, in denen besondere Offenlegungspflichten für den Ursprung eines Interessenkonfliktes greifen.

Art. 6 Abs. 2 und 3 VO (EU) 2016/958 enthält spezielle, strengere Offenlegungspflichten für Wertpapierfirmen und Kreditinstitute. Diese unterliegen diesen strengeren Offenlegungspflichten, da sie neben der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen regelmäßig auch als Dienstleister für Emittenten tätig sind, weshalb die Gefahr eines Interessenkonfliktes typischerweise

¹⁵²⁸ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 52; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 103.

¹⁵²⁹ Legaldefinition in Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 MAR.

¹⁵³⁰ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 53; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 102; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 23 Rn. 27; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 95; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 108.

besonders hoch ist¹⁵³¹. Da Journalisten, auch sofern sie Sachverständige sind, von diesen Offenlegungspflichten nicht erfasst werden, wird von einer weiteren Darstellung abgesehen. Art. 6 Abs. 4 VO (EU) 2016/958 sieht, wie schon Art. 3 Abs. 2 und Art. 4 Abs. 2 VO (EU) 2016/958, im Falle einer Unverhältnismäßigkeit der Offenlegung die Möglichkeit vor, statt der Offenlegung nach Art. 6 Abs. 1 VO (EU) 2016/958 den Ort anzugeben, an dem die geforderten Informationen für die Empfänger der Empfehlung kostenfrei und einfach zugänglich sind.

5. Allgemeine Sorgfaltspflicht

Neben den genannten Darstellungs- und Offenlegungspflichten, welche in Art. 20 Abs. 1 MAR und Art. 2 ff. VO (EU) 2016/958 ausdrücklich geregelt sind, werden zusätzlich allgemeine Sorgfaltspflichten, in Form der Gewährleistung der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit, in Art. 20 Abs. 1 MAR hineingelesen¹⁵³². In der Vorgängerregelung des § 34b Abs. 1 S. 1 WpHG aF¹⁵³³ wurden diese noch ausdrücklich erwähnt. Ein Anhaltspunkt lässt sich in Art. 20 Abs. 1 MAR allenfalls in der Formulierung finden, dass die Regelungsadressaten „in angemessener Weise dafür Sorge tragen“, dass Informationen objektiv dargestellt und ihre Interessen oder Interessenkonflikte hinsichtlich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Informationen beziehen, offengelegt werden¹⁵³⁴. Jedenfalls lässt sich eine solche allgemeine Sorgfaltspflicht aus einer Gesamtschau der Vorgaben der VO (EU) 2016/958 herleiten¹⁵³⁵. So wird etwa der Ersteller einer Empfehlung in Art. 3 Abs. 1 lit. c) VO (EU) 2016/958 zur Auswahl zuverlässiger Informationsquellen angehalten.

Diese Sorgfaltspflichten umfassen eine hinreichende Qualifikation und eine Gewissenhaftigkeit und Objektivität bei der Erstellung von Anlageempfehlungen sowie das Gebot der Klarheit¹⁵³⁶. Eine hinreichende Qualifikation liegt insbesondere vor, wenn der Ersteller über eine der in den

¹⁵³¹ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 177; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 57; Ausführlich: Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 22 Rn. 10, 11.

¹⁵³² Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 22 Rn. 15; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 63.

¹⁵³³ „Personen, die im Rahmen ihrer Berufs- oder Geschäftstätigkeit eine Information über Finanzinstrumente oder deren Emittenten erstellen, die direkt oder indirekt eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthält und einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll (Finanzanalyse), sind zu der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit verpflichtet.“

¹⁵³⁴ Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 96; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 22 Rn. 15; **Kritisch** in Bezug auf die Herleitung: Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 62.

¹⁵³⁵ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 63; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 96.

¹⁵³⁶ Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 63.1; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 96.

Berufs- und Standesregeln genannten Berufsausbildungen oder Qualifikationen verfügt¹⁵³⁷. Auch der Sorgfaltsmaßstab orientiert sich an den Berufs- und Standesregeln. Kernelemente sind demnach eine gewissenhafte Arbeitsweise, insbesondere eine ordnungsgemäße Recherche von Informationen sowie ein Anspruch auf Vollständigkeit im Hinblick auf wesentliche Informationen¹⁵³⁸.

IX. Pflichten bei der Verbreitung von Anlageempfehlungen

In Art. 7 ff. VO (EU) 2016/958 werden weitere Pflichten für die Weitergabe von Empfehlungen geregelt. Wie bereits erläutert ist der Begriff der Weitergabe in der VO (EU) 2016/958 gleichbedeutend mit dem Begriff der Verbreitung im Sinne des Art. 20 Abs. 1 MAR¹⁵³⁹. Der Umfang der Pflichten bei der Verbreitung einer Empfehlung hängt davon ab, ob die Verbreitung durch den Ersteller der Empfehlung selbst erfolgt (Art. 7 VO (EU) 2016/958) oder ob ein Dritter die Empfehlung verbreitet (Art. 8 ff. VO (EU) 2016/958). Bei der Verbreitung der Empfehlung durch Dritte wird wiederum danach differenziert, ob die Empfehlung unverändert (Art. 8 VO (EU) 2016/958), zusammengefasst (Art. 9 VO (EU) 2016/958) oder nach wesentlichen Änderungen (Art. 10 VO (EU) 2016/958) verbreitet wird. Bei der Verbreitung einer Anlageempfehlung durch den Ersteller selbst muss dieser gem. Art. 7 VO (EU) 2016/958 das Datum und den Zeitpunkt angeben, zu dem die Empfehlung erstmalig verbreitet wurde.

Bei der Verbreitung der Anlageempfehlung durch einen Dritten sieht Art. 8 VO (EU) 2016/958 eine Informationspflicht des Verbreitenden vor. Nach Art. 8 Abs. 1 lit. a) VO (EU) 2016/958 muss der Dritte dem Empfänger (a) klar und unmissverständlich seine Identität¹⁵⁴⁰, (b) alle Beziehungen und Umstände, bei denen damit gerechnet werden kann, dass sie die objektive Darstellung der Empfehlung beeinträchtigen, einschließlich etwaiger Interessen oder Interessenkonflikte im Hinblick auf alle Finanzinstrumente oder Emittenten, die direkt oder indirekt

¹⁵³⁷ Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 96; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 22 Rn. 16.

¹⁵³⁸ Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 22 Rn. 17; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 96.

¹⁵³⁹ Klöhn/Schmolke, Art. 20 Rn. 183; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 64; Mit umfangreicher Begründung: Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 21 Rn. 55; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 115; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 74, 118; a.A. Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 111.

¹⁵⁴⁰ Trotz der unklaren Formulierung „deren Identität“; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, § 22 Rn. 43; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, Art. 20 Rn. 119; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 66; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 115; Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 122.

Gegenstand der Empfehlung sind sowie (c) das Datum und den Zeitpunkt, zu dem die Empfehlung erstmalig verbreitet wurde, übermitteln. Die Pflichten nach Art. 8 Abs 2 VO (EU) 2016/958 gelten nur bei einer Verbreitung durch eine Wertpapierfirma oder ein Kreditinstitut.

Wenn ein Dritter lediglich eine Zusammenfassung oder einen Auszug aus einer fremden Anlageempfehlung verbreitet, muss er gem. Art. 9 Abs. 1 VO (EU) 2016/958 sicherstellen, dass die Zusammenfassung oder der Auszug (a) klar und nicht irreführend ist, (b) als Auszug oder Zusammenfassung gekennzeichnet ist und (c) einen unmissverständlichen Verweis auf die Ausgangsempfehlung enthält. Ferner muss der Dritte gem. Art. 9 Abs. 1 VO (EU) 2016/958 sicherstellen, „dass die Informationen zum Ersteller der in den Artikeln 2 bis 6 beschriebenen Empfehlung entweder unmittelbar in der Zusammenfassung oder dem Auszug selbst oder durch einen Hinweis auf den Ort, an dem die Informationen für die Empfänger der Zusammenfassung oder des Auszugs aus der Empfehlung kostenfrei zugänglich sind, zur Verfügung gestellt werden.“

Hat der Dritte die Empfehlung in wesentlich veränderter Form verbreitet, ist er zusätzlich zu den Pflichten in Art. 8 VO (EU) 2016/958 nach Art. 10 Abs. 1 VO (EU) 2016/958 verpflichtet, auf die im Einzelnen vorgenommenen Änderungen eindeutig hinzuweisen. Art. 10 Abs. 2 VO (EU) 2016/958 sieht außerdem vor, dass der Dritte die in Art. 2 bis 5 VO (EU) 2016/958 verankerten Vorschriften im Hinblick auf die wesentliche Änderung einhält und in die wesentlich geänderte Empfehlung einen Hinweis auf den Ort aufnimmt, an dem die in den Art. 2 bis 6 VO (EU) 2016/958 genannten Informationen in Bezug auf den Ersteller der ursprünglichen Empfehlung für die Empfänger der wesentlich geänderten Empfehlung kostenfrei zugänglich sind.

X. Anwendung auf Journalisten – Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR

Nach Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR können Journalisten vom Anwendungsbereich der technischen Regulierungsstandards, also der delegierten VO (EU) 2016/958, ausgenommen werden, wenn sie „einer gleichwertigen angemessenen Regelung – einschließlich einer gleichwertigen angemessenen Selbstregulierung – in den Mitgliedsstaaten unterliegen, sofern mit einer solchen Regelung eine ähnliche Wirkung erzielt wird wie mit den technischen Modalitäten“. Eine solche gleichwertige angemessene Regelung könnte der Leitfaden für Finanzmarktjournalismus des deutschen Presserates darstellen¹⁵⁴¹. Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 S. 2 MAR sieht vor, dass die

¹⁵⁴¹ F.VI.3.e)ee) Deutschland; F.VIII.3.a) Abbedingung der delegierten VO (EU) 2016/958 gem. Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR.

Mitgliedsstaaten der Kommission den Wortlaut einer solchen gleichwertigen angemessenen Regelung mitteilen. Die Mitteilung des Wortlautes durch einen Mitgliedsstaat an die Kommission stellt jedoch kein förmliches Verfahren dar, welches rechtsverbindlich feststellt, ob berufs- oder standesrechtliche Regelungen in einem Mitgliedsstaat die Anforderungen des Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR erfüllen¹⁵⁴². Vielmehr muss die jeweilige Regelung tatsächlich den Anforderungen des Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR genügen, was insbesondere für die betroffenen Journalisten zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit führt¹⁵⁴³.

Eine solche „gleichwertige angemessene Regelung - einschließlich einer gleichwertigen angemessenen Selbstregulierung“ müsste demnach zunächst die allgemeinen Sorgfaltspflichten der delegierten VO (EU) 2016/958 widerspiegeln und somit Anforderungen an die Sachkenntnis der publizierenden Personen stellen und diese zu einer sorgfältigen und gewissenhaften Arbeitsweise verpflichten¹⁵⁴⁴. Ferner müssten sich in einer gleichwertigen Regelung auch die allgemeinen Sorgfalts- und Darstellungspflichten wiederfinden, welche sowohl für qualifizierte als auch für nicht-qualifizierte Personen im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 MAR gelten. Dies wäre insbesondere die Pflicht zur klaren, deutlichen und unmissverständlichen Ausdrucksweise sowie die Pflicht zur klaren Unterscheidung zwischen Tatsachen und Werturteilen und Angaben zu deren Zustandekommen (Art. 3 Abs. 1 lit. a), d) und e)) delegierten VO (EU) 2016/958), zur klaren und unmissverständlichen Angabe von Informationsquellen und der Prüfung deren Zuverlässigkeit (Art. 3 Abs. 1 lit. b) und c))¹⁵⁴⁵. Zudem müssten gleichwertige allgemeine Offenlegungspflichten bestehen, wie die Pflicht zur Offenlegung der Identität des Autors (Art. 2 delegierten VO (EU) 2016/958) und zur Offenlegung von Interessen und Interessenkonflikten (Art. 5 delegierten VO (EU) 2016/958)¹⁵⁴⁶.

Zudem differenziert die delegierten VO (EU) 2016/958 in Art. 1 lit. a) innerhalb der Gruppe der nicht-qualifizierten Personen zwischen Sachverständigen, für welche neben den allgemeinen Pflichten noch weitere besondere Darstellungs- und Offenlegungspflichten gelten¹⁵⁴⁷, und sonstigen nicht-qualifizierten Personen. Abhängig von der Häufigkeit der Veröffentlichung, der

¹⁵⁴² Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 139.

¹⁵⁴³ Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 139.

¹⁵⁴⁴ F.VI.3.a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht.

¹⁵⁴⁵ E.VIII.1 Allgemeine Darstellungspflichten.

¹⁵⁴⁶ E.VIII.3 Allgemeine Offenlegungspflichten.

¹⁵⁴⁷ E.VIII.2 Besondere Darstellungspflichten; E.VIII.4 Besondere Offenlegungspflichten.

Reichweite und der persönlichen Qualifikation eines Journalisten kann dieser sowohl als Sachverständiger als auch als sonstige nicht-qualifizierte Person eingeordnet werden¹⁵⁴⁸. Durch diese Differenzierung der delegierten VO (EU) 2016/958 besteht somit ein abgestufter Pflichtenkatalog, welcher sich erweitert, wenn einem Journalisten aufgrund seiner Stellung als Sachverständiger ein erhöhtes Vertrauen durch die Marktteilnehmer entgegengebracht wird. Durch diesen erweiterten Pflichtenkatalog wird dem Umstand Rechnung getragen, dass mit einem erhöhten Vertrauen der Marktteilnehmer auch die Gefahr der Irreführung der Marktteilnehmer steigt. Gleichzeitig werden an Journalisten, die (noch) nicht als Sachverständige zu qualifizieren sind und daher kein vergleichbares Vertrauen der Marktteilnehmer genießen, nur die allgemeinen Anforderungen gestellt, wodurch die Anforderungen an die Publikation einer Anlageempfehlung letztlich mit dem Einfluss des publizierenden Journalisten steigen oder sinken.

Durch die Differenzierung zwischen sachverständigen Journalisten mit einem erweiterten Pflichtenkatalog und nicht-sachverständigen Journalisten mit einem reduzierten Pflichtenkatalog enthält die delegierten VO (EU) 2016/958 somit einen Mechanismus, welcher den Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes auf der einen Seite und die möglichst weitreichende Gewährleistung der Pressefreiheit auf der anderen Seite in einen relativ differenzierten Ausgleich bringt. Eine gleichwertige Regelung im Sinne des Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR müsste demnach ebenfalls einen abgestuften Pflichtenkatalog enthalten, welcher sich an dem Vertrauen der Marktteilnehmer in die Veröffentlichungen des Journalisten und der damit einhergehenden Irreführungsgefahr orientiert¹⁵⁴⁹. Zudem muss eine gleichwertige angemessene Regelung im Sinne des Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR auch eine ähnliche Wirkung erzielen wie die delegierten VO (EU) 2016/958. Dies ist nur dann der Fall, wenn die Einhaltung der vergleichbaren Regelung in vergleichbarer Weise sichergestellt und gegebenenfalls durchgesetzt wird¹⁵⁵⁰, was durch den Einschub „einschließlich einer gleichwertigen angemessenen Selbstregulierung“ verdeutlicht wird.

XI. Rechtsfolgen bei Verstößen

Die MAR sieht für Verstöße gegen Art. 20 MAR ausschließlich verwaltungsrechtliche Konsequenzen vor, welche in Art. 30 ff. MAR geregelt sind. Das strafrechtliche Sanktionsregime der

¹⁵⁴⁸ E.VII.3 Sachverständige nach Art. 1 lit. a) delegierten VO (EU) 2016/958.

¹⁵⁴⁹ F.VIII.3.a) Abbedingung der delegierten VO (EU) 2016/958 gem. Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR.

¹⁵⁵⁰ Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 20 Rn. 140; Dazu: F.VIII.3 Auswirkung auf Anlageempfehlungen.

CRIM-MAD (RL 2015/57/EU) findet lediglich bei Insiderdelikten und Marktmanipulation Anwendung. Art. 30 Abs. 2 UAbs. 1 regelt das Mindestmaß an verwaltungsrechtlichen Sanktionen, welches die Mitgliedsstaaten sicherstellen sollen. Demnach soll nach Art. 30 Abs. 2 lit. i) iii) MAR für den Fall, dass eine natürliche Person gegen Art. 20 MAR verstößt, eine maximale verwaltungsrechtliche finanzielle Sanktion von mindestens 500.000,00 € verhängt werden können. Bei juristischen Personen beläuft sich die maximale finanzieller Sanktion gem. Art. 30 Abs. 2 lit. j) iii) auf mindestens 1.000.000,00 €.

Diese Vorgaben wurden durch § 120 Abs. 15 Nr. 23 WpHG in deutsches Recht umgesetzt. Demnach handelt „ordnungswidrig, wer gegen die MAR verstößt, indem er entgegen Art. 20 Abs. 1, auch in Verbindung mit einem technischen Regulierungsstandard nach Art. 20 Abs. 3, nicht oder nicht in der vorgeschriebenen Weise dafür Sorge trägt, dass Informationen dargestellt oder Interessen oder Interessenkonflikte offenlegt werden.“ Zudem kann die BaFin als gem. Art. 22 MAR i.V.m. § 6 Abs. 5 WpHG zuständige Aufsichtsbehörde weitere verwaltungsrechtliche Sanktionen verhängen. Nach § 6 Abs. 6 S. 1 Nr. 2 WpHG kann die BaFin zur Verhinderung weiterer Verstöße für einen Zeitraum von bis zu zwei Jahren die Einstellung der den Verstoß begründenden Handlungen oder Verhaltensweisen verlangen. § 6 Abs. 7 WpHG sieht ferner vor, dass die BaFin einer natürlichen Person, die für einen Verstoß gegen Art. 20 Abs. 1 MAR verantwortlich ist, für einen Zeitraum von bis zu zwei Jahren untersagen kann, Geschäfte für eigene Rechnung in den in Art. 2 Abs. 1 MAR genannten Finanzinstrumenten oder Produkten zu tätigen. Zudem kann die BaFin nach § 6 Abs. 8 S. 1 WpHG einer Person, die bei einem von der BaFin beaufsichtigten Unternehmen tätig ist, für einen Zeitraum von bis zu zwei Jahren die Ausübung der Berufstätigkeit untersagen, wenn die Person vorsätzlich gegen Art. 20 MAR verstoßen hat und dieses Verhalten trotz einer Warnung der BaFin fortsetzt.

XII. Zusammenfassung und Empfehlungen für die journalistische Praxis

Die in Art. 20 MAR und der delegierten VO (EU) 2016/958 geregelten Darstellungs- und Offenlegungspflichten¹⁵⁵¹ gelten für die Erstellung¹⁵⁵² und Verbreitung¹⁵⁵³ von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen¹⁵⁵⁴. Der Umfang der Darstellungs- und Offenlegungspflichten der veröffentlichenden Person hängt davon ab, ob es sich bei dieser Person um

¹⁵⁵¹ E.VIII Pflichten bei der Erstellung von Anlageempfehlungen.

¹⁵⁵² E.VI.1 Erstellen einer Anlageempfehlung.

¹⁵⁵³ E.VI.2 Verbreitung einer Anlageempfehlung.

¹⁵⁵⁴ E.I Anlageempfehlung und Anlagestrategieempfehlung.

eine qualifizierte Person¹⁵⁵⁵, eine nicht-qualifizierte Person¹⁵⁵⁶ oder einen Sachverständigen¹⁵⁵⁷ handelt. Bei Journalisten handelt es sich in der Regel um nicht-qualifizierte Personen, wobei manche Journalisten auch als Sachverständige eingeordnet werden können, was zu einer entsprechenden Verschärfung der für sie geltenden Darstellungs- und Offenlegungspflichten führt¹⁵⁵⁸, sofern sie direkte Anlageempfehlungen erstellen oder verbreiten.

In der journalistischen Praxis wird es für die meisten Journalistinnen und Journalisten ausreichen darauf zu achten, keine direkten Anlageempfehlungen mit einer Handlungsanweisung¹⁵⁵⁹ zu geben, da sie als nicht-qualifizierte Personen lediglich bei solch direkten Anlageempfehlungen den Darstellungs- und Sorgfaltspflichten Folge leisten müssten. Dies kann beispielsweise dadurch erreicht werden, dass in dem journalistischen Beitrag ausdrücklich darauf hingewiesen wird, dass es sich um keine Anlageempfehlung handelt und die dargestellten Inhalte lediglich der Information der Leser dienen. Für den Fall, dass eine Journalistin oder ein Journalist eine direkte Anlageempfehlung gibt und daher die Darstellungs- und Offenlegungspflichten zu befolgen hat, gelten aufgrund der Anwendung des Art. 21 MAR Besonderheiten, auf welche im folgenden Kapitel eingegangen wird¹⁵⁶⁰. In diesem wird die zentrale Vorschrift dieser Arbeit, Art. 21 MAR, welche auf die bereits dargestellten Vorschriften angewendet werden soll, erläutert. Zudem werden die konkreten Rechtsfolgen herausgearbeitet, die aus der Anwendung des Journalistenprivilegs folgen.

¹⁵⁵⁵ E.VII.1 Qualifizierte Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR.

¹⁵⁵⁶ E.VII.2 Nicht-qualifizierte Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR.

¹⁵⁵⁷ E.VII.3 Sachverständige nach Art. 1 lit. a) delegierten VO (EU) 2916/958.

¹⁵⁵⁸ E.VII.4 Einordnung von Journalisten.

¹⁵⁵⁹ E.III Direkte oder indirekte Handlungsanweisung.

¹⁵⁶⁰ F.VIII.3 Auswirkungen auf Anlageempfehlungen.

F. Das Journalistenprivileg - Art. 21 MAR

Art. 21 MAR regelt das sogenannte Journalistenprivileg¹⁵⁶¹ und damit die zentrale Vorschrift für die Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit im Marktmissbrauchsrecht. Die folgenden Ausführungen zu Art. 21 MAR stellen den Schwerpunkt dieser Arbeit dar. Im Gegensatz zu den dargestellten Tatbeständen auf die in Art. 21 MAR verwiesen wird, hat sich die juristische Literatur bisher verhältnismäßig wenig mit Art. 21 MAR auseinandergesetzt.

Die folgenden Ausführungen geben zunächst einen Überblick über die bisherige Auslegung des Art. 21 MAR und befassen sich anschließend intensiv mit den „journalistischen Berufs- und Standesregeln“ auf welche in Art. 21 MAR Bezug genommen wird. Diese intensive Auseinandersetzung mit der Vielzahl an nationalen Pressekodizes ist erforderlich, da nach dem Erwägungsgrund Nr. 5 zur MAR ein einheitliches Verständnis der „journalistischen Berufs- und Standesregeln“ in der gesamten Europäischen Union herrschen soll. Zudem ist ein einheitliches Verständnis der journalistischen Berufs- und Standesregeln notwendig, um eine rechtssichere Anwendung der MAR für die Tätigkeit von Journalisten in der gesamten Europäischen Union sicherzustellen. Nach dem bisherigen Verständnis wäre jedoch eine unüberschaubare Vielzahl von nationalen Regelungen parallel anwendbar, deren Verhältnis zueinander überdies völlig unklar ist.

Nur durch die in diesem Kapitel erarbeitete Vereinheitlichung der in den Mitgliedsstaaten der Europäischen Union etablierten journalistischen Berufs- und Standesregeln kann das Ziel des europäischen Gesetzgebers, eine Vollharmonisierung des europäischen Insiderrechts zu vollziehen, erreicht werden. Diese ist wiederum eine Voraussetzung für eine rechtssichere Anwendung des Art. 21, wodurch die potenzielle Abschreckungswirkung der MAR auf die Ausübung der Presse- und Meinungsfreiheit maximal reduziert werden kann. Um der Maximierung der Rechtssicherheit für Journalisten weiteren Vorschub zu leisten werden in diesem Kapitel, im Rahmen der Darstellung der Rechtsfolgen des Art. 21 MAR, die konkreten Auswirkungen der Berücksichtigung des Art. 21 MAR auf die Tatbestände der Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) und 20 MAR dargestellt. Gerade diese konkreten Auswirkungen der Anwendung des Art. 21 MAR wurden in der bisherigen Literatur nur in Ansätzen erläutert.

¹⁵⁶¹ Kritisch im Hinblick auf die Terminologie: *Buck-Heeb*, § 6 Rn. 431, da der persönliche Anwendungsbereich über Berufsjournalisten deutlich hinausgeht.

Zudem setzt sich dieses Kapitel mit den Ausnahmetatbeständen in Art. 21 lit. a) und b) MAR auseinander. Dabei liegt der Schwerpunkt der Ausführungen auf Art. 21 lit. a) MAR und der Frage, wie sich der Umstand, dass Journalisten im Besitz von Finanzinstrumenten sind, die Gegenstand ihrer eigenen Berichterstattung sind, auf deren Möglichkeit das Journalistenprivileg des Art. 21 MAR in Anspruch zu nehmen auswirkt.

I. Ausgangslage

Laut Art. 21 MAR sind, wenn für journalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien Informationen offengelegt oder verbreitet oder Empfehlungen gegeben oder verbreitet werden, bei der Beurteilung dieser Offenlegung und Verbreitung von Informationen für den Zweck von Art. 10, Art. 12 Abs. 1 lit. c) und Art. 20 MAR die Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in anderen Medien sowie der journalistischen Berufs- und Standesregeln zu berücksichtigen. Diese Berücksichtigung soll jedoch nicht stattfinden, wenn (lit. a) den betreffenden Personen oder mit diesen Personen in enger Beziehung stehenden Personen unmittelbar oder mittelbar ein Vorteil oder Gewinn aus der Offenlegung oder Verbreitung der betreffenden Information erwächst oder wenn (lit. b) die Weitergabe oder Verbreitung in der Absicht erfolgt, den Markt in Bezug auf das Angebot von Finanzinstrumenten, die Nachfrage danach oder den Kurs irreführen.

In Erwägungsgrund Nr. 77 zur MAR betont der europäische Gesetzgeber, dass die MAR im Einklang mit den Grundrechten und Grundsätzen der Charta der Grundrechte der Europäischen Union (GRCh) steht. Daher solle die MAR im Einklang mit der GRCh ausgelegt und angewandt werden. Wenn sich die MAR insbesondere „auf Vorschriften, durch die die Pressefreiheit und die freie Meinungsäußerung in anderen Medien geregelt werden, und auf die Vorschriften oder Regeln bezieht, die für den Journalistenberuf gelten, sollten diese Freiheiten so berücksichtigt werden, wie sie in der Union und in den Mitgliedsstaaten garantiert sind und wie sie in Artikel 11 der Charta und in anderen einschlägigen Bestimmungen anerkannt werden“.

Art. 21 MAR regelt damit den Kern dieser Arbeit, nämlich den Zielkonflikt zwischen dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes auf der einen Seite und der Gewährleistung der Presse- und Meinungsfreiheit auf der anderen Seite, welche einen zentralen Bestandteil der

freiheitlich demokratischen Grundordnung bildet¹⁵⁶². Aus Sicht der Presse- und Meinungsfreiheit besteht die Gefahr, dass Journalisten, insbesondere wenn diese investigativ tätig sind, mit Insiderinformationen in Kontakt kommen und mit dem Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen¹⁵⁶³ in Konflikt geraten. Dies beginnt bei der Beschaffung der (Insider)Information¹⁵⁶⁴ und setzt sich bei der Verifizierung der Information¹⁵⁶⁵, der Erstellung und redaktionellen Bearbeitung des Beitrags¹⁵⁶⁶ fort und kann schließlich auch die Veröffentlichung des Beitrags¹⁵⁶⁷ beeinflussen.

Ein weiterer Konfliktpunkt besteht in dem Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation¹⁵⁶⁸, welches relevant wird, wenn sich in einem Beitrag verbreitete Informationen nach dessen Veröffentlichung als falsch herausstellen und der Artikel geeignet war, den Kurs eines Finanzinstruments oder eines Emittenten zu beeinflussen¹⁵⁶⁹. Schließlich kann sich, insbesondere für Journalisten, die regelmäßig „Anlagetipps“ für ihre Leserschaft anbieten, die Frage stellen, ob bei diesen Veröffentlichungen die Offenlegungs- und Darstellungspflichten des Art. 20 MAR und der delegierten VO (EU) 2016/958 zu berücksichtigen sind¹⁵⁷⁰ und ob sie als Sachverständige im Sinne des Art. 1 lit. a) delegierten VO (EU) 2019/958¹⁵⁷¹ gelten oder ob sie anstelle der delegierten VO (EU) 2016/958 die Leitfäden für Finanzmarktberichterstattung des deutschen Presserates zu beachten haben¹⁵⁷².

Allein diese Fragestellungen und der damit verbundene Aufwand sowie die potenzielle Gefahr, durch einen Verstoß gegen die MAR eine Ordnungswidrigkeit oder gar eine Straftat zu begehen, sind potenziell dazu geeignet, einen Journalisten von der Veröffentlichung eines Beitrages abzuhalten¹⁵⁷³. Mit Blick auf die Funktion der Presse für die Demokratie als „vierte Gewalt“¹⁵⁷⁴

¹⁵⁶² Ausführlich: B Zielkonflikt zwischen Pressefreiheit und Kapitalmarktintegrität.

¹⁵⁶³ C.II Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.

¹⁵⁶⁴ F.VIII.1.a)F.VIII.1.a) Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Medien.

¹⁵⁶⁵ F.VIII.1.d) Offenlegung von Insiderinformationen durch Journalisten zur Verifizierung.

¹⁵⁶⁶ F.VIII.1.c) Offenlegung von Insiderinformationen innerhalb von Medien.

¹⁵⁶⁷ F.VIII.1.b) Offenlegung von Insiderinformationen durch Veröffentlichung in Medien.

¹⁵⁶⁸ D Marktmanipulation.

¹⁵⁶⁹ Klöhn/Klöhn, Art.21, Rn. 1; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 1.

¹⁵⁷⁰ E Anlageempfehlungen.

¹⁵⁷¹ E.VII.3 Sachverständige nach Art. 1 lit. a) delegierten VO (EU) 2016/958.

¹⁵⁷² F.VIII.3 Auswirkungen auf Anlageempfehlungen.

¹⁵⁷³ Klöhn/Klöhn, Art.21, Rn. 1, der von „chilling effect“ spricht; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 11, der von einer Gefahr der „over-deterrence“ spricht; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 1; Klöhn/Büttner, WM 2016, 2241; zur Rechtslage nach dem WpHG aF Schröder, NJW 2009, 465.

¹⁵⁷⁴ B.II Presse- und Meinungsfreiheit.

in einem systemischen Kontext, aber auch im Hinblick auf die Sicherung eines informationseffizienten Kapitalmarktes – man denke nur an die Berichterstattung von Daniel McCrum und der Financial Times zur Wirecard AG¹⁵⁷⁵ – ist eine kritische (Presse-)Berichterstattung unverzichtbar. Allerdings darf die Gewährleistung der Presse- und Meinungsfreiheit auch kein Freifahrtsschein für eine Umgehung des Insiderrechts sein. Insbesondere die Verbreitung von (Falsch-)Informationen durch das Internet insgesamt, aber auch durch soziale Medien, birgt ein massives Missbrauchspotenzial in sich¹⁵⁷⁶.

Regelungsziel des Art. 21 MAR ist es, Handlungen, die in den Schutzbereich der Presse- und Meinungsfreiheit fallen¹⁵⁷⁷, gegenüber sonstigen Handlungen zu privilegieren, um so den dargestellten Zielkonflikt möglichst aufzulösen¹⁵⁷⁸. Die Einschränkungen dieses Privilegs in Art. 21 lit. a) und b) MAR haben dabei eine Begrenzungsfunktion und stellen klar, dass die Privilegien des Art. 21 MAR enden, wenn die Veröffentlichung für Insiderhandel oder Marktmanipulation genutzt werden soll¹⁵⁷⁹.

Die dogmatische Bedeutung des Art. 21 MAR ist in Bezug auf die Beachtung der Presse- und Meinungsfreiheit eher gering, da die GRCh bei der Auslegung der MAR ohnehin zu berücksichtigen ist und Anwendungsvorrang vor Art. 21 MAR genießt¹⁵⁸⁰. Art. 21 MAR soll insoweit deklaratorisch auf die Bedeutung der Presse-, Meinungs- und Informationsfreiheit hinweisen und deren Beachtung anmahnen¹⁵⁸¹.

Die Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit, sowie der journalistischen Berufs- und Standesregeln findet schon auf Tatbestandsebene statt. Dogmatisch handelt es sich somit bei Art. 21 MAR um eine Tatbestandseinschränkung der betreffenden Artikel¹⁵⁸². Eine weitere gesetzgeberische Besonderheit des Art. 21 MAR ist der Verweis auf die „journalistischen Berufs-

¹⁵⁷⁵ So auch: Klöhn/Klöhn, Art.21, Rn. 1.

¹⁵⁷⁶ Vgl. Erwägungsgrund Nr. 48 zur MAR; Klöhn/Klöhn, Art.21, Rn. 2; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 57.

¹⁵⁷⁷ B.II.2 Schutzbereich.

¹⁵⁷⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 3.

¹⁵⁷⁹ Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 3.

¹⁵⁸⁰ B.II.1.b) Anwendbarkeit GRCh; Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 5; Sieder/Wilfling, ZFR 2022/132, 267 (270); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 2.3; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 2.

¹⁵⁸¹ Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 5; Sieder/Wilfling, ZFR 2022/132, 267 (270); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 2.3; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 53.

¹⁵⁸² Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 4;

und Standesregeln“. Durch diese Bezugnahme verleiht der europäische Gesetzgeber den selbstregulatorischen journalistischen Berufs- und Standesregeln mittelbar Gesetzeskraft¹⁵⁸³.

In diesem Verweis auf die journalistischen Berufs- und Standesregeln neben der Beachtung der Presse- und Meinungsfreiheit liegt auch die dogmatische Bedeutung des Art. 21 MAR¹⁵⁸⁴. Nach Art. 10 Abs. 2 EMRK kann die Ausübung der Presse- und Meinungsfreiheit durch Formvorschriften, Bedingungen, Einschränkungen oder Strafandrohungen nur eingeschränkt werden, wenn diese gesetzlich vorgesehen sind. Dies ist bei den durch die Berufsvereinigungen verabschiedeten Berufs- und Standesregeln nicht der Fall¹⁵⁸⁵. Durch den Verweis in Art. 21 MAR auf diese journalistischen Berufs- und Standesregeln werden sie jedoch mittelbar gesetzlich vorgesehen und können somit auf die Presse- und Meinungsfreiheit einwirken.

Schon in der Vorgängerrichtlinie zur MAR, der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003¹⁵⁸⁶, fand der Grundgedanke des Art. 21 MAR Einzug und wurde durch § 20a Abs. 6¹⁵⁸⁷ und § 34 b Abs. 4 WpHG aF in deutsches Recht umgesetzt. Allerdings hat Art. 21 MAR den Anwendungsbereich des Journalistenprivilegs unter diversen Aspekten erweitert. Unter anderem verlangt Art. 21 MAR nicht nur die Berücksichtigung der für Journalisten geltenden Berufs- und Standesregeln, wie es in § 20 a Abs. 6 WpHG aF noch der Fall war, sondern bezieht sich zusätzlich auch auf die Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in den Medien.

Art. 1 Abs. 1 Nr. 2 lit. c) Marktmissbrauchs-RL 2003 enthielt eine dem Art. 21 MAR ähnliche Regelung, in welcher zunächst der Begriff der informationsgestützten Marktmanipulation in Art. 1 Abs. 1 Nr. 2 lit. c) S. 1 Marktmissbrauchs-RL 2003 definiert wurde. In S. 2 folgt dann eine mit Art. 21 MAR weitestgehend übereinstimmende Einschränkung¹⁵⁸⁸, wonach bei Journalisten, die in Ausübung ihres Berufs handeln, eine Verbreitung von Informationen unter Berücksichtigung der für ihren Berufsstand geltenden Regeln zu beurteilen ist, es sei denn, dass diese Personen aus der Verbreitung der betreffenden Informationen direkt oder indirekt einen Nutzen ziehen oder Gewinne schöpfen. Zudem regelte § 34 b Abs. 4 WpHG aF in Umsetzung

¹⁵⁸³ „hardening of soft law“ Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 6; Klöhn, CMLR 60 (2023), 547, (565).

¹⁵⁸⁴ Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 2; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, Art. 21 MAR, Rn. 3.

¹⁵⁸⁵ F.VI.1.f) Verhältnis zu den Regeln der Pressefreiheit und der freien Meinungsäußerung in den Medien.

¹⁵⁸⁶ RL 2003/6/EG.

¹⁵⁸⁷ Zu dessen Entstehungsgeschichte: Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 12.

¹⁵⁸⁸ So auch: Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 8.

von Art. 2 Abs. 4, Art. 3 Abs. 4 und Art. 5 Abs. 5 RL 2003/125/EG, dass bestimmte Verhaltenspflichten die für Finanzanalysten gelten, auf Journalisten keine Anwendung finden sollten, sofern sie einer vergleichbaren Selbstregulierung einschließlich wirksamer Kontrollmechanismen unterliegen. Es handelte sich demnach um eine Vorgängerregelung des Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR¹⁵⁸⁹.

Der Anwendungsbereich des Art. 21 MAR erfasst anders als § 20a Abs. 6 WpHG nicht nur das Verbot der (informationsgestützten) Marktmanipulation, sondern erweitert die ausdrückliche Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit sowie der journalistischen Berufs- und Standesregeln auf das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen nach Art. 10, 14 lit. c) MAR. Zudem erfasst Art. 21 MAR auch die Weitergabe von Informationen „für journalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien“ während § 20 a Abs. 6 WpHG aF noch an die Person des Journalisten anknüpft¹⁵⁹⁰. Die funktionsbezogene Definition des Schutzbereichs des Art. 21 MAR geht somit deutlich weiter als das berufsbezogene Verständnis des § 20 a Abs. 6 WpHG aF.

Auch im Hinblick auf die Begrenzung des Journalistenprivilegs geht Art. 21 lit. a) MAR über die Einschränkung des § 20 a Abs. 6 WpHG aF hinaus, da die Rückausnahme von der Privilegierung bereits dann greift, wenn eine mit der weitergebenden Person in enger Beziehung stehenden Person ein unmittelbarer oder mittelbarer Vorteil oder Gewinn aus der Offenlegung oder Verbreitung der Information erwächst. § 20 a Abs. 6 WpHG aF sah eine solche Rückausnahme nur für den Fall vor, dass die offenlegende oder weitergebende Person selbst direkt oder indirekt einen Nutzen zieht oder Gewinne schöpft. Die Rückausnahme in Art. 21 lit. b) MAR, welche bei einer Weitergabe oder Verbreitung mit Irreführungsabsicht greift, war in § 20 a Abs. 6 WpHG aF ebenfalls nicht enthalten.

II. Anwendungsbereich

Art. 21 MAR knüpft zunächst an bestimmte Handlungen an, welche im Kontext des jeweiligen Tatbestandes der MAR auszulegen sind¹⁵⁹¹. Für den Begriff der Information bedeutet dies, dass

¹⁵⁸⁹ E.X Anwendung auf Journalisten Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR.

¹⁵⁹⁰ Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 9; zu § 20 a Abs. 6 WpHG aF: Flaig, S. 96 die auch Personen erfassen wollte, die lediglich nebenberuflich als Journalisten tätig sind. Personen die lediglich Gastbeiträge verfassen waren daher von § 20 a Abs. 6 WpHG aF nicht erfasst; ähnlich: Nossol, S. 88ff.

¹⁵⁹¹ Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 10.

dieser nach dem jeweiligen Tatbestand auszulegen ist¹⁵⁹². In Bezug auf Art. 10 MAR muss es sich bei der Information folglich um eine Insiderinformation im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR¹⁵⁹³ handeln, während es für Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR einer Information bedarf, von der ein falsches oder irreführendes Signal¹⁵⁹⁴ ausgeht. Der Wortlaut des Art. 21 MAR könnte so verstanden werden, dass die Offenlegung oder Verbreitung der Information oder die Empfehlung in den Medien erfolgen muss. Allerdings bezieht sich der Zusatz „in den Medien“ lediglich auf die anderen Ausdrucksformen und grenzt diese gegenüber den nicht privilegierten Ausdrucksformen ab¹⁵⁹⁵. Dies wird insbesondere in der englischen Sprachfassung deutlich¹⁵⁹⁶. Eine Beschränkung des Anwendungsbereichs auf eine Offenlegung, die in den Medien stattfindet, würde eine offensichtlich nicht gewollte Beschränkung des Anwendungsbereichs des Art. 21 MAR bedeuten. Beispielsweise wären typische Fälle der Offenlegung von Insiderinformationen innerhalb eines Mediums, wie die Weitergabe von Insiderinformationen innerhalb einer Redaktion¹⁵⁹⁷ oder zwischen Journalisten und deren Quellen¹⁵⁹⁸ nicht erfasst¹⁵⁹⁹.

III. Offenlegung, Verbreitung, Empfehlung

Art. 21 MAR greift die jeweiligen Tathandlungen der Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) und 20 MAR auf. Nur wenn für journalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien Informationen offengelegt oder verbreitet oder Empfehlungen¹⁶⁰⁰ gegeben oder verbreitet werden, sind bei der Beurteilung dieser Offenlegung¹⁶⁰¹ oder Verbreitung¹⁶⁰² von Informationen für den Zweck von Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) und Art. 20 MAR die Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in anderen Medien sowie der journalistischen Berufs- und Standesregeln zu berücksichtigen.

Der Begriff der Offenlegung und Verbreitung umfasst im Rahmen des Art. 21 MAR sowohl den Fall, dass Informationen für journalistische Zwecke in den Medien offengelegt werden, als

¹⁵⁹² Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 10; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 8; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 14, 15.

¹⁵⁹³ C.I Insiderinformation.

¹⁵⁹⁴ D.III.2 Senden falscher oder irreführender Signale.

¹⁵⁹⁵ EuGH, Urteil vom 13. März 2022 – C-302/20 Rn. 64 = NJW 2022, 2671 (2675); Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 12.

¹⁵⁹⁶ Where information is disclosed or disseminated and where recommendations are produced or disseminated for the purpose of journalism or other **form of expression in the media**.

¹⁵⁹⁷ F.VIII.1.c)F.VIII.1.c) Offenlegung von Insiderinformationen innerhalb von Medien.

¹⁵⁹⁸ F.VIII.1.d) Offenlegung von Insiderinformationen durch Journalisten zur Verifizierung.

¹⁵⁹⁹ Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 24.

¹⁶⁰⁰ E.I Anlageempfehlung und Anlagestrategieempfehlung.

¹⁶⁰¹ C.II.1 Offenlegung von Insiderinformationen.

¹⁶⁰² D.III.1 Verbreiten von Informationen.

auch die umgekehrte Konstellation in der Journalisten Informationen erhalten¹⁶⁰³. Eine Offenlegung von Informationen liegt bereits dann vor, wenn sie Dritten, nicht aber der Öffentlichkeit allgemein, zur Kenntniserlangung zugänglich gemacht werden, also auch dann, wenn Informationen beispielsweise nur innerhalb einer Redaktion geteilt werden¹⁶⁰⁴. Die Verbreitung erfasst hingegen die Zugänglichmachung der Information für die breite Öffentlichkeit¹⁶⁰⁵.

In Art. 21 S. 1 MAR ist ferner von „Empfehlungen geben“ die Rede. Das Geben einer Empfehlung ist jedoch in den Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) und 20 MAR nicht erwähnt. Art. 20 Abs. 1 MAR spricht vielmehr vom Erstellen oder Verbreiten einer (Anlage-)Empfehlung¹⁶⁰⁶. Nach einer Ansicht ist das Tatbestandsmerkmal „Geben einer Empfehlung“ mangels eines Bezugspunktes funktionslos¹⁶⁰⁷. Eine andere Ansicht vertritt unter Hinweis auf die englische Sprachfassung¹⁶⁰⁸, dass das Geben einer Empfehlung auch solche Übermittlungen von Anlageempfehlungen umfasse, die die Schwelle der Offenlegung¹⁶⁰⁹ nicht überschreiten¹⁶¹⁰. In der englischen Sprachfassung knüpfen jedoch sowohl Art. 21 MAR als auch Art. 20 MAR jeweils an die gleichen Tathandlungen „produce or disseminate investment recommendations“ an. Es lässt sich daher auch aus der englischen Sprachfassung keine Erweiterung der Tathandlung durch Art. 21 und das Anknüpfen an das „Geben einer Empfehlung“ herleiten. Vielmehr handelt es sich um eine sprachliche Ungenauigkeit in der deutschen Fassung, welche keine rechtlichen Auswirkungen hat.

IV. Journalistische Zwecke

Nach dem Wortlaut des Art. 21 MAR müssen die Offenlegung, Verbreitung oder Empfehlung „für journalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien“ erfolgen. In Erwägungsgrund Nr. 77 zur MAR hat der Gesetzgeber deutlich gemacht, dass die Auslegung und Anwendung des Begriffs der „journalistischen Zwecke“ sich an Art. 11 GRCh, der zu großen Teilen mit Art. 10 EMRK übereinstimmt, orientieren soll¹⁶¹¹. Der Begriff „für journalistische

¹⁶⁰³ Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 109, 110.

¹⁶⁰⁴ Klöhn/Büttner WM 2016, 2241 (2242).

¹⁶⁰⁵ Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 17.

¹⁶⁰⁶ E.VI Erstellen und Verbreiten von Anlageempfehlungen.

¹⁶⁰⁷ Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 19; wohl auch Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 7.

¹⁶⁰⁸ „and where recommendations are **produced**“, aber „where information is **disclosed**“

¹⁶⁰⁹ C.II.1 Offenlegung von Insiderinformationen.

¹⁶¹⁰ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, Art. 21 MAR, Rn. 16.

¹⁶¹¹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 67 = NJW 2022, 2671 (2675); Klöhn/Büttner, WM 2016, 2241 (2143); Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 14; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 21, Rn.

Zwecke“ ist, auch im Hinblick auf die große Bedeutung der Pressefreiheit für die Demokratie, weit auszulegen¹⁶¹².

1. Persönlicher Anwendungsbereich

Der persönliche Anwendungsbereich für die Offenlegung, Verbreitung oder Empfehlung für journalistischen Zwecke richtet sich nach Art. 11 Abs. 2 GRCh und damit nach der funktionellen Tätigkeit der jeweiligen natürlichen oder juristischen Person.

a) Unmittelbar Beteiligte

Die Veröffentlichung zu journalistischen Zwecken knüpft an den funktionalen Zweck der Veröffentlichung selbst an¹⁶¹³. Erfasst sind daher alle Personen, die an der Gestaltung, Herstellung und Verbreitung von periodischen Presseerzeugnissen beteiligt sind¹⁶¹⁴. Dies sind unmittelbar Beteiligte wie Redakteure, Verleger, Herausgeber und Journalisten¹⁶¹⁵. Nach der Rechtsprechung des EGMR fallen außerdem auch Schriftsteller in den Anwendungsbereich des Art. 21 MAR, sofern sie sich mit ihrer Publikation in einer mit einem Journalisten vergleichbaren Situation befinden und vergleichbar schutzwürdig sind, auch wenn diese in der Regel keine periodisch erscheinenden Werke verfassen und daher nach herkömmlichem Verständnis keine Journalisten sind¹⁶¹⁶.

Da gerade an den funktionellen Zweck der Veröffentlichung angeknüpft werden soll, kommt es nicht darauf an, ob die veröffentlichende Person dies hauptberuflich macht¹⁶¹⁷. Auch freie Journalisten und Gelegenheitsjournalisten werden vom Schutzbereich erfasst¹⁶¹⁸. Zudem werden auch Mitarbeiter in Unternehmen erfasst, die dort mit journalistischen Tätigkeiten betraut

5; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 20; zu § 20a Abs. 6 WpHG aF *Spindler*, NZG 2004, 1138 (1141); Zu dem Verhältnis von EMRK und GRCh: B.II.1 Der Verhältnis von Grundgesetz, EMRK und GRCh.

¹⁶¹² Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn: 155; Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 14; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 4; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 21, Rn. 5; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 20.

¹⁶¹³ Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 21, Rn. 5.

¹⁶¹⁴ Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 15; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 10; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art.21, Rn. 6.

¹⁶¹⁵ Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, Art.21 MAR, Rn. 6; Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 15; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art.21, Rn. 10; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 23.

¹⁶¹⁶ EGMR, Urteil vom 17. Juli 2008 – Nr. 42211/07 Rn. 63 (Riolo./Italien).

¹⁶¹⁷ Park/*Saliger*, 6.1 Rn. 204; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23 Rn. 155; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 23; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art. 21, Rn. 6; Klöhn/Klöhn, Art.21, Rn. 15.

¹⁶¹⁸ Klöhn/Büttner, WM 2016, 2241 (2243); Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, VO (EU) 596/2014 Art.21, Rn. 6; Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 15; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 10.1.

sind, wie beispielsweise Pressesprecher¹⁶¹⁹. Nichtberufliches, rein privates Handeln, kann nicht unter „zu journalistischen Zwecken“ subsumiert werden. Ein solches Handeln fällt vielmehr unter „andere Ausdrucksformen in den Medien“ und somit letztlich auch in den Anwendungsbereich des Art. 21 MAR, sofern es journalistischen Zwecken dient¹⁶²⁰. Wenn auch rein privates Handeln unter journalistische Zwecke fiele, wäre diese zweite Alternative praktisch ohne Regelungsgehalt¹⁶²¹.

Der EGMR hat die Anwendbarkeit auf Schriftsteller bejaht, sofern sie sich in einer vergleichbar schutzbedürftigen Situation wie Journalisten¹⁶²² befinden. Die Veröffentlichung an sich muss jedoch zumindest einen mittelbaren Bezug zu einem Beruf aufweisen, damit sie zu journalistischen Zwecken im Sinne des Art. 21 MAR erfolgt. Grundsätzlich erfasst sind auch Personen, die im Rahmen von Leerverkaufsaktivitäten sogenannte Research-Reports verfassen, sofern sie dabei - wie etwa Fraser Perring im Rahmen des Zatarra Reports - mit journalistischen Methoden arbeiten¹⁶²³. Da Leerverkäufer aufgrund ihrer Leerverkaufsposition jedoch regelmäßig ein wirtschaftliches Interesse an einem fallenden Kurs des betreffenden Finanzinstrumentes oder des betreffenden Emittenten haben, fallen diese durch Art. 21 lit. a) MAR regelmäßig aus der Privilegierung des Art. 21 MAR heraus¹⁶²⁴.

Rein privates Handeln ohne einen beruflichen Bezug kann hingegen nicht zu journalistischen Zwecken erfolgen, sondern stellt vielmehr eine „andere Ausdrucksform“ dar, welche ebenfalls in den Anwendungsbereich des Art. 21 MAR fallen kann¹⁶²⁵. Veröffentlichungen, die ausschließlich der Werbung für ein Produkt oder der Kundengewinnung dienen, werden ebenfalls nicht erfasst, sofern der werbende Zweck deutlich im Vordergrund steht¹⁶²⁶. Ob dies der Fall ist, ist anhand einer Einzelfallbetrachtung zu ermitteln, welche insbesondere bei Newslettern

¹⁶¹⁹ Park/Saliger, 6.1 Rn. 204; Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 15; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 23.

¹⁶²⁰ Klöhn/Büttner, WM 2016, 2241 (2243); Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 16; zustimmend: Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 21, Rn. 6; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 10.1; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 20.

¹⁶²¹ So auch Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 21, Rn. 6.

¹⁶²² Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 14; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, VO (EU) 596/2014 Art. 21, Rn. 6 mwN; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 24.

¹⁶²³ Poelzig, ZHR 184 (2020), 697 (715); Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 15.

¹⁶²⁴ Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 15.

¹⁶²⁵ Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 16; Park/Saliger, 6.1 Rn. 205.

¹⁶²⁶ Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 17, wohl auch Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 6.

von Finanzdienstleistern oder Beratern schwierig sein kann¹⁶²⁷. Als Abgrenzungskriterium zwischen einer bloßen Information der Leser und (Schleich-)Werbung kann das Informationsinteresse des Lesers als weiteres Kriterium herangezogen werden¹⁶²⁸.

b) Informanten

Der Schutz von journalistischen Quellen im Sinne von Informationsquellen, insbesondere von Informanten, ist nach Ansicht des EGMR ebenso wie das Redaktionsgeheimnis einer der zentralen Bestandteile der Presse-, Meinungs- und Informationsfreiheit¹⁶²⁹. Der EGMR begründet dies überzeugend mit deren Notwendigkeit für journalistische Recherchen. Journalisten müssen ihren Informanten glaubhaft zusichern können, dass ihre Identität nicht offengelegt wird, da andernfalls nicht mit einer Kooperation zu rechnen ist. Ohne die Unterstützung durch Informanten ist (investigativer) Journalismus kaum denkbar und die Presse könnte ihre kontrollierende Funktion nur eingeschränkt wahrnehmen¹⁶³⁰.

Der EGMR versteht dabei „jede Person, die Informationen an einen Journalisten weitergibt“ als journalistische Quelle, sofern die Person Kenntnis davon hat, dass sie Informationen gegenüber einem Journalisten offenlegt¹⁶³¹. Demnach fallen alle natürlichen und juristischen Personen, die Insiderinformationen an Journalisten weitergeben unter den Quellenschutz, ungeachtet der Frage, ob sie durch diese Weitergabe gegen das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen verstoßen. Der EGMR hält eine Einschränkung des Quellenschutzes bei einem überragenden öffentlichen Interesse jedoch für möglich, etwa wenn die Einschränkung für eine demokratische Gesellschaft notwendig ist¹⁶³². Allerdings ist ein staatliches Interesse an der Aufdeckung der Identität des Informanten grundsätzlich nachrangig gegenüber

¹⁶²⁷ Klöhn/Klöhn, Art.21, Rn. 17; Etwa bei den: „Briefings from Goldman Sachs“.

¹⁶²⁸ Klöhn/Klöhn, Art.21, Rn. 17.

¹⁶²⁹ EGMR, Ur. vom 27. März 1996, Beschwerde-Nr. 17488/90 R. 39 (Goodwin/United Kingdom) = BeckRS 2012, 18728; EGMR, Urteil vom 22. November 2007, Beschwerde-Nr. 20477/05 Rn. 65 (Tillack/Belgium) = NJW 2008, 2563; EGMR, Urteil vom 28. Juni 2012, Beschwerde-Nr. 15066/07 Rn. 99 (Ressiot/France) = NJW 2013, 3709 (3711); Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 18; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 10.3; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 23.

¹⁶³⁰ So auch: EGMR, Urteil vom 22. November 2007, Beschwerde-Nr. 20477/05 Rn. 65 (Tillack/Belgium); EGMR, Urteil vom 28. Juni 2012, Beschwerde-Nr. 15054/07 Rn. 99 (Ressiot/France) = NJW 2013, 3709 (3711).

¹⁶³¹ EGMR, Urteil vom 16. Juli 2013, Beschwerde-Nr. 73469 Rn. 81 (Nagla/Latvia); Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 18; Zu der Einschränkung: B.II.5.d) Nordisk Film & TV vs. Dänemark.

¹⁶³² B.II.5 Quellenschutz; EGMR, Urteil vom 28. Juni 2012 – 15054/07 (Ressiot/France) Rn. 110 = NJW 2013, 2709 (3712).

dem Interesse des Informanten an seiner Anonymität¹⁶³³. Der EGMR schützt somit insbesondere Whistleblower, welche große persönliche Risiken eingehen, um Journalisten und damit auch die Öffentlichkeit mit Insiderinformationen zu versorgen.

2. Sachlicher Anwendungsbereich

Auch der sachliche Anwendungsbereich der journalistischen Zwecke richtet sich nach Art. 11 Abs. 2 GRCh. In Anbetracht der Bedeutung, die die Presse- und Meinungsfreiheit für die demokratische Grundordnung hat, sind die mit dieser Freiheit zusammenhängenden Begriffe, zu denen auch die Wendung „für journalistische Zwecke“ gehört, weit auszulegen¹⁶³⁴. In seiner AMF/LVMH-Entscheidung hat der EuGH deutlich gemacht, dass der sachliche Anwendungsbereich des Begriffs „für journalistische Zwecke“ weit auszulegen ist und nicht nur die Veröffentlichung selbst erfasst, sondern auch „Handlungen zur Vorbereitung einer Veröffentlichung, wie das Sammeln von Informationen sowie journalistische Recherche- und Untersuchungstätigkeiten“¹⁶³⁵. Zudem stellte er klar, dass das Offenlegen von Informationen vor der Veröffentlichung eines Artikels zu „journalistischen Zwecken“ erfolgen kann, wenn die Offenlegung auf die Verwirklichung der journalistischen Tätigkeit gerichtet ist, wozu auch die Tätigkeit im Rahmen von journalistischer Untersuchungsarbeit im Vorfeld der Veröffentlichung gehört¹⁶³⁶.

Aus der Rechtsprechung des EGMR¹⁶³⁷ geht zudem hervor, dass auch das Verfassen der Veröffentlichung selbst und die redaktionelle Bearbeitung geschützt sind und die veröffentlichen Personen journalistische Gestaltungsfreiheit im Hinblick auf die Text- und Bildgestaltung und die Ausgestaltung des Vertriebes haben. In Erwägungsgrund Nr. 48 zur MAR wird außerdem deutlich, dass die Verbreitung über das Internet, insbesondere unter Nutzung von sozialen Netzwerken oder anonymen Blogs, der Verbreitung über traditionelle Kommunikationswege gleichzustellen ist. Konsequenterweise wird durch diese Gleichstellung auch der Anwendungsbereich des Art. 21 MAR entsprechend erweitert und ist damit technologieoffen auszulegen, unabhängig davon, welche Verbreitungswege für die Veröffentlichung gewählt werden. Dies

¹⁶³³ EGMR Urteil vom 27. März 1996, Beschwerde-Nr. 17488/90 Rn. 40 (Goodwin/United Kingdom) = BeckRS 2012, 18728.

¹⁶³⁴ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 66 = WM 2022, 912 (917); Assmann, AG 2022, 390 (395).

¹⁶³⁵ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 69 = WM 2022, 912 (918); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 5; Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 19.

¹⁶³⁶ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 69 = WM 2022, 912 (918).

¹⁶³⁷ EGMR, Urteil vom 8. Oktober 2009 – Nr. 12675/05 Rn. 39 (Gsell/Switzerland); EGMR, Urteil vom 22. November 2007 – Nr. 64752/01 Rn. 65f.; Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 19.

steht im Einklang mit der Rechtsprechung des EuGH, wonach die Aufrechterhaltung eines pluralistischen Rundfunkwesens geschützter Bestandteil der Presse- und Meinungsfreiheit ist¹⁶³⁸.

Diese Tätigkeiten können sowohl durch einzelne Personen als auch durch eine kollektive Zusammenarbeit erfolgen, wie dies in Redaktion regelmäßig der Fall ist. Gerade der Austausch von Informationen im Rahmen der redaktionellen Bearbeitung fällt in den Schutzbereich des Art. 11 GRCh und erfolgt daher auch zu journalistischen Zwecken im Sinne des Art. 21 MAR¹⁶³⁹. Auch die Verwendung von Hyperlinks zur Fundierung von Veröffentlichungen fällt in den Schutzbereich des Art. 11 GRCh, wobei die veröffentlichenden Personen für den Inhalt der Hyperlinks nicht verantwortlich sind. Hyperlinks dienen lediglich zur Glaubhaftmachung der veröffentlichten Inhalte und stellen ein Angebot an den Leser dar, die Veröffentlichung auf inhaltliche Richtigkeit zu überprüfen¹⁶⁴⁰.

V. Andere Ausdrucksformen in den Medien

Das Tatbestandsmerkmal der anderen Ausdrucksform in den Medien dient als Auffangtatbestand für solche Offenlegungen, Verbreitungen oder Empfehlungen die nicht zu journalistischen Zwecken erfolgen¹⁶⁴¹. Einer Abgrenzung zwischen der ersten Alternative – für journalistische Zwecke – und der zweiten Alternative – andere Ausdrucksformen in den Medien – bedarf es folglich nicht.

1. Andere Ausdrucksformen

Der Begriff der „anderen Ausdrucksformen“ ist weit zu verstehen und erfasst grundsätzlich alle Arten der Informationsverbreitung unabhängig von ihrer Verbreitungsform¹⁶⁴². Relevant wird dies insbesondere, wenn die Veröffentlichung durch juristische Personen, wie Emittenten, erfolgt, da auch diese sich auf das Grundrecht aus Art. 11 GRCh berufen können¹⁶⁴³. Dies gilt

¹⁶³⁸ EuGH, Urteil vom 22. Dezember 2008, Rs. C – 336/07 (Kabel Deutschland Vertrieb und Service GmbH & Co. KG/Niedersächsische Landesmedienanstalt für privaten Rundfunk) Rn. 37.

¹⁶³⁹ Klöhn/Büttner WM 2016, 2241 (2244); Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, Art. 21 MAR, Rn. 8.

¹⁶⁴⁰ B.II.2.b)cc) Pressefreiheit; zustimmend: Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 20; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, Art. 21 MAR, Rn. 8; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 5.

¹⁶⁴¹ Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 21; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 6.2.

¹⁶⁴² Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 21, 22; Klöhn/Büttner, WM 2016, 2241, (2243); Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, Art. 21 MAR, Rn. 9; Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 23.

¹⁶⁴³ Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 26; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 10.2.

jedoch nur für Fälle, in denen die Veröffentlichung tatsächlich freiwillig war. Veröffentlichungen, die aufgrund einer Publizitätspflicht, beispielsweise aus Art. 17 MAR, publiziert werden, fallen nicht in den Anwendungsbereich des Art. 21 MAR¹⁶⁴⁴.

Der Konflikt zwischen Publizitätspflichten und der negativen Informations- und Meinungsfreiheit liegt nicht im Anwendungsbereich des Art. 21 MAR. Vielmehr soll die positive Seite des Grundrechts aus Art. 11 GRCh geschützt werden. Dies wird auch daran deutlich, dass im Art. 21 MAR die Ad-hoc-Publizitätspflicht aus Art. 17 MAR gerade nicht erwähnt wird. Außerdem ist das durch Art. 17 Abs. 1 MAR angeordnete Bekanntgeben kein Tatbestandsmerkmal des Art. 21 MAR. Eine Veröffentlichung zu der der Emittent verpflichtet war, kann daher nicht an Art. 11 GRCh gemessen werden, womit Art. 21 MAR nicht anwendbar ist¹⁶⁴⁵. Wenn eine juristische Person, insbesondere ein Emittent, etwas freiwillig in den Medien publiziert, ist der Anwendungsbereich des Art. 21 MAR hingegen eröffnet¹⁶⁴⁶.

2. In den Medien

Nach dem Wortlaut des Art. 21 MAR sind nur jene Ausdrucksformen erfasst, die in den Medien offengelegt oder verbreitet werden. Mit Medien sind solche Massenmedien gemeint, die Informationen aufbereiten und an einen unbestimmten und unbeschränkten Personenkreis übermitteln¹⁶⁴⁷. Aufgrund der bereits beschriebenen technologieoffenen Auslegung des Art. 21 MAR ist die Art der Übermittlung unerheblich¹⁶⁴⁸. Sie kann sowohl durch konventionelle Medien wie Printmedien erfolgen als auch durch (global) vernetzte elektronische Medien sowie durch Rundfunk und Fernsehen¹⁶⁴⁹. In Erwägungsgrund Nr. 48 zur MAR hat der europäische Gesetzgeber zum Ausdruck gebracht, dass insbesondere die Kommunikation über das Internet, durch Websites sozialer Medien oder anonyme Blogs, den traditionellen Kommunikationskanälen gegenüber gleichgestellt ist. Da der Medienbegriff jedoch einen unbestimmten Empfängerkreis voraussetzt sind private Kommunikationen, egal durch welches Medium, vom Medienbegriff

¹⁶⁴⁴ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, Art. 21 MAR, Rn. 9; Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 26; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 6.

¹⁶⁴⁵ Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 26; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, Art. 21 MAR, Rn. 9.

¹⁶⁴⁶ Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 26; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, Art. 21 MAR, Rn. 9.

¹⁶⁴⁷ Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 22; Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 21.

¹⁶⁴⁸ Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 156; Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 21; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 6.4.

¹⁶⁴⁹ B.II.2.b)aa) Medienfreiheit; Jarass/Jarass, GRCh, Art. 11 Rn. 33.

nicht umfasst¹⁶⁵⁰. Umfasst sind neben den klassischen Blogs auch Nachrichten in sozialen Medien, sofern diese an einen unbestimmten Personenkreis gerichtet sind, zumal auf deren Inhalte in der Regel auch durch Personen zugegriffen werden kann, die selbst keinen Account in dem jeweiligen Netzwerk betreiben¹⁶⁵¹.

VI. Journalistische Berufs- und Standesregeln

Gemäß Art. 21 MAR sind neben dem Grundrecht aus Art. 11 GRCh auch die journalistischen Berufs- und Standesregeln bei der Beurteilung der Offenlegung und Verbreitung von Informationen für den Zweck von Art. 10, 12 Abs.1 lit. c) und 20 MAR zu berücksichtigen.

Nach dem Wortlaut des Art. 21 MAR ist Anknüpfungspunkt der Berücksichtigung der journalistischen Berufs- und Standesregeln die Beurteilung der Rechtmäßigkeit der Offenlegung oder Verbreitung von Informationen. Demnach sind die journalistischen Berufs- und Standesregeln im Rahmen der Beurteilung der Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR und Art. 20 MAR bei dem Merkmal des Verbreitens zu berücksichtigen und bei der Beurteilung des Art. 10 MAR bei dem Merkmal des Offenlegens¹⁶⁵². Damit setzt die Berücksichtigung der journalistischen Berufs- und Standesregeln nach Art. 21 MAR deutlich früher an als jene nach § 20 a Abs. 6 WpHG aF. Nach dieser Vorgängervorschrift sollte die Berücksichtigung der berufsständischen Regeln erst im Rahmen der Prüfung des Verschuldens eines Journalisten berücksichtigt werden¹⁶⁵³.

1. Erfasste Rechtsquellen

In der MAR ist nicht konkretisiert, welche Rechtsquellen mit den „journalistischen Berufs- und Standesregeln“ gemeint sind. Schon die Vorgängerregelung des § 20 a Abs. 6 WpHG aF verwies bei der Beurteilung der informationsgestützten Marktmanipulation auf die Berücksichtigung der „berufsständischen Regeln“. § 20 a Abs. 6 WpHG aF diente der Umsetzung des Art. 1 Nr. 2 lit. c) S. 2 der RL 2003/6/EG, welcher auf die „Berücksichtigung der für ihren Berufsstand geltenden Regeln“ verwies.

¹⁶⁵⁰ Jarass/Jarass, GRCh, Art.11 Rn. 33; Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 22; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 6.6.

¹⁶⁵¹ Klöhn/Büttner, WM 2016, 2241, (2244); Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 22; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, Art. 21 MAR, Rn.10; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 6.5.

¹⁶⁵² So auch: EuGH, Urteil vom 22. März 2022 – C-302/20 Rn. 86 = WM 2022, 912 (919); Kokott, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 103 = BeckRS 2021, 26204.

¹⁶⁵³ Flaig, S. 103.

§ 20 a Abs. 6 WpHG aF und Art. 1 Nr. 2 lit. c) RL 2003/6/EG wurden so interpretiert, dass unter „berufsständische Regeln“ bzw. „für ihren Beruf geltende Regeln“ Gesetze fallen, wie nationale und föderale Pressegesetze sowie Verhaltensregeln, die sich journalistische Berufsvereinigungen selbst auferlegt haben,¹⁶⁵⁴. An diesem Verständnis wird in der Literatur zur MAR für das Verständnis der „journalistischen Berufs- und Standesregeln“ angeknüpft. Als Rechtsquellen für journalistische Berufs- und Standesregeln im Sinne des Art. 21 MAR sollen demnach sowohl nationale oder föderale Gesetze dienen, aber auch Regelungen, die keinen Gesetzesrang haben, wie Pressekodizes oder sonstige Verhaltensregeln, sofern diese konkrete Pflichten und Standards für die journalistische Arbeit beinhalten¹⁶⁵⁵.

a) Erweiterung des örtlichen Geltungsbereichs

Diese unmittelbare Übertragung des Verständnisses einer europäischen Richtlinie und ihrer Umsetzung durch nationales Recht auf das Verständnis einer europäischen Verordnung ist jedoch nicht ganz unproblematisch, da eine europäische Richtlinie und eine europäische Verordnung sich in ihrer Wirkung erheblich unterscheiden. Europäische Richtlinien entfalten gem. Art. 288 S. 3 AEUV keine unmittelbare rechtliche Wirkung, sondern bedürfen einer Umsetzung durch die jeweiligen Mitgliedsstaaten in das jeweilige nationale Recht. Die Mitgliedsstaaten werden dabei lediglich hinsichtlich des durch die Umsetzung zu erreichenden Ziels gebunden. In der Wahl der Form und des Mittels der Umsetzung sind sie jedoch frei. Eine europäische Verordnung hat gem. Art. 288 S. 1 AEUV hingegen eine allgemeine Geltung und ist gem. Art. 288 S. 2 AEUV in all ihren Teilen verbindlich und gilt unmittelbar in jedem Mitgliedsstaat.

§ 20 a Abs. 6 WpHG aF, der unter Beachtung des Art. 1 Nr. 2 lit. c) RL 2003/6/EG richtlinienkonform auszulegen war, war in seinem örtlichen Anwendungsbereich auf die Bundesrepublik Deutschland begrenzt. Bei dem Verweis auf die „berufsständischen Regeln“ waren demnach nur die in der Bundesrepublik Deutschland geltenden berufsständischen Regeln gemeint. Nach dem damaligen Verständnis bedeutete dies, dass neben dem Pressekodex des deutschen Presserates, welcher für die gesamte Bundesrepublik gilt, auch die Regelungen Anwendung finden

¹⁶⁵⁴ § 20a WpHG aF Assmann/Schneider/Vogel, § 20a Rn. 136; Schröder, NJW 2009 (465 (469)); Faig, S. 101, 102; Ausführlich: Nossol, S. 168 – 190.

¹⁶⁵⁵ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 84; Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 50, 53; Klöhn, CLMR 60 (2023), 547 (5659); Schwark/Zimmer/Kumpian/Schmidt, Art. 21 MAR, Rn. 26; Nietsch, BKR 2022, 611 (617); Mühlbert/Sajnovits, BKR 2019, 313, 317; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 17; Assmann/Schneider/Mühlbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 32.

sollten, die sich eine geographische Ebene darunter, also auf der föderalen Länderebene in Form der jeweiligen Pressegesetze der Bundesländer befinden¹⁶⁵⁶.

Bei der MAR handelt es sich jedoch um eine Verordnung i.S.d. Art. 288 S. 1 und 2 AEUV, welche demnach in ihrem örtlichen Anwendungsbereich gerade nicht auf einen Mitgliedsstaat beschränkt ist, sondern in der gesamten Europäischen Union in all ihren Teilen unmittelbar und verbindlich ist. Durch die Neuregelung der Marktmissbrauchsrichtlinie in Form einer Marktmissbrauchsverordnung wurde der Geltungsbereich daher von der nationalen Ebene auf die europäische Ebene angehoben. Nach Erwägungsgrund Nr. 5 zur MAR erfolgte die Regelung des Marktmissbrauchsregimes gerade zu dem Zweck, eine unmittelbare Anwendbarkeit der MAR als einheitliches Regelwerk für die gesamte Europäische Union sicherzustellen und Abweichungen durch unterschiedliche nationale Umsetzungen einer Richtlinie zu verhindern. Es stellt sich daher die Frage, ob sich diese geographische Erweiterung auf die gesamte Europäische Union nicht auch in der Bezugnahme auf die „journalistischen Berufs- und Standesregeln“ widerspiegeln muss und damit nicht mehr auf nationale Regelungen in den jeweiligen Mitgliedsstaaten Bezug genommen werden soll, sondern vielmehr solche Regeln gemeint sind, die sich in der gesamten Europäischen Union etabliert haben. Einen ersten Ansatzpunkt für eine veränderte Rechtslage durch das Inkrafttreten der MAR stellt der Umstand dar, dass der Wortlaut des Art. 21 MAR von „journalistischen Berufs- und Standesregeln“ spricht und nicht wie die Vorgängerrichtlinie von „für ihren Beruf geltenden Regeln“.

b) Schaffung einer unionsweit einheitlichen Regelung

Das zentrale Argument für die Abkehr eines nationalen oder gar föderalen Verständnisses der „journalistischen Berufs- und Standesregeln“ im Sinne des Art. 21 MAR bildet Erwägungsgrund Nr. 5 zur MAR. Dieser steht einer Auslegung, wie sie zu § 20 a Abs. 6 WpHG a.F. i.V.m. Art. 1 Nr. 2 lit. c) RL 2003/6/EG vertreten worden ist, diametral entgegen. Nach Erwägungsgrund Nr. 5 zur MAR soll diese „noch bestehende Handelshemmnisse und die aus den Unterschieden zwischen dem jeweiligen nationalen Recht resultierenden erheblichen Wettbewerbsverzerrungen“ beseitigen und „dem Entstehen weiterer Handelshemmnisse und erheblicher Wettbewerbsverzerrungen“¹⁶⁵⁷ vorbeugen“. Dies soll durch „eine einheitliche Auslegung des

¹⁶⁵⁶ Ausführlich: Flaig, S. 172 – 179; Nossol, S. 122 – 138.

¹⁶⁵⁷ Dazu Mock, ZIP 2022 (Heft 16), 777 (781), der in der mangelnden Präzision der journalistischen Berufs- und Standesregeln einen Wettbewerbsnachteil für deutsche Journalisten sieht, wobei unklar ist, in welchen Mitgliedsstaaten aufgrund besonders präziser Berufs- und Standesregeln ein entsprechender Wettbewerbsvorteil bestehen soll. Dazu ausführlich: F.VI.3 Die nationalen Pressekodizes.

Regelwerkes der Union zum Marktmissbrauch“ erreicht werden, indem die MAR „in allen Mitgliedsstaaten geltende Regeln“ klar definiert.

Noch deutlicher wird die weitere Formulierung des Erwägungsgrundes Nr. 5 zur MAR: „Dadurch werden infolge der Umsetzung einer Richtlinie voneinander abweichende nationale Vorschriften verhindert, sodass einheitliche Bedingungen gewährleistet sind. Diese Verordnung wird zur Folge haben, dass in der gesamten Union alle natürlichen und juristischen Personen die gleichen Regeln zu befolgen haben.“

Das Ziel der MAR ist demnach gerade die Schaffung eines einheitlichen Regelwerkes für die gesamte Europäische Union. Wenn man nun mit der Auffassung der Literatur annimmt, dass die Formulierung „journalistische Berufs- und Standesregeln“ in Art. 21 MAR auf sämtliche nationale und föderale Pressegesetze sowie Kodizes der Journalistenvereinigungen verweist, würde dies zu einer völlig unüberschaubaren Regelungsvielfalt führen, die mit dem in Erwägungsgrund Nr. 5 zur MAR formulierten Ziel der Vollharmonisierung nicht vereinbar ist.

Allein die 27 Mitgliedsstaaten der Europäischen Union verfügen über mindestens eine eigene journalistische Vereinigung, die teilweise auch als Gewerkschaft für die jeweiligen Journalisten fungiert¹⁶⁵⁸. In Belgien verfügen die Regionen Flandern und Wallonien jeweils über eigene journalistische Vereinigungen, die auch jeweils eigene Pressekodizes veröffentlicht haben¹⁶⁵⁹. Auch die spanische Region Katalonien hat eine eigene von der spanischen Vereinigung unabhängige Vereinigung, die auch über einen eigenen Pressekodex verfügt¹⁶⁶⁰. Hinzukommen weitere internationale Vereinigungen der jeweiligen nationalen Vereinigungen¹⁶⁶¹ sowie internationale Erklärungen von Journalisten¹⁶⁶², die sich gerade zu diesem Zweck versammelt hatten.

Demnach würde man allein aufgrund der diversen nationalen Pressekodizes 29 verschiedene Kodizes, die sich zum Teil auch erheblich unterscheiden¹⁶⁶³, anwenden müssen. Hinzu kämen

¹⁶⁵⁸ Beispielsweise: Hrvatskog novinarskog društva (Kroatien); Federazione Nazionale Stampa Italia (Italien).

¹⁶⁵⁹ Flandern: Raad voor de Journalistiek; Wallonie: Rat für Berufsethos der Journalisten / Conseil de déontologie journalistique (cdj).

¹⁶⁶⁰ Col legi de Periodistes de Catalunya mit dem Codi deontològic.

¹⁶⁶¹ F.VI.2 Internationale Vereinigungen.

¹⁶⁶² F.VI.2.b) „Mexiko-Erklärung“ von 1980.

¹⁶⁶³ F.VI.3 Die nationalen Kodizes.

noch die Leitfäden für Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung für Deutschland, Österreich, Flandern und Italien¹⁶⁶⁴. Wenn man nun noch die nationalen oder föderalen Pressegesetze als Rechtsquellen für die „journalistischen Berufs- und Standesregeln“ einbeziehen möchte, sind diese praktisch nicht mehr zu überblicken. Davon, dass „in der gesamten Union alle natürlichen und juristischen Personen die gleichen Regeln zu befolgen haben“ kann, jedenfalls in Bezug auf Journalisten bei einem solchen Verständnis nicht die Rede sein. Dieses klar formulierte Ziel des europäischen Gesetzgebers kann nur durch ein europaweit einheitliches Verständnis der journalistischen Berufs- und Standesregeln im Sinne des Art. 21 MAR erreicht werden, welches aus den jeweiligen nationalen Regelungen zu entwickeln ist¹⁶⁶⁵.

Zwar könnte man, um dieser Masse an Rechtsquellen Herr zu werden, auch lediglich auf die jeweiligen nationalen Regeln des Landes abstellen, in dem entweder die Veröffentlichung oder Verbreitung stattgefunden hat oder das betroffene Finanzinstrument gehandelt wird, jedoch würde dies zum einen dem Regelungsziel der MAR, in allen Mitgliedsstaaten geltende Regeln zu schaffen, zuwiderlaufen und zum anderen auch neue Rechtsprobleme bei Konstellationen schaffen, bei denen der Sitz des Journalisten, der Ort der Veröffentlichung und der Handelsplatz des betroffenen Finanzinstruments auseinanderfallen.

c) Grenzüberschreitende Sachverhalte

Insbesondere bei grenzüberschreitenden Sachverhalten kommt das bisherige Verständnis der journalistischen Berufs- und Standesregeln an seine Grenzen. Bei grenzüberschreitenden Sachverhalten stellt sich nach dem bisherigen Verständnis¹⁶⁶⁶ die Frage, nach welchen nationalen journalistischen Berufs- und Standesregeln der jeweilige Tatbestand gem. Art. 21 MAR auszulegen ist. In der MAR findet sich dazu keine Regelung. Zu denken ist an Konstellationen, in denen die Nationalität der veröffentlichenden Person, der Ort der Veröffentlichung und der Sitz oder Handelsplatz des Finanzinstruments oder Emittenten, auf den sich die Veröffentlichung bezieht, auseinanderfallen. Dies kommt in der journalistischen Praxis durchaus vor¹⁶⁶⁷. In der AMF/LVMH-Entscheidung wurde beispielsweise in einer britischen Zeitung¹⁶⁶⁸ über einen französischen Emittenten berichtet.

¹⁶⁶⁴ F. VI.3.e) Leitfäden für Finanzmarktjournalismus.

¹⁶⁶⁵ F. VI.4 Journalistische Berufs- und Standesregeln auf europäischer Ebene.

¹⁶⁶⁶ F. VI.1 Erfasste Rechtsquellen.

¹⁶⁶⁷ A.V.1 Dan McCrum und Wirecard.

¹⁶⁶⁸ Zum Zeitpunkt der Berichterstattung am 08.06.2011 bzw. 12.06.2012 war Großbritannien noch Mitglied der Europäischen Union.

Zwar hat der EuGH betont, dass zu berücksichtigen sei, ob bei der Veröffentlichung die journalistischen Berufs- und Landesregeln beachtet worden sind¹⁶⁶⁹, jedoch ist er dabei nicht auf die Frage eingegangen, auf welche nationalen Berufs- und Landesregeln in einer solchen grenzüberschreitenden Konstellation abzustellen ist, sondern hat vielmehr auf die Ausführungen der Generalanwältin Kokott verwiesen¹⁶⁷⁰. Diese nimmt auf den Vortrag des Journalisten Bezug, welcher sich im Ausgangsverfahren darauf berufen hatte, dass er sich bei der Berichterstattung an die britischen journalistischen Berufs- und Landesregeln gehalten habe. Anschließend führt die Generalanwältin aus, dass die in den Mitgliedsstaaten geltenden berufsständischen Normen den Konflikt der Pressefreiheit mit dem Insiderrecht „zum Teil nur ansatzweise“ regeln¹⁶⁷¹. In der dazugehörigen Fußnote¹⁶⁷² nimmt die Generalanwältin dann zum einen Bezug auf den britischen IPSO Editors' Code of Practice und auf die „einschlägigen Verhaltensgrundsätze des deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung“ (sic).

Erstaunlich ist insofern, dass Kokott auf den französischen Pressekodex¹⁶⁷³ gerade nicht eingeht, obwohl sich die Berichterstattung auf LVMH¹⁶⁷⁴, Hermès¹⁶⁷⁵ und Maurel & Prom¹⁶⁷⁶, also ausschließlich französische Emittenten bezog, deren Aktien an der Pariser Börse gehandelt werden und daher die französische Autorité des marchés financiers (AMF) die Ermittlungen wegen eines Verstoßes gegen die MAR zuständigkeitshalber übernommen hatte. Zudem hält Kokott die Verhaltensgrundsätze des deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung dennoch für anwendbar, obwohl weder der beteiligte Journalist, noch der Emittent, das veröffentlichende Medium oder der Handelsplatz in Deutschland lagen oder ansässig sind. Dies deutet darauf hin, dass die Generalanwältin im Einklang mit Erwägungsgrund Nr. 5 zur MAR ebenfalls von einer einheitlichen Auslegung der journalistischen Berufs- und Landesregeln innerhalb der Europäischen Union ausgeht, und lediglich sekundär auf den Pressekodex des Mitgliedsstaates abstellt, in dem die Veröffentlichung stattfand¹⁶⁷⁷.

¹⁶⁶⁹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 86 = NJW 2022, 2671 (2676).

¹⁶⁷⁰ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 86 = NJW 2022, 2671 (2676).

¹⁶⁷¹ Kokott, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 103 = BeckRS 2021, 26204; ähnlich: Mock, ZIP 2022 (Heft 16), 777 (781).

¹⁶⁷² Kokott, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 103 = BeckRS 2021, 26204, dort Fußnote 75.

¹⁶⁷³ F.VI.3.b)aa) Frankreich; Für dessen Anwendbarkeit ausdrücklich: Sieder/Wilfling, ZFR 2022/132, 267 (270).

¹⁶⁷⁴ ISIN: FR0000121014.

¹⁶⁷⁵ ISIN: FR0000052292.

¹⁶⁷⁶ ISIN: FR0000051070.

¹⁶⁷⁷ Zu der Berücksichtigung zusätzlicher Anforderungen: F.VI.4.b) Obliegenheiten.

Die Literatur geht hingegen von einer Mischform zwischen einem Herkunftslandprinzip und einem Marktortprinzip aus. Nach dem Herkunftslandprinzip wird auf das Land, in dem der Journalist oder die veröffentlichende Person ihren tatsächlichen Sitz hat, abgestellt. Das Marktprinzip knüpft hingegen an den Ort an, an dem das betreffende Finanzinstrument gehandelt wird¹⁶⁷⁸. Ferner soll danach zu differenzieren sein, ob es sich bei der jeweiligen journalistischen Berufs- und Standesregel, an die angeknüpft werden soll, um einen selbst gesetzten Verhaltenskodex handelt oder um staatliche Regeln. Im Fall von Verhaltenskodizes soll das Herkunftsprinzip gelten, da es unangemessen wäre, Journalisten an eine Selbstregulierung zu binden, auf die sie keinen Einfluss nehmen können¹⁶⁷⁹. Bei staatlichen Regeln solle hingegen das Marktortprinzip gelten¹⁶⁸⁰. Durch die parallele Anwendung des Herkunftslandprinzips und des Marktortprinzips, je nach Rechtsquelle, wird die ohnehin schon sehr komplizierte Lösung der Literatur noch unübersichtlicher. Zudem führt ein solches Verständnis zu weiteren Rechtsproblemen, wenn die nach dem Herkunftslandprinzip anwendbaren Vorschriften von denen abweichen, die nach dem Marktortprinzip anzuwenden sind.

d) Verringerung von Compliance-Kosten

Als weiteres Ziel formuliert Erwägungsgrund Nr. 5 S. 4 zur MAR, dass die Verordnung auch „die rechtliche Komplexität und insbesondere für grenzüberschreitend tätige Gesellschaften die Compliance-Kosten reduziert sowie zur Beseitigung von Wettbewerbsverzerrungen“ beiträgt. Ein Abstellen auf die jeweiligen nationalen Pressegesetze und Kodizes zur Bestimmung der journalistischen Berufs- und Standesregeln würde die Komplexität des Journalistenprivilegs in Art. 21 MAR gerade im Vergleich zu der Vorgängerregelung des Art. 20 a Abs. 6 WpHG aF deutlich verkomplizieren.

Nach dem alten Recht des § 20 a Abs. 6 WpHG aF i.V.m. Art. 1 Nr. 2 lit. c) RL 2003/6/EG sollten die nationalen Bestimmungen die Ziele der Richtlinie umsetzen, wonach Journalisten die „für ihren Berufsstand geltenden Regeln“ beachten sollen, was durch die Formulierung „be-

¹⁶⁷⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 51; Klöhn, CMLR 60 (2023), 547 (565); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 19.1; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 33.

¹⁶⁷⁹ Daher ist eine Differenzierung zwischen Pflichten und Obliegenheiten angezeigt, dazu: F.VI.4 Journalistische Berufs- und Standesregeln auf europäischer Ebene.

¹⁶⁸⁰ Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 52; Klöhn, CMLR 60 (2023), 547 (565); Sieder/Wilfling, ZFR 2022/132, 267 (270); Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 19.1; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 33.

rufsständischen Regeln“ in deutsches nationales Recht umgesetzt worden ist. Wie bereits dargestellt wurde dies als ein Verweis sowohl auf die föderalen Pressegesetze als auch den Pressekodex des deutschen Presserates sowie dessen Verhaltensgrundsätze für die Finanzmarktberichterstattung verstanden. Insgesamt umfasste der Verweis somit 18 verschiedene Quellen, wobei regelmäßig nur das jeweilige Landespressegesetz sowie der Pressekodex und die Verhaltensgrundsätze für die Finanzmarktberichterstattung erheblich gewesen sein dürften.

Das erklärte Ziel der MAR ist es, diese Regelungskomplexität zu reduzieren. Wenn man jedoch weiterhin sämtliche nationalen Pressegesetze, Pressekodizes und Verhaltensregeln in die journalistischen Berufs- und Standesregeln des Art. 21 MAR einbezieht, wird die rechtliche Komplexität durch die MAR im Vergleich zur RL 2003/6/EG deutlich gesteigert anstatt reduziert. Neben der unüberschaubar großen Anzahl an möglichen Rechtsquellen, die sich auch widersprechen können, würden sich zudem neue Rechtsfragen im Hinblick auf das anzuwendende nationale Recht gerade in grenzüberschreitenden Konstellationen stellen.

In praktischer Hinsicht würde das Ziel, die Compliance-Kosten, insbesondere für grenzüberschreitend tätige Gesellschaften, zu reduzieren, durch eine Einbeziehung der nationalen und föderalen Regelungen torpediert werden. Insbesondere Mediengesellschaften, die ihre Erzeugnisse in mehreren Mitgliedsstaaten der Europäischen Union publizieren und dabei über Finanzinstrumente berichten, die in verschiedenen Mitgliedsstaaten gehandelt werden, müssten bei jeder einzelnen Veröffentlichung, die in einen Konflikt mit dem Insiderrecht geraten könnte, je nach Land der Verbreitung und Gegenstand der Berichterstattung, unterschiedliche nationale Pressegesetze und Pressekodizes bei der Anwendung des Art. 21 MAR prüfen¹⁶⁸¹. Ein solches Verständnis der journalistischen Berufs- und Standesregeln wäre demnach eher eine Bonanza für Beratungsgesellschaften als eine Möglichkeit zur Reduzierung von Compliance-Kosten.

e) Systematik der Inbezugnahme nationalen Rechts durch die MAR

Trotz des klar formulierten Ziels des MAR, dass „in der gesamten Union alle natürlichen und juristischen Personen die gleichen Regeln zu befolgen haben“, nimmt die MAR an bestimmten Stellen ausdrücklich Bezug auf die (unterschiedlichen) nationalen Regelungen. In diesen Fällen wird die Abweichung von den einheitlichen Regelungen der MAR oder die Möglichkeit für Mitgliedsstaaten, von den einheitlichen Regelungen abzuweichen, ausdrücklich benannt.

¹⁶⁸¹ Zu den Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen die Berufs- und Standesregeln: F.VI.5 Folgen der Einhaltung oder des Verstoßes gegen journalistische Berufs- und Standesregeln.

Beispielsweise wird in Art. 7 Abs. 1 lit. b) MAR ausdrücklich auf „Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Union oder der Mitgliedsstaaten“ Bezug genommen. In Art. 19 Abs. 2 MAR wird klargestellt, dass alle Eigengeschäfte von Führungskräften den zuständigen Behörden von diesen Personen gemeldet werden müssen, „unbeschadet des Rechts der Mitgliedsstaaten, über diesen Artikel hinausgehende Meldepflichten festzulegen“. Ein weiteres Beispiel findet sich in Art. 30 Abs. 3 MAR, wo ausdrücklich geregelt ist, dass die Mitgliedsstaaten den zuständigen Behörden neben den in Art. 30 Abs. 2 MAR genannten Befugnissen noch weitere übertragen sowie höhere Sanktionen verhängen können. Insbesondere in Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR wird die Möglichkeit der Abweichung von der unionsweit geltenden delegierten VO (EU) 2016/958 ausdrücklich geregelt, wobei der europäische Gesetzgeber ein Ersetzen der technischen Durchführungsstandards nur dann zulassen will, wenn die nationalen Regelungen gleichwertig und angemessen sind und eine ähnliche Wirkung erzielen¹⁶⁸².

Eine Inbezugnahme von den nationalen Bestimmungen der Mitgliedsstaaten oder gar eine Öffnungsklausel wie in Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR sucht man in Art. 21 MAR vergeblich. Folglich ist davon auszugehen, dass, wenn der europäische Gesetzgeber von seinem Grundsatz der Vollharmonisierung in Art. 21 MAR hätte abweichen wollen, er dies wie in den genannten Beispielen ausdrücklich angeordnet hätte. Im Umkehrschluss soll es bei den journalistischen Berufs- und Standesregeln bei der nach Erwägungsgrund Nr. 5 zur MAR angestrebten Vollharmonisierung bleiben, womit es eines unionsweit einheitlichen Verständnisses der journalistischen Berufs- und Standesregeln bedarf.

f) Verhältnis zu den Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in anderen Medien

Nach der in der Literatur vertretenen Ansicht fallen unter den Begriff der „journalistischen Berufs- und Standesregeln“ neben den Pressekodizes als Ausdruck der Selbstregulierung auch die nationalen und gegebenenfalls föderalen Pressegesetze¹⁶⁸³. Allerdings sind diese nach Art. 10 Abs. 2 EMRK¹⁶⁸⁴ bereits im Rahmen der Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in anderen Medien zu berücksichtigen. Art. 10 Abs. 2 EMRK weist zunächst

¹⁶⁸² Zu dem Verhältnis zwischen Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR und Art. 21 MAR: F.VIII.3 Auswirkungen auf Anlageempfehlungen.

¹⁶⁸³ F.VI.1 Erfasste Rechtsquellen.

¹⁶⁸⁴ Auf den aufgrund des Verweises in den Erläuterungen zu Art. 11 CRCh letztlich abzustellen ist. B.II.1 Das Verhältnis von Grundgesetz, EMRK und GRCh.

darauf hin, dass die Ausübung der Presse- und Meinungsfreiheit auch mit Pflichten und Verantwortung verbunden ist. Daher kann sie „Formvorschriften, Bedingungen, Einschränkungen oder Strafandrohungen unterworfen werden, die gesetzlich vorgesehen“ sind. Gesetzliche Beschränkungen der Pressefreiheit sind daher bereits im Rahmen der Rechtmäßigkeit des Eingriffs in die Presse- und Meinungsfreiheit zu prüfen¹⁶⁸⁵.

Eine Einbeziehung der nationalen oder föderalen Pressegesetze in den Anwendungsbereich der journalistischen Berufs- und Landesregeln, die nach dem Wortlaut des Art. 21 MAR neben der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in anderen Medien zu berücksichtigen sind, würde demnach eine doppelte Berücksichtigung der gesetzlichen Regeln für Journalisten bedeuten¹⁶⁸⁶. Die journalistischen Berufs- und Landesregeln beziehen sich vielmehr auf die nicht gesetzlichen Regeln, die für Journalisten gelten sollen, mithin die Pressekodizes der Mitgliedsstaaten der Europäischen Union. Im Gegensatz zu gesetzlichen Regelungen sind die Pressekodizes Ausdruck einer staatsfernen Selbstregulierung, durch welche die Pflichten, denen die Presse unterliegen soll, konkretisiert werden können, ohne dass diese dadurch einer staatlichen Kontrolle unterliegt¹⁶⁸⁷.

Ein ähnliches Verständnis der journalistischen Berufs- und Landesregeln deutet sich in der AMF/LVMH-Entscheidung des EuGH an. Der EuGH nimmt bei seinen Ausführungen zu den journalistischen Berufs- und Landesregeln Bezug auf die Schlussanträge der Generalanwältin¹⁶⁸⁸. Dort hatte die Generalanwältin ausgeführt, dass die in den Mitgliedsstaaten geltenden berufsständischen Normen den Konflikt der Pressefreiheit mit dem Insiderrecht zum Teil nur ansatzweise regeln würden und dabei lediglich auf die Pressekodizes Deutschlands und Englands Bezug genommen und gerade nicht auf nationale Pressegesetze¹⁶⁸⁹. Als Rechtsquellen für die journalistischen Berufs- und Landesregeln sind daher lediglich die nationalen Pressekodi-

¹⁶⁸⁵ So auch der EGMR in ständiger Rechtsprechung, siehe: B.II.5B.II.5 Quellenschutz; Eine hinreichende gesetzliche Grundlage für einen Eingriff in die Pressefreiheit ablehnend in: EGMR, Urteil vom 8. Oktober 2009 – Nr. 12675/05 Rn. 59 (Gsell/Schweiz).

¹⁶⁸⁶ So wohl auch *Mock*, ZIP 2022 (Heft 16), 777 (780).

¹⁶⁸⁷ B.II.10.a) Berücksichtigung journalistischer Selbstregulierung im Rahmen des Art. 10 Abs. 2 EMRK; *Nossol*, S. 88 mit Erläuterungen zum Prinzip der Staatsferne der Presse, insbesondere im historischen Kontext des „Schriftleitergesetzes“ im nationalsozialistischen Deutschland, *Schröder*, NJW 2009, 465 (469); *Sturm*, ZBB 2010, 20 (34); Dieser Aspekt wird außerdem in Art. 16 GEJ aufgegriffen: F.VI.2.d)dd) Verbot von Insiderhandel und Marktmanipulation.

¹⁶⁸⁸ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 C-302/20 Rn. 86 = WM 2022, 912 (919; a.A. *Nietsch*, BKR 2022, 611 (617).

¹⁶⁸⁹ *Kokott*, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 103 = BeckRS 2021, 26204.

zes der Mitgliedsstaaten heranzuziehen und nicht die bereits bei der Prüfung der Rechtmäßigkeit des Eingriffs in die Pressefreiheit zu beachtenden nationalen oder föderalen Pressegesetzen.

g) Regionale Besonderheiten und Einfluss des einzelnen Journalisten

Ein Vorteil der Ansicht der Literatur, auf die nationale Gesetzgebung und Selbstregulierung abzustellen, besteht jedoch darin, dass durch dieses Verständnis sämtliche regionale Besonderheiten, die sich im nationalen Presserecht und auch in den nationalen journalistischen Berufs- und Standesregeln widerspiegeln, im Rahmen des Art. 21 MAR berücksichtigt werden können. Man denke etwa an die verschiedenen Kodizes in Belgien¹⁶⁹⁰ oder den Pressekodex Kataloniens¹⁶⁹¹.

Dem ist entgegenzuhalten, dass die Vereinheitlichung von Regelungen grundsätzlich und die von Regelungen innerhalb der Europäischen Union im Besonderen immer auch mit einem Bedeutungsverlust der jeweiligen nationalen Regelung zu Gunsten der sich im Anwendungsvorhang befindlichen europäischen Regelung einhergeht. Das Ziel der Vereinheitlichung des Insiderrechts innerhalb der Europäischen Union ist durch die MAR, insbesondere durch Erwägungsgrund Nr. 5, jedoch verbindlich vorgegeben und sollte daher auch konsequent umgesetzt werden. Zudem wird als Argument für ein nationales Verständnis der journalistischen Berufs- und Standesregeln im Sinne des Art. 21 MAR angeführt, dass es „gänzlich unangemessen“ sei, Journalisten an eine Selbstregulierung zu binden, auf die sie selbst keinen Einfluss nehmen können¹⁶⁹².

Allerdings kann auch bei einem nationalen Verständnis der journalistischen Berufs- und Standesregeln und folglich auch bei einer Berücksichtigung des nationalen Pressekodizes, welcher als Instrument der Selbstregulierung in dem jeweiligen Mitgliedsstaat existiert, nicht immer sichergestellt werden, dass der jeweils publizierende Journalist tatsächlich einen Einfluss auf den jeweiligen Pressekodex gehabt hat. Dies ist auch nicht der Sinn und Zweck des Art. 21 MAR. Die journalistischen Berufs- und Standesregeln sollen vielmehr, neben dem ohnehin zu beachtenden Grundrecht auf Pressefreiheit, als weiteres staatsfernes Regulativ auf die Arbeit

¹⁶⁹⁰ Flandern: Raad voor de Journalistiek; Wallonie: Rat für Berufsethos der Journalisten/Conseil de déontologie journalistique.

¹⁶⁹¹ Col·legi de Periodistes de Catalunya mit dem Codi deontològic.

¹⁶⁹² Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 52.

der Presse einwirken. Sie sollen die Berufsethik der Presse kodifizieren und Verleger, Herausgeber und Journalisten dazu anhalten, sich bei ihrer Arbeit der Verantwortung gegenüber der Öffentlichkeit und ihrer Verpflichtung für das Ansehen der Presse bewusst zu sein¹⁶⁹³.

Demnach dienen die Pressekodizes jedenfalls nicht in erster Linie dazu, den individuellen Interessen und Bedürfnissen der vertretenen Journalisten Gehör zu verschaffen. Vielmehr sollen sie die kollektiven Interessen der Presse als für eine funktionierende Demokratie notwendige Institution wahren und den einzelnen Journalisten gerade dazu anhalten, dem kollektiven Zweck der Presse in einer Demokratie zu dienen. Hinzukommt, dass auch der einzelne Journalist nach wie vor Einfluss auf die Selbstregulierung der Presse auf europäischer Ebene nehmen kann. Dies ist sowohl über den nationalen Pressekodex möglich, welcher die Grundlage für europäische journalistische Berufs- und Standesregeln bildet¹⁶⁹⁴, als auch über internationale Journalistenorganisationen wie die EFJ.

Im Übrigen entfalten journalistische Berufs- und Standesregeln nach der hier vertretenen Auffassung nur dann eine bindende Wirkung für alle Journalisten innerhalb der Europäischen Union, wenn sich der jeweilige Berufsgrundsatz in der gesamten Europäischen Union und nicht nur in einzelnen Mitgliedsstaaten etabliert hat¹⁶⁹⁵. Demnach gehen die Pflichten auf europäischer Ebene jedenfalls nicht über die Pflichten hinaus, die in dem jeweiligen Mitgliedsstaat des Journalisten ohnehin standesrechtlich gelten würden¹⁶⁹⁶. Sofern sich ein Berufsgrundsatz (noch) nicht in allen Mitgliedsstaaten etabliert hat, handelt es sich lediglich um eine Obliegenheit aller Journalisten in der Europäischen Union. Ein Verstoß gegen eine solche Obliegenheit stellt jedoch keinen Verstoß gegen die journalistischen Berufs- und Standesregeln dar¹⁶⁹⁷.

h) Einheitliches europäisches Verständnis - Bestimmung unionsweit einheitlicher journalistischer Berufsgrundsätze

Wenn man den Begriff der journalistischen Berufs- und Standesregeln i. S. d. Art. 21 MAR im Einklang mit dem erklärten Willen des europäischen Gesetzgebers auslegen möchte, ist ein europaweit einheitliches Verständnis der journalistischen Berufs- und Standesregeln zwingend

¹⁶⁹³ Deutscher Presserat mit Kodex vom 11. September 2019, Präambel.

¹⁶⁹⁴ F.VI.1.h) Einheitliches europäisches Verständnis der journalistischen Berufs- und Standesregeln.

¹⁶⁹⁵ F.VI.4 Journalistische Berufs- und Standesregeln auf europäischer Ebene.

¹⁶⁹⁶ F.VI.4.a) Pflichten.

¹⁶⁹⁷ F.VI.4.b) Obliegenheiten.

erforderlich. Das bisherige nationale Verständnis der journalistischen Berufs- und Standesregeln steht mit diesem Willen in einem nicht aufzulösenden Widerspruch. Die MAR soll gerade nicht auf nationale Regelungen Bezug nehmen, sondern ganz im Gegenteil abweichende nationale Vorschriften, infolge der Umsetzung der Vorgängerrichtlinie RL 2003/6/EG, gerade verhindern und einheitliche Bedingungen gewährleisten¹⁶⁹⁸.

Durch die Neuregelung der RL 2003/6/EG in Form einer Verordnung nach Art. 288 S. 1 und 2 AEUV ist die Europäische Union den nächsten Schritt hin zu einer europäischen Integration des Marktmissbrauchsrechts gegangen. Dieser war nach Ansicht des europäischen Gesetzgebers auch erforderlich, um für einheitliche Regeln, die Klarheit zentraler Begriffe und ein einheitliches Regelwerk im Einklang mit den Schlussfolgerungen des Berichtes der De-Lacosièr-Gruppe zu sorgen¹⁶⁹⁹. Die MAR soll mehr Rechtssicherheit und unkompliziertere Vorschriften bieten und einen entscheidenden Beitrag zum reibungslosen Funktionieren des Binnenmarktes leisten¹⁷⁰⁰.

Diesen im Vergleich zur RL 2003/6/EG nächsten Schritt hin zu einer europäischen Integration muss auch das Verständnis des Journalistenprivilegs bei der Bezugnahme auf die „journalistischen Berufs- und Standesregeln“ gehen. Um diese Integration zu vollziehen, kommt man nicht umhin, einheitliche europäische journalistische Berufs- und Standesregeln in Form von Grundprinzipien zu entwickeln, welche dann als unionsweit einheitlicher Bezugspunkt für Art. 21 MAR dienen können. Methodisch bietet es sich an, sich an der bereits weitgehend vollzogenen europäischen Integration der Grundrechte durch die Charta der Grundrechte der Europäischen Union zu orientieren. Auch diese fußt auf dem Grundgedanken, dass sich die Völker Europas auf Grundlage gemeinsamer Werte zu einer immer engeren Union verbinden¹⁷⁰¹. Die in der GRCh beschriebenen Grundrechte ergeben sich „vor allem aus den gemeinsamen Verfassungstraditionen und den gemeinsamen internationalen Verpflichtungen der Mitgliedsstaaten, aus der Europäischen Menschenrechtskonvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten, aus den von der Union und dem Europarat beschlossenen Sozialchartas sowie aus der

¹⁶⁹⁸ So ausdrücklich Erwägungsgrund Nr. 5 S. 2 zur MAR; **a.A.** *Nietsch*, BKR 2022, 611 (617), der als Argument für ein Abstellen auf nationale Regelungen auf die Grøngaard und Bang-Rechtsprechung abstellen will, welche jedoch gerade nicht zu einer europäischen Verordnung, sondern zu der Vorgängerrichtlinie RL 2003/6/EG erging.

¹⁶⁹⁹ Erwägungsgrund Nr. 3 zur MAR.

¹⁷⁰⁰ Erwägungsgrund Nr. 4 zur MAR.

¹⁷⁰¹ Präambel der GRCh.

Rechtsprechung des Gerichtshofs der Europäischen Union und der Mitgliedsstaaten.¹⁷⁰² Die GRCh stellt im Wesentlichen eine Kodifizierung der durch den Europäischen Gerichtshof entwickelten Rechtsgrundsatz-Grundrechte dar, welche durch die Verschriftlichung in der GRCh sichtbar gemacht werden sollten¹⁷⁰³.

Übertragen auf die Bestimmung unionsweit einheitlicher journalistischer Berufsgrundsätze, sind die bestehenden nationalen und internationalen Berufsregeln, insbesondere die nationalen Pressekodizes, auf gemeinsame Grundsätze hin zu untersuchen. Diese können dann als Bezugspunkt für eine unionsweit einheitliche Auslegung der journalistischen Berufs- und Standesregeln im Sinne des Art. 21 MAR dienen. Diese unionsweit einheitlichen journalistischen Berufsgrundsätze bilden einen Bezugspunkt, welcher im Rahmen des Art. 21 MAR für alle natürlichen und juristischen Personen in der gesamten Union gilt und die Regelungskomplexität im Vergleich zu der bisher in der Literatur vertretenen Ansicht massiv reduziert und damit vollständig im Einklang mit Erwägungsgrund Nr. 5 zur MAR steht.

2. Internationale Vereinigungen

Die 29 nationalen journalistischen Vereinigungen innerhalb der Mitgliedsstaaten sind in verschiedenen internationalen Dachorganisationen organisiert. Für Europa ist dies vor allem die European Federation of Journalists (EFJ), die wiederum Mitglied der International Federation of Journalists (IFJ) ist. Die internationalen Organisationen verstehen sich vor allem als Koordinatoren und Vermittler zwischen den nationalen Vereinigungen. Ihre Haupttätigkeit besteht in dem Abhalten von Konferenzen und der Organisation des Austauschs zwischen ihren Mitgliedern. Neben diesen beständigen Organisationsformen gab es in der Vergangenheit auch projektbezogene Zusammenkünfte unter der Schirmherrschaft der Vereinten Nationen mit dem Ziel, die Presse- und Meinungsfreiheit weltweit zu stärken und vor Missbrauch zu schützen.

a) Media Councils in the Digital Age (MCDA)

Die Media Councils in the Digital Age (MCDA) wurde 1999 in London gegründet und beschreibt sich selbst als ein loses Netzwerk unabhängiger Presse- und Medienräte in Europa. 16

¹⁷⁰² Präambel der GRCh; dazu: Jarass/Jarass, Präambel Rn. 4.

¹⁷⁰³ Jarass/Jarass, Präambel Rn. 8, 10.

ationale journalistische Vereinigungen von Mitgliedsstaaten der EU bzw. deren teils ausgegliederte Presseräte,¹⁷⁰⁴ sind auch Mitglieder der MCDA. Ihr Ziel ist eine Verbesserung der Zusammenarbeit und des Informationsaustausches zwischen ihren Mitgliedern. Dazu hält die MCDA jährliche Konferenzen ab, bei denen aktuelle Themen diskutiert werden.

b) „Mexiko-Erklärung“ von 1980

Unter der Schirmherrschaft der UNESCO versammelten sich von 1978 bis 1983 verschiedene internationale und regionale Berufsorganisationen¹⁷⁰⁵, die damals mehr als 400.000 Journalisten aus allen Teilen der Welt vertraten. Ziel der mehrjährigen Beratungen war die Erarbeitung einer Reihe von Grundsätzen, die die Gemeinsamkeiten bestehender nationaler und regionaler journalistischer Ethikkodizes sowie einschlägige Bestimmungen verschiedener internationaler Rechtsinstrumente verkörpern. Vom 26. Juli 1982 bis zum 6. August 1982 fand in Mexico-City die Weltkonferenz zur Kulturpolitik statt, an dessen Ende die „Erklärung von Mexico-City über die Kulturpolitik“ stand, die sogenannte „Mexiko-Erklärung“¹⁷⁰⁶. Auf Grundlage dieser vor allem politischen Erklärung verabschiedeten die Konferenzteilnehmer auf der vierten Konsultationssitzung im Jahr 1983 die „Grundsätze der journalistischen Berufsethik als internationale Gemeinsamkeit und Inspirationsquelle für nationale und regionale Ethikkodizes“¹⁷⁰⁷.

aa) Recht auf wahre Information und die Hingabe an die objektive Realität

Der erste Grundsatz dieser Erklärung ist „das Recht der Menschen auf wahre Information“. Demnach haben „Menschen und Einzelpersonen das Recht, sich durch genaue und umfassende Informationen ein objektives Bild der Realität zu verschaffen sowie sich durch die verschiedenen Medien, der Kultur und der Kommunikation frei auszudrücken.“ Damit greift die Erklärung die auch nach heutigem Verständnis zentrale Funktion der Presse als Kontrollorgan und „vierte Gewalt“ im demokratischen System auf. Als solche hat sie vor allem die Funktion, die Öffentlichkeit zu informieren und Missstände, die von öffentlichem Interesse sind, aufzudecken.

¹⁷⁰⁴ Österreich, Belgien (sowohl Flandern, als auch Wallonien), Bulgarien, Kroatien, Zypern, Dänemark, Estland, Finnland, Frankreich, Deutschland, Ungarn, Litauen, Luxemburg, Irland, Niederlande, Spanien inkl. Katalonien, Slowenien, Slowakei, Schweden; Stand: 05.12.2024; <https://presscouncilS.eu/>.

¹⁷⁰⁵ International Organization of Journalists (IOJ), International Federation of Journalists (IFJ), International Catholic Union of the Press (UCIP), Latin American Federation of Journalists (FELAP), Latin American Federation of Press Workers (FELATRAP), Federation of Arab Journalists (FAJ), Union of African Journalists (UAJ) und Confederation of Asean Journalists (CAJ) <https://research.tuni.fi/ethicnet/country/international-principles-of-professional-ethics-in-journalism> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

¹⁷⁰⁶ https://www.unesco.de/sites/default/files/2018-03/1982_Erkl%C3%A4rung_von_Mexiko.pdf (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

¹⁷⁰⁷ <https://research.tuni.fi/ethicnet/country/international-principles-of-professional-ethics-in-journalism/> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

Gerade das Recht, sich durch den Zugang zu genauen und umfassenden Informationen ein objektives Bild der Realität zu verschaffen, ist bei Investitionsentscheidungen am Kapitalmarkt von enormer Bedeutung. Der europäische Gesetzgeber hat im Erwägungsgrund Nr. 2 zur MAR das Vertrauen der (potenziellen) Anleger in den (informations-)effizienten und transparenten Finanzmarkt zu einer Voraussetzung für Wirtschaftswachstum und Wohlstand in der EU erklärt. Der Umstand, dass gerade das Recht auf wahre Informationen als erster Grundsatz der journalistischen Arbeit in der Erklärung genannt wird, zeigt, dass sich die Verfasser der Erklärung ihrer damaligen wie auch heutigen Pflicht durchaus bewusst waren und auch noch sind.

Flankiert wird dieser Grundsatz von dem „Prinzip II: Der Hingabe des Journalisten an die objektive Realität“. Dieses Prinzip konkretisiert die funktionelle Aufgabe des Journalismus dahingehend, dass er „über Fakten gewissenhaft und im richtigen Zusammenhang und ohne Verzerrung berichtet, (...) damit der Öffentlichkeit adäquates Material zur Verfügung gestellt wird, um sich ein möglichst objektives Bild über den Ursprung und das Wesen von Sachverhalten machen zu können“. Die im ersten Grundsatz statuierte Wahrheitspflicht wird somit auch auf den Zusammenhang ausgedehnt, in dem eine Information dargestellt wird.

bb) Die berufliche Integrität des Journalisten

Der Grundsatz IV der internationalen Grundsätze der Berufsethik im Journalismus fordert von dem Berufsstand des Journalisten „ein hohes Maß an Integrität“ ein. Diese erlaube es dem Journalisten nicht, Bestechungsgelder anzunehmen und verbietet die Förderung jeglicher privater Interessen, die dem Allgemeinwohl zuwiderlaufen. Insidergeschäfte im Sinne des Art. 8 MAR sind aufgrund ihrer Gefahr für das Vertrauen der Anleger in die Integrität der Kapitalmärkte für das Allgemeinwohl besonders schädlich¹⁷⁰⁸.

cc) Konsequenzen für die Anwendung gem. Art. 21 MAR

Das Recht der Menschen auf wahre Information, das Prinzip der Hingabe des Journalisten an die objektive Realität und der Grundsatz der beruflichen Integrität des Journalisten stehen allesamt im Einklang mit den Vorschriften des Insiderrechts. Allerdings ergeben sich aus der Berücksichtigung dieser internationalen Grundsätze der Berufsethik im Journalismus keine entscheidenden Erkenntnisse für eine angemessene Berücksichtigung bei der Auslegung der Tatbestände der Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c), 20 MAR wie es Art. 21 MAR vorsieht. Die Bindung an

¹⁷⁰⁸ B.I.1 Geltungsgrund des Insiderrechts.

eine wahrheitsgemäße und auf objektiven Fakten basierende Berichterstattung ist für die Berichterstattung über kapitalmarktrelevante Themen schon in Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR vorgesehen. Insofern führt eine Berücksichtigung der internationalen Grundsätze der Berufsethik hier zu keinen neuen Erkenntnissen. Dasselbe gilt für die berufliche Integrität des Journalisten in Grundsatz IV. Dieser ist zu abstrakt formuliert, als dass er das Verbot von Insidergeschäften und der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen konkretisieren könnte.

c) European Federation of Journalists (EFJ)

Die European Federation of Journalists (EFJ) ist nach eigenen Angaben die größte Journalistenorganisation in Europa und vertritt über 320.000 Journalisten in 73 Journalistenorganisationen aus 44 Ländern, darunter auch alle EU-Mitgliedsstaaten¹⁷⁰⁹. Sie wurde 1994 gegründet, um die Interessen der Journalistengewerkschaften und Verbände sowie deren Journalisten zu vertreten. Seit Februar 2013 firmiert die EFJ als internationaler gemeinnütziger Verein nach belgischem Recht¹⁷¹⁰. Der Fokus der Vereinigung liegt jedoch eher auf der gewerkschaftlichen Arbeit. So ist die EFJ Mitglied des Exekutivausschusses des Europäischen Gewerkschaftsbundes (EGB) und im EU-Transparenzregister als Interessenvertreterin der Journalisten erfasst¹⁷¹¹. Sie ist der regionale Ableger der IFJ in Europa und verfügt über keinen eigenen Pressekodex.

d) International Federation of Journalists (IFJ)

Die International Federation of Journalists (IFJ) ist die Dachorganisation der EFJ und ist nach eigenen Angaben die weltweit größte Organisation von Journalisten. Sie vertritt 600.000 Journalisten aus 187 Gewerkschaften und Verbänden in über 140 Ländern¹⁷¹². Die IFJ wurde in ihrer ursprünglichen Form 1926 in Paris gegründet, um die journalistischen Interessen innerhalb des Systems der Vereinten Nationen und der internationalen Gewerkschaftsbewegung zu vertreten. In ihrer heutigen Form existiert die IFJ seit 1952 und hat ihren Hauptsitz seitdem in Brüssel. Die IFJ verfügt über eine Grundsatzerklärung zum Verhalten von Journalisten. Sie wurde erstmals 1954 durch den Weltkongress der IFJ beschlossen und im Jahr 1986 überarbeitet. Sie ist seitdem auch als sogenannte Bordeaux-Erklärung bekannt¹⁷¹³.

¹⁷⁰⁹ <https://europeanjournalists.org/members/> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

¹⁷¹⁰ Association internationale sans but lucratif (AISBL) Registernummer: 0503.985.472.

¹⁷¹¹ Transparency Register Code: No. 27471236588-39.

¹⁷¹² <https://www.ifj.org/who/about-ifj.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

¹⁷¹³ <https://research.tuni.fi/ethicnet/country/ifj-declaration-of-principles-on-the-conduct-of-journalists/> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

Laut der Erklärung ist „die Achtung der Wahrheit und des Rechts der Öffentlichkeit auf Wahrheit die erste Pflicht des Journalisten“. Auch sie enthält wie die „Mexiko-Erklärung“ damit zumindest eine Wahrheitspflicht, die mit Marktmanipulation durch die Verbreitung falscher oder irreführender Signale im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR nicht vereinbar ist. Allerdings enthält sie keine weiteren Anforderungen an das Verhalten von Journalisten, die für die Anwendung im Rahmen des Art. 21 MAR von Bedeutung sein könnten, zumal die Presseorgane schon ihrer Funktion nach als „öffentlicher Wachhund“ zur wahrheitsgemäßen Berichterstattung verpflichtet sind¹⁷¹⁴. Die Bordeaux-Erklärung stellt daher eher geringe Anforderungen an die journalistische Arbeit und ist als journalistische Berufs- und Standesregel im Sinne des Art. 21 MAR ungeeignet, da sie keine hinreichend konkreten Regeln für die Berichterstattung mit Finanzmarktbezug enthält.

Auf ihrem 30. Weltkongress am 12. Juni 2019 verabschiedete die IFJ eine überarbeitete Fassung der Bordeaux-Erklärung und bezeichnet diese nun als „Globale Ethikcharta für Journalisten“ (GEJ). Die Charta basiert auf wichtigen internationalen Rechtstexten wie der Allgemeinen Erklärung der Menschenrechte der Vereinten Nationen vom 10. Dezember 1948. In ihren 16 Artikeln und der Präambel legt sie verschiedene Rechte und Pflichten für Journalisten fest¹⁷¹⁵.

aa) Wahrheitspflicht

Auch die GEJ enthält in Art. 1 und 3 eine Wahrheitspflicht für Journalisten. Offenbar angelehnt an die Mexiko-Erklärung ist laut Art. 1 GEJ die Achtung von Tatsachen und das Recht der Öffentlichkeit auf Wahrheit die erste Pflicht des Journalisten. Laut Art. 3 GEJ berichten Journalisten nur über Tatsachen, deren Herkunft ihnen bekannt ist. Ein Journalist dürfe außerdem keine wesentlichen Informationen unterdrücken oder Dokumente fälschen. Er habe weiter darauf zu achten, Aussagen und anderes Material, das nicht-öffentliche Personen in sozialen Medien veröffentlichen, wahrheitsgetreu wiederzugeben. Insbesondere der Bezug zu den sozialen Medien ist ein neuer Aspekt der Wahrheitspflicht, der auf internationaler Ebene erstmals in eine Ethikcharta aufgenommen wurde. Die IFJ verdeutlicht damit, dass nach ihrem Verständnis auch Veröffentlichungen in und über soziale Medien ein wesentlicher Bestandteil von journalistischer Arbeit sind. Im Übrigen entspricht die Wahrheitspflicht der bereits aus der Bordeaux-

¹⁷¹⁴ B.II.2 Schutzbereich.

¹⁷¹⁵ <https://www.ifj.org/who/rules-and-policy/global-charter-of-ethics-for-journalists> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

Erklärung und Mexiko-Erklärung bekannten und ist daher für die Auslegung gem. Art. 21 MAR von eher geringer Bedeutung.

bb) Verzerren von Tatsachen

In Art. 10 GEJ werden verschiedene Fälle schweren beruflichen Fehlverhaltens aufgezählt. Als zweites Beispiel nennt Art. 10 GEJ die Verzerrung von Tatsachen¹⁷¹⁶. Die Qualifikation als schweres berufliches Fehlverhalten knüpft dabei an die Handlung des Verzerrens an und nicht daran, dass die Tatsachen selbst verzerrt sind. Ein Verzerren von Tatsachen geht über ein bloßes Veröffentlichen von verzerrten Tatsachen hinaus. Verzerren ist das bewusste Verändern von Tatsachen in der Absicht, deren Erscheinungsbild für Dritte zu beeinflussen. Dies setzt voraus, dass der Verzerrende sich über die ursprünglichen Tatsachen und deren Wirkung nach außen im Klaren ist und die Tatsachen dann so verändert, dass sich deren Erscheinungsbild für Dritte in der beabsichtigten Art und Weise verändert. Ein Verzerren von Tatsachen beinhaltet somit auch ein manipulatives Element und die Absicht des Verzerrenden, die Außenwirkung der Tatsachen zu beeinflussen. Ein fahrlässiges Verzerren von Tatsachen ist somit nicht möglich, da das manipulativ entstellende Element des Verzerrens Vorsatz beinhaltet. Der betreffende Journalist müsste daher zunächst eine Tatsache kennen und diese dann bewusst verzerren, also bewusst so verändern, dass die Außenwirkung der Information sich nach der Vorstellung des Journalisten verändert.

Die informationsbasierte Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR setzt hingegen kein bewusstes Verzerren von Tatsachen voraus. Informationsbasierte Marktmanipulation liegt vielmehr auch dann vor, wenn durch die Verbreitung von Informationen falsche oder irreführende Signale gegeben werden und die Person wusste oder hätte wissen müssen, dass die Signale falsch oder irreführend waren. Erfasst ist somit auch das fahrlässige Geben von falschen oder irreführenden Signalen¹⁷¹⁷. Dabei stellt Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR jedoch nicht nur auf die Tatsachen ab, die veröffentlicht werden, sondern auf die Signale, die durch die Veröffentlichung gegeben werden¹⁷¹⁸. Die Wertung des Art. 10 GEJ lässt sich daher nicht ohne weiteres im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR berücksichtigen.

¹⁷¹⁶ „distortion of facts“

¹⁷¹⁷ C.II.6 Subjektiver Tatbestand.

¹⁷¹⁸ D.III.2 Senden falscher oder irreführender Signale.

Gerade im investigativen Journalismus besteht die Gefahr, dass Teile einer Veröffentlichung sich im Nachhinein als falsches oder irreführendes Signal für den Kapitalmarkt herausstellen. Ein solch falsches oder irreführendes Signal könnte selbst bei der Veröffentlichung von objektiv richtigen und unverzerrten Tatsachen gegeben werden. Die Journalisten sind, was die inhaltliche Richtigkeit der Informationen angeht, von ihren Quellen abhängig. Allerdings ist es auch eine funktionelle Aufgabe der Presse, die Informationen, die sie von ihren Quellen erhält, kritisch zu hinterfragen und für die Öffentlichkeit aufzubereiten und möglichst unverzerrt einzuordnen.

Auf diesen Umstand nimmt Art. 10 GEJ insoweit Rücksicht, als dass er das fahrlässige Veröffentlichenden von verzerrten Informationen nicht als schweres berufliches Fehlverhalten qualifiziert, sondern lediglich das vorsätzliche Verzerren von Informationen durch Journalisten. Art. 6 GEJ verpflichtet die Journalisten dazu, Fehler oder veröffentlichte Informationen, die sich als unrichtig herausstellen, vollständig und transparent zu berichtigen. Die GEJ gibt Journalisten somit die Freiheit, auch Informationen zu veröffentlichen, die sie nicht vollständig überprüfen können. Dies befreit sie aber nicht von der Pflicht, Informationen nach den Art. 1 und 3 GEJ gewissenhaft zu prüfen und falsche Veröffentlichungen gegebenenfalls gem. Art. 6 GEJ zu korrigieren.

cc) Vermeidung von Interessenkonflikten

Art. 13 S. 1 und 2 GEJ verbietet es Journalisten, die Pressefreiheit dazu zu nutzen, um anderen Interessen zu dienen und sich aufgrund der Verbreitung oder Nichtverbreitung von Informationen unlautere Vorteile oder persönliche Vorteile zu verschaffen. Insbesondere soll jede Situation vermieden werden, die zu Interessenkonflikten mit dem Beruf des Journalisten führen könnte. Nach der Vorstellung der GEJ sollen die Journalisten ihrem Beruf unabhängig ausführen. Die Unabhängigkeit bezieht sich vor allem auf die inhaltliche Darstellung ihrer Veröffentlichungen. Problematisch ist, dass die journalistische Tätigkeit selbst einen Beruf darstellt und somit auch dazu dient, den Lebensunterhalt zu bestreiten. Aus diesem Grund sind der publizistische Erfolg und die finanzielle Situation des Journalisten miteinander verknüpft. Art. 13 GEJ verbietet deshalb lediglich die Annahme von „unlauteren Vorteilen“.

Damit dürften solche Zuwendungen gemeint sein, die über eine übliche Vergütung für journalistische Tätigkeiten hinausgehen, insbesondere wenn sie von Personen stammen, die nicht selbst Presseorgane sind. Von dieser üblichen Vergütung für journalistische Tätigkeiten sind

Einnahmen aus Werbetätigkeiten streng zu trennen. Die Werbetätigkeit als solche ist nicht darauf angelegt, den Empfänger des Werbematerials möglichst objektiv über Tatsachen aufzuklären. Vielmehr liegt es gerade in der Natur der Sache, dass das beworbene Produkt einseitig positiv dargestellt wird und der Empfänger dazu animiert werden soll, dieses Produkt zu erwerben.

Art. 13 S. 1 und 2 GEJ verbieten auch die Annahme von unlauteren Vorteilen oder persönlichen Vorteilen für die Nichtverbreitung von Informationen. Damit dürften Situationen gemeint sein, in denen die Journalistinnen oder Journalisten eine kritische Veröffentlichung planen und sich für die Nichtveröffentlichung finanziell entschädigen lassen. Auch solche Entschädigungen stellen unlautere Vorteile dar und keine übliche Vergütung für journalistische Tätigkeiten. Die übliche Vergütung erhält der Journalist gerade für das Veröffentlichende von Beiträgen und nicht für das Gegenteil. Außerdem erfüllt der Journalist durch die Nichtveröffentlichung von Informationen gerade nicht seine aufklärende Funktion als Organ der Presse.

Neben der Annahme unlauterer Vorteile verbieten Art. 13 S. 1 und 2 GEJ auch die Annahme von persönlichen Vorteilen. Mit persönlichen Vorteilen dürften solche Zuwendungen gemeint sein, die nicht unmittelbar vermögensmehrend sind, wie die Verschaffung von Ämtern, der Zugang zu geheimen Informationen, die Gewährung von kostenlosem Urlaub oder andere Geschenke. All diese Zuwendungen erfüllen wirtschaftlich die gleiche Funktion wie direkte finanzielle Zuwendungen und sind dementsprechend gleich zu behandeln.

dd) Verbot von Insiderhandel und Marktmanipulation

Nach Art. 13 S. 4 GEJ hat ein Journalist jede Form von Insiderhandel und Marktmanipulationen zu unterlassen. Die GEJ enthält keine direkte Verweisung in die MAR. Allerdings werden die Begriffe des Insiderhandels und der Marktmanipulation in der GEJ selbst nicht weiter konkretisiert. In Art. 16 GEJ ist lediglich geregelt, dass innerhalb des allgemeinen Rechts jedes Landes der Journalist in Angelegenheiten der beruflichen Ehre die Zuständigkeit unabhängiger öffentlicher Selbstregulierungsorgane unter Ausschluss jeglicher Art von Eingriffen durch die Regierung anerkennt. Neben der ausschließlichen Zuständigkeit der Selbstregulierungsorgane in Sachen der beruflichen Ehre verweist Art. 16 GEJ auf das allgemeine Recht eines jeden Landes.

Bei Mitgliedstaaten der Europäischen Union kann unter den Verweis auf das allgemeine Recht eines jeden Landes auch die MAR subsumiert werden, da diese gemäß Art. 288 S. 1 AEUV

innerhalb der Europäischen Union allgemeine Geltung hat und in allen Teilen unmittelbar in jedem Mitgliedstaat gilt. Für die Berücksichtigung bei der Auslegung der Tatbestände nach Art. 21 MAR kann dieser Verweis jedoch kaum fruchtbar gemacht werden. Das Verbot von Marktmanipulation und Insiderhandel ist in Art. 14 lit. a), 15 MAR ebenfalls geregelt. Dem bloßen Verweis auf diese Verbote kann lediglich entnommen werden, dass der Konflikt zwischen der Presse- und Meinungsfreiheit und dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes auch in journalistischen Kreisen bekannt ist und dass man sich auch unter Journalisten über die möglichen Konsequenzen einer Berichterstattung über für den Kapitalmarkt relevante Themen im Klaren ist. Allein der Verweis auf das Verbot von Marktmanipulation und Insiderhandel trägt jedoch zu einer Auflösung des Konflikts nichts bei.

3. Die nationalen Pressekodizes

Neben den internationalen Grundsätzen sind auch die insgesamt 29 Pressekodizes¹⁷¹⁹ der EU-Mitgliedsstaaten¹⁷²⁰ zu berücksichtigen. Diese unterscheiden sich sowohl nach ihrem Inhalt als auch nach ihrem Umfang teilweise stark voneinander. Manche Kodizes, wie der deutsche¹⁷²¹, belgische (Flandern)¹⁷²², italienische¹⁷²³ oder österreichische¹⁷²⁴ verfügen neben einem Pressekodex für Journalisten im Allgemeinen auch über eigene Leitfäden für die Berichterstattung über für den Kapitalmarkt relevante Themen.

Der Großteil der Pressekodizes der Mitgliedsstaaten geht jedoch nicht explizit auf Verhaltensweisen für die Berichterstattung mit Kapitalmarktbezug ein¹⁷²⁵. Dabei lässt sich zwischen dem Umfang des jeweiligen Pressekodexes und der Größe eines Mitgliedsstaates weder im Hinblick auf die Bevölkerung noch gemessen an seiner Wirtschaftsleistung ein Zusammenhang erkennen. Frankreich hat beispielsweise einen verhältnismäßig unergiebigsten Pressekodex, der lediglich Bezug auf die Wahrheitspflicht und die Vermeidung von Interessenkonflikten nimmt¹⁷²⁶, während ein Mitgliedsstaat wie Belgien neben der Offenlegungspflicht bei Interessenkonflikten

¹⁷¹⁹ J Verzeichnis der nationalen Pressekodizes der EU-Mitgliedsstaaten.

¹⁷²⁰ a.A. wohl Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 65, wonach es in Italien keine mit dem deutschen Presserat vergleichbare Organisation gäbe, ohne sich mit der Federazione Nazionale Stampa Italiana (FNSI) auseinanderzusetzen;

¹⁷²¹ F.VI.3.e)cc) Deutschland.

¹⁷²² F.VI.3.e)bb) Belgien (Flandern).

¹⁷²³ F.VI.3.e)cc) Italien.

¹⁷²⁴ F.VI.3.e)dd) Österreich.

¹⁷²⁵ So etwa die Kodizes Frankreichs (Syndicat National des Journalistes) oder Maltas (Istitut tal-Ġurnalisti Maltin).

¹⁷²⁶ Berufsethik-Charter für Journalisten des Syndicat National des Journalistes, SNJ 1918/38/2011, in der Fassung vom 09. März 2011.

auch differenzierte Regelungen zur Berichterstattung über Themen mit Kapitalmarktrelevanz in seinem Pressekodex getroffen hat ¹⁷²⁷.

a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht

Alle 29 Pressekodizes der EU-Mitgliedsstaaten enthalten eine Verpflichtung für Journalisten, lediglich wahre Tatsachen zu veröffentlichen und die Informationen vor der Veröffentlichung auf ihren Wahrheitsgehalt zu überprüfen und eine entsprechende Recherche anzustellen, wobei alle beteiligten Parteien möglichst zu berücksichtigen sind ¹⁷²⁸. Dabei orientieren sich die jeweiligen Kodizes an den Formulierungen aus den internationalen Vereinbarungen, wie der Mexiko-Erklärung ¹⁷²⁹ oder den Art. 1 und 3 der GEJ ¹⁷³⁰. Was die Wahrheits- und Sorgfaltspflicht für Journalisten angeht, kann insofern von einer weitgehenden Harmonisierung innerhalb der EU gesprochen werden, da sowohl die nationalen als auch die internationalen Kodizes eine solche Verpflichtung enthalten. Dies zeigt, dass sich die journalistischen Berufsvereinigungen in sämtlichen Mitgliedsstaaten ihrer Aufgabe und Funktion als „vierte Gewalt“ oder „Wachhund“ im Auftrag der Allgemeinheit bewusst sind. Dieses Bewusstsein ist die Basis dafür, dass die Berichterstattung über kapitalmarktrelevante Themen einen Beitrag zur Integrität des Kapitalmarktes leisten kann.

¹⁷²⁷ Clauses: 1, 8, 13 sowie No. 5 des Addendums, des Pressekodexes der Institutions Cyprus Media Complaints Commission – CMCC, in der Fassung vom 6. Mai 2018.

¹⁷²⁸ **Belgien:** Raad voor de Journalistiek (RVDJ) mit Kodex vom 06. März 2023, I. 1, 2, 4 sowie Conseil de déontologie journalistique / Rat für Berufsethos der Journalisten (Wallonie) mit Kodex vom 16. September 2017 Art. 1, 4, 5; **Bulgarien:** Union of Bulgarian Journalists mit Kodex vom 25. Oktober 2007 I.1.1; **Dänemark:** (Danish Union of Journalists (Dansk Journalistforbund) mit Kodex vom 06. Mai 2013 A.1., A.2; **Deutschland:** Deutscher Presserat mit Kodex vom 11. September 2019 Ziffer 1, 2; **Estland:** Avaliku Sõna Nõukogu mit Kodex vom 24. August 2018 I.2; **Finnland:** Union of Journalists in Finland (Julkisen sanan neuvosto) mit Kodex vom 24. April 2024 Art. 8, 10; **Frankreich:** Syndicat National des Journalistes - SNJ mit Kodex vom 9. März 2011; **Griechenland:** Πανελλήνια Ομοσπονδία Ενώσεων Συντακτών (ΠΟΕΣΥ) mit Kodex aus Juli 1998 Art. 1 A; **Irland:** Press Council of Ireland mit Kodex vom 1. März 2019, Art. 1.1; **Italien:** Federazione nazionale della stampa Italiana mit Kodex vom 01.01.2021, Art. 2; **Katalonien:** Col·legi de Periodistes de Catalunya mit Kodex vom 9. November 2016 Art. 1; **Kroatien:** Hrvatskog novinarskog društva mit Kodex vom 27. November 2009 Art. 5; **Lettland:** Latvijas Žurnālistu asociācija mit Kodex vom 28. April 1992 II.; **Litauen:** Lietuvos žurnalistų sąjunga mit Kodex vom 15. April 2005 Art. 6, 7; **Luxemburg:** Association luxembourgeoise des journalistes professionnels mit Kodex vom 13. Mai 2004 Kunst. 4; **Malta:** Istitut tal-Gurnalisti Maltin Kodex vom 24. Oktober 2018 Art. 4 c.; **Niederlande:** Nederlandse vereniging van journalisten mit Kodex aus 2008 I.; **Österreich:** Österreichische Presserat mit Kodex vom 7. März 2019 2.1; **Polen:** Stowarzyszenie Dziennikarzy Polskich mit Kodex vom 27. März 2019 I. 2, 3; **Portugal:** Sindicato dos Jornalistas mit Kodex vom 28. Oktober 2017 Art. 1; **Rumänien:** Sindicatul Roman al Jurnalistilor MediaSind mit Kodex vom 24. Oktober 2009 I.2, 2.1, 5.1; **Schweden:** Svenska Journalistförbundet mit Kodex vom 4. Mai 2020 Art.1, 5; **Slowakei:** Tlačovo-digítálna rada Slovenskej republiky mit Kodex vom 5. November 2012 II. 2, III. 3; **Slowenien:** Društvo novinarjev Slovenije mit Kodex aus 1993 I.; **Spanien:** Comisión de arbitraje, quejas y deontología del periodismo mit Kodex vom 22. April 2017 Art. 2; **Tschechien:** Syndikát novináru České republiky mit Kodex vom 25. November 1999 Art. 1; **Ungarn:** Magyar Újságírók Országos Szövetsége mit Kodex vom 24. September 2011 2.2; 3.1.1; **Zypern:** Institutions Cyprus Media Complaints Commission mit Kodex aus September 2022 Art. 1.

¹⁷²⁹ F.VI.2.b) „Mexiko-Erklärung“ von 1980.

¹⁷³⁰ F.VI.2.d)aa) Wahrheitspflicht.

Die Verpflichtung, keine Tatsachen „ins Blaue hinein“ zu behaupten, sondern diese auf ihren Wahrheitsgehalt hin zu untersuchen und möglichst durch mehrere Quellen zu verifizieren, führt zu der Frage, ob als ein Teil dieser Recherchepflicht stets auch der Emittent des Finanzinstruments zu kontaktieren ist, auf den sich eine bestimmte Information bezieht. Diese Frage stellt sich insbesondere bei den sehr praxisrelevanten Gerüchten,¹⁷³¹ deren vermeintlicher Tatsachenkern am ehesten durch die Personen oder Institutionen ermittelt werden kann, auf die sich das jeweilige Gerücht bezieht.

Unter dem lateinischen Grundsatz „Audiatur et altera pars“ – Man höre auch die andere Seite wird in Teilen der Literatur daher eine Art Anhörungspflicht für die journalistische Verdachtsberichtserstattung sowie für Finanzanalysen diskutiert¹⁷³². Dieses „Recht auf Gehör“ ist seit mehreren tausend Jahren in verschiedenen Rechtsordnungen etabliert¹⁷³³ und hat in Art. 6 EMRK und 47 Abs. 2 GRCh auch Einzug in das europäische Recht gefunden. Die Einholung einer Stellungnahme eines Emittenten im Vorfeld der Berichterstattung trägt zudem dazu bei, eine inhaltlich unzutreffende Berichterstattung zu verhindern und gibt dem Emittenten gleichzeitig die Möglichkeit, sich auf die bevorstehende Veröffentlichung des Gerüchts vorzubereiten¹⁷³⁴. Zudem gilt insbesondere bei Sachverhalten, welche sich größtenteils innerhalb eines Emittenten abspielen, dass dieser selbst die zuverlässigste Quelle für die Verifizierung eines Gerüchts darstellt. Ein Journalist, dem es ernsthaft darum geht seiner Wahrheits- und Sorgfaltspflicht nachzukommen, wird daher jedenfalls bei der Berichterstattung über interne Vorgänge nicht darum herumkommen, die Emittenten selbst zu Wort kommen zu lassen¹⁷³⁵.

b) Allgemeine Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten

Die nationalen Pressekodizes enthalten allesamt eine Vorschrift, die den Journalisten und insbesondere den Redaktionen aufgibt, Interessenkonflikte grundsätzlich zu vermeiden¹⁷³⁶. Diese

¹⁷³¹ C.I.1.e) Gerüchte; C.I.5.e)bb) Gerüchte.

¹⁷³² Insbesondere Möllers/Cyglakow, JZ 23/2018, 1131.

¹⁷³³ Nach Möllers/Cyglakow, JZ 23/2018, 1131 lässt es sich bereits im griechischen und ägyptischen Recht, sowie in der Bibel nachweisen.

¹⁷³⁴ Möllers/Cyglakow, JZ 23/2018, 1131 (1132).

¹⁷³⁵ Im Ergebnis ebenso: Mühlbert/Sajnovits, BKR 2019, 313 (316), welche den Wegfall des Journalistenprivilegs in Betracht ziehen, wenn die Anhörung des betroffenen Emittenten unterbleibt und sich die Information nachträglich als unwahr herausstellt; In Bezug auf Leerverkäufer: Schmolke, ZGR 2020, 291 (302).

¹⁷³⁶ **Belgien:** Raad voor de Journalistiek (RVDJ) mit Kodex vom 06. März 2023 II. 8, 10, 12; sowie Conseil de déontologie journalistique / Rat für Berufsethos der Journalisten (Wallonie) mit Kodex vom 16. September 2017

Regelungen stellen eine Konkretisierung der Integrität der Journalisten dar, wie sie schon in Art. 13 S. 1 und 2 GEJ verlangt wurde¹⁷³⁷. Allerdings unterscheiden sich die nationalen Pressekodizes auch hier in ihrem Verständnis der Reichweite und des Umfangs der Neutralität. Gemeinsam haben die Kodizes, dass sie das Gebot der Unabhängigkeit von Journalisten betonen. Demnach verstoßen Handlungen, die die Neutralität der Journalisten gefährden, gegen die jeweiligen Kodizes. Dies betrifft nicht nur die eigentliche Tätigkeit der Journalisten. Vielmehr erstreckt sich das Neutralitätsgebot auch auf Redaktionen und Verleger und bezieht somit auch wirtschaftliche Abhängigkeiten ein. Bis auf einige Ausnahmen sehen die Pressekodizes daher auch vor, dass redaktionelle und kommerziell-werbende Inhalte voneinander zu trennen sind und für den Leser unterscheidbar sein müssen.

Die Kodizes stellen somit deutlich engere Anforderungen an Journalisten als Art. 11 Abs. 2 GRCh¹⁷³⁸. Der grundrechtliche Schutz der Pressefreiheit unterscheidet nicht danach, welche Intention durch die Veröffentlichung der Information verfolgt wird oder welche Interessen hinter einer solchen Veröffentlichung stehen¹⁷³⁹. Demnach sind von Emittenten selbst veröffentlichte Anzeigen oder Sonderausgaben, die eine Mischung aus Werbematerial und Berichterstattung darstellen¹⁷⁴⁰ zwar vom Grundrecht aus Art. 11 Abs. 2 GRCh erfasst, verstoßen jedoch

Art. 12, 13; **Bulgarien:** Union of Bulgarian Journalists mit Kodex vom 25. Oktober 2007 3.4, 3.5, 3.6; **Dänemark:** (Danish Union of Journalists (Dansk Journalistforbund) mit Kodex vom 06. Mai 2013 A.2, B.4; **Deutschland:** Deutscher Presserrat mit Kodex vom 18. September 2024 Ziffer 6, 7; **Estland:** Avaliku Sõna Nõukogu mit Kodex vom 24. August 2018 2.1, 6.1, 6.3; **Finnland:** Union of Journalists in Finland (Julkisen sanan neuvosto) mit Kodex vom 24. April 2024, 4, 5, 16; **Frankreich:** Syndicat National des Journalistes - SNJ mit Kodex vom 9. März 2011; **Griechenland:** Πανελλήνια Ομοσπονδία Ενώσεων Συντακτών (ΠΟΕΣΥ) mit Kodex aus Juli 1998 Art. 5; **Irland:** Press Council of Ireland mit Kodex vom 1. März 2019, 2.3; **Italien:** Federazione nazionale della stampa Italiana mit Kodex vom 01.01.2021, Art. 2 e), 10 a); **Katalonien:** Col·legi de Periodistes de Catalunya mit Kodex vom 9. November 2016 Art. 7; **Kroatien:** Hrvatskog novinarskog društva mit Kodex vom 27. November 2009 Art. 21, 23, 31, 26; **Lettland:** Latvijas Žurnālistu asociācija mit Kodex vom 28. April 1992 V., **Litauen:** Lietuvos žurnalistų sąjunga mit Kodex vom 15. April 2005 Art. 27; **Luxemburg:** Association luxembourgeoise des journalistes professionnels mit Kodex vom 13. Mai 2004 Kunst. 6 b, 11 a, 11b; **Malta:** Istitutt tal-Gurnalisti Maltin mit Kodex vom 24. Oktober 2018 Art. 4 h; **Niederlande:** Nederlandse vereniging van journalisten mit Kodex aus 2008 10, 11; **Österreich:** Österreichische Presserrat mit Kodex vom 7. März 2019 4.3, 4.4; **Polen:** Stowarzyszenie Dziennikarzy Polskich mit Kodex vom 27. März 2019 I. 2. V. 17, 20; **Portugal:** Sindicato dos Jornalistas mit Kodex vom 28. Oktober 2017 Art.11; **Rumänien:** Sindicatul Roman al Jurnalistilor MediaSind mit Kodex vom 24. Oktober 2009 3.1, 3.4, 4.1, 4.2; **Schweden:** Svenska Journalistförbundet mit Kodex vom 4. Mai 2020 Art.1, 5; **Slowakei:** Tlačovo-digitálna rada Slovenskej republiky mit Kodex vom 5. November 2012 III. 11, 9; **Slowenien:** Društvo novinarjev Slovenije mit Kodex aus 1993 6.3; **Spanien:** Comisión de arbitraje, quejas y deontología del periodismo mit Kodex vom 22. April 2017 Art. 6, 7; **Tschechien:** Syndikát novinářů České republiky mit Kodex vom 25. November 1999 Art. 2 b, 2 c; **Ungarn:** Magyar Újságírók Országos Szövetsége mit Kodex vom 24. September 2011 7.1, 7.7, 2.3; **Zypern:** Institutions Cyprus Media Complaints Commission mit Kodex aus September 2022, Art. 18.

¹⁷³⁷ Dazu: F.VI.2.b)bb) Die berufliche Integrität des Journalisten.

¹⁷³⁸ Dazu: B.II.2.a) Persönlicher Schutzbereich

¹⁷³⁹ Dazu: B.II.2.b) Sachlicher Schutzbereich.

¹⁷⁴⁰ Beispielsweise „Aufbruch“ der Google Ireland Limited House, in welchem Google das Unternehmen und seine aktuellen Projekte schildert.

gegen die Neutralitätsgebote der Pressekodizes. Das Gleiche gilt für Online-Artikel, die Emittenten auf ihren eigenen Websites veröffentlichen oder durch Dritte, beispielsweise über Social-Media-Plattformen, veröffentlichen lassen. Nach den Pressekodizes verstoßen solche abhängigen, interessengelenkten Veröffentlichungen allein aufgrund der Tatsache, dass sie durch oder auf Anlass des Emittenten selbst veröffentlicht wurden, gegen das Neutralitätsgebot und damit gegen den jeweiligen nationalen Pressekodex. Die Anforderungen, die die nationalen Pressekodizes an ihre Mitglieder stellen, sind somit deutlich strenger als der Anwendungsbereich der Pressefreiheit aus Art. 11 Abs. 2 GRCh.

aa) Frankreich

Die Französische Charta für Journalisten des SNJ (Charte d'éthique professionnelle des journalistes) vom 09. März 2011 unterscheidet sich schon ihrer äußeren Form nach von den anderen nationalen Kodizes, da sie als Fließtext aufgebaut und inhaltlich eher vage formuliert ist. Ferner stellt sie geringere Anforderungen an die Abgrenzung von werbenden und journalistischen Inhalten als die anderen Kodizes. Nach der Charta dürfe ein Journalist, der diesen Namen verdiene, kein Geld von einer öffentlichen Einrichtung oder Institution oder einem privaten Verein annehmen, welcher seine journalistische Qualität, seinen Einfluss oder seine Verbindungen wahrscheinlich ausnutze. Außerdem dürfe ein Journalist die Pressefreiheit nicht zu eigennützigen Zwecken gebrauchen.

Es fehlt demnach das ausdrückliche Gebot, redaktionelle und kommerzielle Inhalte klar voneinander zu trennen und die Trennung für den Leser erkennbar zu machen. Auch das Verbot der Annahme von Vergütungen von öffentlichen Einrichtungen oder Institutionen und privaten Vereinen ist lediglich auf Fälle beschränkt, in denen ein „Ausnutzen“ des Journalisten zu vermuten sei. Wann ein solches Ausnutzen vorliegen soll, bleibt jedoch unklar. Durch das Abstellen auf ein „Ausnutzen“ des Journalisten wird das Problem deutlich, dass die Tätigkeit als Journalist einen Beruf darstellt und somit auch zu der Schaffung und Erhaltung einer finanziellen Existenz beitragen muss. Demnach dürfte es nach dem französischen Kodex zulässig sein, wenn Journalisten entgeltlich Artikel mit werbenden Inhalten veröffentlichen und diese nicht von sonstigen nicht-werbenden Artikeln abgrenzen. Die Grenze für derartige Geschäftsmodelle wäre erst bei einem „Ausnutzen“ des Journalisten erreicht. Andere Kodizes, wie beispielsweise

der polnische¹⁷⁴¹, haben hingegen ein viel engeres Verständnis von der Neutralitätspflicht eines Journalisten.

bb) Malta

Der Pressekodex des Istitut tal-Gurnalisti Maltin vom 24. Oktober 2018 enthält ebenfalls keine Regelung, welche die klare Trennung von werbenden und journalistischen Inhalten vorsieht. Allerdings enthält der Kodex einige besondere Regelungen im Hinblick auf die wirtschaftlichen Aktivitäten der Journalisten, Verleger und Redaktionen. Nach Art. 4 lit. h) des Kodexes stellt es ein unethisches Verhalten dar, wenn redaktionelle Vorteile als Gegenleistung für die Platzierung von Werbeanzeigen vereinbart werden. Diese Regelung hat also einen eher wettbewerbsrechtlichen Fokus und soll ihrem Sinn und Zweck nach verhindern, dass einzelne Verleger oder Redaktionen Werbeanzeigen durch die Gewährung von redaktionellen Vorteilen akquirieren. Die Regelung sagt jedoch nichts über die Darstellung der akquirierten Werbeanzeigen aus. Ferner wird auch nicht klar, was unter redaktionellen Vorteilen zu verstehen ist. Weiter ist in Art. 4 lit. n) des Kodexes geregelt, dass klar zwischen Fakten auf der einen Seite und Meinungen und Vermutungen auf der anderen Seite zu trennen ist. Von der Trennung von werbenden und journalistischen Regelungen ist hingegen nicht die Rede.

cc) Polen

Der polnische Pressekodex der Stowarzyszenie Dziennikarzy Polskich vom 27. März 2019 geht hingegen besonders differenziert auf mögliche Interessenkonflikte von Journalisten ein. Nach V. 17 des Kodexes dürfen Journalisten keine Dienstleistungen oder Geschenke auch nicht zu „Testzwecken“ annehmen, die einen Wert von 200 PLN¹⁷⁴² übersteigen. Die Annahme solcher Zuwendungen wird als unvereinbar mit der journalistischen Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit gesehen. Ferner wird in V. 18 des Kodexes den Journalisten untersagt, sich an Werbung und Öffentlichkeitsarbeit zu beteiligen. Die einzige Ausnahme seien soziale und wohltätige Kampagnen. Ferner wird auch die Trennung von redaktionellen und werbenden Inhalten verlangt. In V. 19 wird außerdem Schleichwerbung als höchst verwerflich qualifiziert. Der polnische Pressekodex ist somit im Vergleich zu den sonstigen Kodizes der anderen Mitgliedsstaaten besonders streng. Dabei legt er ein besonderes Augenmerk auf die finanzielle Unabhängigkeit der Journalisten, indem er als einziger Kodex eine konkrete Höhe für unzulässige finanzielle

¹⁷⁴¹ F. VI.3.b)cc) Polen.

¹⁷⁴² Ca. 46,50 € Stand: 10.10.2024.

Zuwendungen definiert. Besonders scharf ist auch das Verbot der Beteiligung an Werbekampagnen und Öffentlichkeitsarbeit in V. 18. Durch dieses absolute Tätigkeitsverbot fasst der polnische Presskodex den sachlichen Anwendungsbereich von Pressearbeit deutlich enger als Art. 11 Abs. 2 GRCh, welcher alle Presseerzeugnisse unabhängig von ihrem Inhalt erfasst.

dd) Journalistischer Berufsgrundsatz

Aus der Gesamtschau der nationalen Presskodizes, insbesondere der tendenziell strengeren oder liberaleren Regelungen in einzelnen Mitgliedsstaaten, lässt sich entnehmen, dass Journalisten in erster Linie zur Neutralität verpflichtet sind und ihre persönlichen finanziellen Interessen oder die ihres Verlages oder Mediums unterordnen müssen. Zu bedenken ist, dass die Journalisten in ihrer jeweiligen Funktion Repräsentanten nicht nur ihres Berufsstandes, sondern auch der Presse als Institution darstellen. Die Funktion der Presse als „öffentlicher Wachhund“ oder „vierte Gewalt“ basiert gerade auf ihrer Neutralität sowohl gegenüber privaten Interessen als auch staatlichen Organisationen.

Anknüpfend an Art. 13 der GEJ¹⁷⁴³ stellt die Vermeidung von Interessenkonflikten einen einheitlichen journalistischen Berufsgrundsatz dar. Dieser ist im Zweifel weit auszulegen. Demnach sollten Journalisten nicht nur das Entstehen von Interessenkonflikten vermeiden, sondern bereits verhindern, dass der Anschein eines Interessenkonfliktes entsteht. Bereits dieser Anschein ist geeignet, die Neutralität des einzelnen Journalisten in der öffentlichen Wahrnehmung in Frage zu stellen, was sich auf den gesamten Berufsstand und auch die Presse als Institution übertragen kann. Dies gilt es jedoch unbedingt zu verhindern, da es für die Presse als „öffentlicher Wachhund“ von zentraler Bedeutung ist, nicht nur tatsächlich unabhängig zu sein, sondern von der Öffentlichkeit auch als unabhängig wahrgenommen zu werden. Dieses Verständnis der nationalen Presskodizes und der GEJ deckt sich mit der Wertung des Art. 21 lit. a) MAR, welcher diejenigen vom Anwendungsbereich des Journalistenprivilegs ausschließt, denen durch die Offenlegung oder Verbreitung der Informationen ein unmittelbarer oder mittelbarer Vorteil oder Gewinn für sich oder eng mit ihnen verbundenen Personen erwächst¹⁷⁴⁴.

¹⁷⁴³ F. VI.2.d)cc) Vermeidung von Interessenkonflikten.

¹⁷⁴⁴ F. VII.1 Absicht der Vorteilerlangung Art. 21 lit. a) MAR.

c) Embargos

Einige Pressekodizes¹⁷⁴⁵ sowie die GEJ¹⁷⁴⁶ enthalten zudem Regelungen zu einem sogenannten (Information-)Embargo. Ein Embargo ist eine Vereinbarung zwischen einer journalistischen Informationsquelle und einem Journalisten, in welcher sich der Journalist, im Austausch gegen die Informationen, der Quelle gegenüber dazu verpflichtet, die erhaltenen Informationen erst zu oder ab einem bestimmten Zeitpunkt zu veröffentlichen¹⁷⁴⁷.

Für die Finanzmarktberichterstattung relevante Beispiele solcher Embargos werden in den Leitfäden zur Finanzmarktberichterstattung von Wallonien genannt. Dies seien etwa Pressemitteilungen, die während der Handelszeit an die Medien gesendet werden und für deren Veröffentlichung die Medien vom Emittenten gebeten werden, bis zur Aufhebung der Sperre zu warten, im Allgemeinen nach Handelsschluss¹⁷⁴⁸. Zudem ist es denkbar, dass Journalisten individuelle Vereinbarungen mit Emittenten oder sonstigen Informationsquellen treffen, wonach sie den Zugang zu bestimmten Informationen nur erhalten, wenn sie dem Emittenten, beispielsweise nach einer entsprechenden Presseanfrage, Zeit gegeben haben, sich auf die Veröffentlichung vorzubereiten oder diese selbst aktiv voranzutreiben.

In dem Presseleitfaden des belgischen Journalistenverbandes für die Region Wallonien¹⁷⁴⁹ wird das Wesen und die Zulässigkeit eines Embargos relativ umfangreich erläutert. Demnach könne ein Embargo Journalisten die Möglichkeit geben, die Behandlung eines Themas vorzubereiten, etwa für eine bevorstehende Rede oder einen noch nicht veröffentlichten Bericht. Zudem könne eine widersprüchliche Berichterstattung verhindert werden und das Leben, die Sicherheit und

¹⁷⁴⁵ **Belgien:** Raad voor de Journalistiek (RVDJ) mit Kodex vom 06. März 2023 II. Art. 21; sowie Association générale des journalistes professionnels de Belgique / Rat für Berufsethos der Journalisten (Wallonie) mit Kodex vom 16. September 2017 Art. 23; **Deutschland:** Deutscher Presserat mit Kodex vom 18. September 2024 Ziffer 1.1; **Katalonien:** Col·legi de Periodistes de Catalunya mit Kodex vom 9. November 2016 Art. 5; **Kroatien:** Hrvatskog novinarskog društva/Croatia journalist's association mit Kodex vom 27. November 2009 Art. 10; **Niederlande:** Nederlandse vereniging van journalisten mit gesonderten Ausführungen abrufbar unter <https://www.nvj.nl/themas/journalistieke-praktijk/journalistiek-embargo/journalistiek-embargo> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); **Polen:** Stowarzyszenie Dziennikarzy Polskich mit Kodex vom 27. März 2019 V 19; **Ungarn:** Magyar Újságírók Országos Szövetsége mit Kodex vom 24. September 2011 4.5.

¹⁷⁴⁶ International Federation of Journalists (IFJ), Global charter of ethics for journalists vom 12. Juni 2019, Art. 14.

¹⁷⁴⁷ Definition in: Raad voor de Journalistiek (RVDJ) mit Kodex vom 06. März 2023 II. Art. 21; Association générale des journalistes professionnels de Belgique (Wallonie) mit Guide de bonnes pratiques S. 27.

¹⁷⁴⁸ Association générale des journalistes professionnels de Belgique (Wallonie) mit Leitfaden vom 12. Juni 2006 (Relative aux opérations d'initiés, à la manipulation des marchés, aux recommandations d'investissement et aux conflits d'intérêts) 1.2.2; so auch die aktualisierte gemeinsame Fassung veröffentlicht durch den VVJ: Richtlinie zur Finanzberichterstattung vom 15. März 2021, 1.2.2 Embargo.

¹⁷⁴⁹ Conseil de déontologie journalistique (cdj), Les journalistes et leurs sources Guide de bonnes pratiques.

der Respekt vor Menschen im Rahmen der Unfallberichterstattung geschützt werden¹⁷⁵⁰. Bedingung für ein solches Embargo sei jedoch, dass das Embargo die Unabhängigkeit des Journalisten nicht gefährde und nicht nur kommerzielle oder persönliche Interessen verfolge. Ferner müsse es alle Medien gleichermaßen betreffen. Journalisten seien durch ein Embargo ferner nicht daran gehindert, sich aus anderen Quellen Informationen zu dem gleichen Sachverhalt zu beschaffen¹⁷⁵¹.

Allerdings unterscheiden sich die Regelungen zur Zulässigkeit und Verbindlichkeit von Embargos zum Teil erheblich. Die überwiegende Anzahl der nationalen Kodizes sowie die IFJ halten Embargos für grundsätzlich zulässig und messen diesen Vereinbarungen auch eine Bindungswirkung für die jeweiligen Journalisten bei. Allerdings wird dies mit der Einschränkung versehen, dass ein Embargo die Unabhängigkeit des Journalisten nicht gefährden darf¹⁷⁵². Wenn ein Journalist sich jedoch auf ein Embargo eingelassen hat, entfaltet es für ihn auch eine Bindungswirkung und ein Verstoß gegen die Embargovereinbarung würde auch einen Verstoß gegen die jeweiligen Pressekodizes darstellen¹⁷⁵³. So stellt der ungarische Pressekodex schlicht fest: „Ein Verstoß gegen das Embargo ist ein ethischer Verstoß“¹⁷⁵⁴. Deutlich weicher ist hingegen der katalanische Pressekodex, welcher lediglich von einem „angemessenen Umgang mit den unter Embargo erhaltenen Informationen“ spricht, ohne dies näher zu konkretisieren¹⁷⁵⁵.

Der deutsche Pressekodex enthält keine ausdrückliche Regelung zu einem Embargo. Allerdings nimmt er auf sogenannte Exklusivverträge Bezug. In Richtlinie 1.1. heißt es unter der Über-

¹⁷⁵⁰ *CdJ*, Les journalistes es leurs sources Guide de bonnes pratiques, 8. L'embargo.

¹⁷⁵¹ *CdJ*, Les journalistes es leurs sources Guide de bonnes pratiques, 8. L'embargo.

¹⁷⁵² **Belgien:** Raad voor de Journalistiek (RVDJ) mit Kodex vom 06. März 2023 II. Art. 21; sowie Association générale des journalistes professionnels de Belgique (Wallonie) mit Kodex vom 16. September 2017 Art. 23; **Kroatien:** Croatia journalist's association mit Kodex vom 27. November 2009 Art. 10; **Niederlande:** Nederlandse vereniging van journalisten mit gesonderten Ausführungen abrufbar unter <https://www.nvj.nl/themas/journalistieke-praktijk/journalistiek-embargo/journalistiek-embargo> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); **Ungarn:** Magyar Újságírók Országos Szövetsége mit Kodex vom 24. September 2011 4.5; International Federation of Journalists (IFJ), Global charter of ethics for journalists vom 12. Juni 2019, Art. 14.

¹⁷⁵³ **Belgien:** Raad voor de Journalistiek (RVDJ) mit Kodex vom 06. März 2023 II. Art. 21; sowie Association générale des journalistes professionnels de Belgique (Wallonie) mit Kodex vom 16. September 2017 Art. 23; **Deutschland:** Deutscher Presserat mit Kodex vom 18. September 2024 Ziffer 1.1; **Katalonien:** Col·legi de Periodistes de Catalunya mit Kodex vom 9. November 2016 Art. 5; **Kroatien:** Croatia journalist's association mit Kodex vom 27. November 2009 Art. 10; **Niederlande:** Nederlandse vereniging van journalisten mit gesonderten Ausführungen abrufbar unter <https://www.nvj.nl/themas/journalistieke-praktijk/journalistiek-embargo/journalistiek-embargo> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024); **Polen:** Stowarzyszenie Dziennikarzy Polskich mit Kodex vom 27. März 2019 V 19; **Ungarn:** Magyar Újságírók Országos Szövetsége mit Kodex vom 24. September 2011 4.5.

¹⁷⁵⁴ **Ungarn:** Magyar Újságírók Országos Szövetsége mit Kodex vom 24. September 2011 4.5.

¹⁷⁵⁵ **Katalonien:** Col·legi de Periodistes de Catalunya mit Kodex vom 9. November 2016 Art. 5.

schrift „Exklusivverträge“: „Die Unterrichtung der Öffentlichkeit über Vorgänge oder Ereignisse, die für die Meinungs- und Willensbildung wesentlich sind, darf nicht durch Exklusivverträge mit den Informanten oder durch deren Abschirmung eingeschränkt oder verhindert werden. Wer ein Informationsmonopol anstrebt, schließt die übrige Presse von der Beschaffung von Nachrichten dieser Bedeutung aus und behindert damit die Informationsfreiheit.“

Allerdings stellen die in den anderen Kodizes erwähnten Embargos keinen solchen Exklusivvertrag dar. Der Exklusivvertrag nach dem deutschen Kodex zielt auf das Entstehen eines Informationsmonopols ab, wodurch bestimmte Medien einen exklusiven Zugang zu Informationen erhalten und der Zugang anderer Medien zu diesen Informationen eingeschränkt oder verhindert wird. Bei einem Embargo handelt es sich hingegen um eine bilaterale Vereinbarung, welche lediglich dem Erhalt der Information dient und den Zeitpunkt der Veröffentlichung durch den Empfänger regeln soll. Ein Embargo hindert die Informationsquelle jedoch nicht daran, die Information an weitere Personen weiterzugeben, noch hindert sie den Journalisten daran, sich von anderen Quellen Informationen zu dem gleichen Sachverhalt zu beschaffen¹⁷⁵⁶. Demnach verliert eine Embargovereinbarung ihre Bindungswirkung, wenn die Information, die Gegenstand des Embargos war, durch die Berichterstattung anderer Medien oder auf sonstige Weise öffentlich bekannt wird¹⁷⁵⁷.

Daher widerspricht die Ablehnung von Exklusivverträgen nicht der grundsätzlichen Zulässigkeit und Verbindlichkeit von Embargovereinbarungen. In diesem Kontext wird man auch den polnischen Pressekodex zu verstehen haben, in welchem lediglich festgestellt wird: „Schleichwerbung und das Zurückhalten von Informationen sind höchst verwerflich“¹⁷⁵⁸. Ein Verbot von Embargos durch die Pressekodizes würde die Beschaffung von (sensiblen) Informationen insbesondere für investigativ arbeitende Journalisten erheblich erschweren. Für das Verhältnis zwischen dem Journalisten und seiner Quelle ist ein gegenseitiges Vertrauen unverzichtbar. Für die Quelle kann es dabei von entscheidender Bedeutung sein, den Zeitpunkt des öffentlichen Bekanntwerdens zu kennen oder diesen zumindest eingrenzen zu können, insbesondere wenn es sich bei der Quelle um einen Emittenten handelt. Die Quelle kann diese Zeit nutzen, um gegebenenfalls weitere Informationen über den Sachverhalt in Erfahrung zu bringen und sich

¹⁷⁵⁶ Ausdrücklich: *Cdj*, Les journalistes es leurs sources Guide de bonnes pratiques, 8. L’embargo.

¹⁷⁵⁷ Ausdrücklich etwa: **Belgien**: Raad voor de Journalistiek (RVDJ) mit Kodex vom 06. März 2023 II. Leitfäden zu Art. 21; *Cdj*, Les journalistes es leurs sources Guide de bonnes pratiques, 8. L’embargo, wonach ein Embargo für alle Medienakteure gleichermaßen gelten muss.

¹⁷⁵⁸ **Polen**: Stowarzyszenie Dzienni-karzy Polskich mit Kodex vom 27. März 2019 V Art. 19.

auf weitere mediale Anfragen vorzubereiten. Ohne eine solche Möglichkeit, über den Zeitpunkt der Veröffentlichung eine verbindliche Vereinbarung zu treffen, könnte die Quelle gegebenenfalls von einer Weitergabe der Informationen an einen Journalisten absehen.

Zudem ist es entscheidend, dass eine solche Vereinbarung, wenn sie einmal auf freiwilliger Basis geschlossen worden ist, auch von (allen) Journalisten tatsächlich eingehalten wird. Ohne eine solche Bildungswirkung des Embargos könnten einzelne Journalisten, die gegen eine solche Vereinbarung verstoßen, das Vertrauen von (potenziellen) Quellen in die Vertrauenswürdigkeit solcher Vereinbarungen, aber auch in die von Journalisten insgesamt erheblich beschädigen, was den Zugang zu Informationsquellen für alle Journalisten erschweren würde. Die Möglichkeit des Abschlusses eines verbindlichen Embargos und dessen Einhaltung durch den sich verpflichtenden Journalisten stellt daher einen unionsweiten journalistischen Berufsgrundsatz dar.

d) **Bezugnahmen auf die MAR**

Neben diesen allgemeinen Vorgaben enthalten manche Kodizes auch konkrete Bezugnahmen auf die MAR, insbesondere auf das Verbot der Marktmanipulation in Art. 15, 12 Abs. 1 lit. c) MAR und auf das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen in Art. 14 lit. c), 10 MAR. Dabei enthalten einige Kodizes Regelungen, die einzelnen Verboten aus der MAR inhaltlich ähneln¹⁷⁵⁹. Die Mehrheit der Kodizes enthält jedoch keinen Bezug zur MAR, sondern beschränkt sich vor allem auf allgemeinere Verhaltensregeln. Die journalistischen Berufs- und Standesregeln werden somit deutlich heterogener, je konkreter der Bezug zur MAR wird.

¹⁷⁵⁹ **Belgien:** Raad voor de Journalistiek (RVDJ) mit Kodex vom 06. März 2023 II. Art. 13; sowie Association générale des journalistes professionnels de Belgique / Rat für Berufsethos der Journalisten (Wallonie) mit Kodex vom 16. September 2017 Art. 15; **Deutschland:** Deutscher Presserat mit Kodex vom 18. September 2024 Ziffer 7.4; **Italien:** Federazione nazionale della stampa Italiana mit Kodex vom 01.01.2021, Unvereinbarkeit; **Katalonien:** Col·legi de Periodistes de Catalunya mit Kodex vom 9. November 2016 Art. 8; **Luxemburg:** Association luxembourgeoise des journalistes professionnels mit Kodex vom 13. Mai 2004 Kunst. 11 c, d; ; **Österreich:** Österreichische Presserat mit Kodex vom 7. März 2019 Art. 11; **Polen:** Instytucja Polish Journalists Association mit Kodex vom 27. März 2019 Art. 20; **Schweden:** Svenska Journalistförbundet mit Kodex vom 4. Mai 2020 Art. 5; ; **Slowakei:** Tlačovo-digitálna rada Slovenskej republiky mit Kodex vom 5. November 2012 III. 13, 14; **Spanien:** Comisión de arbitraje, quejas y deontología del periodismo mit Kodex vom 22. April 2017 III. Art. 8; **Tschechien:** Syndikát novináru České republiky mit Kodex vom 25. November 1999 Art. 2 g.

aa) Marktmanipulation

Laut Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR umfasst Marktmanipulation die Verbreitung von Informationen über die Medien einschließlich des Internets oder auf anderem Wege, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots oder des Kurses eines Finanzinstruments herbeiführen oder bei denen dies wahrscheinlich ist, einschließlich der Verbreitung von Gerüchten, wenn die Person, die diese Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass die Informationen falsch oder irreführend waren. Lediglich in den Kodizes Deutschlands¹⁷⁶⁰, Italiens¹⁷⁶¹ und Kataloniens¹⁷⁶² wird es den Journalisten untersagt, Berichte über Finanzinstrumente und/oder Emittenten in der Absicht zu veröffentlichen, durch die Veröffentlichung die Kursentwicklung des Finanzinstruments zu ihren Gunsten oder zu Gunsten ihnen nahestehender Personen zu beeinflussen. In den anderen 25 nationalen Pressekodizes ist eine solche Berichterstattung, die eine Marktmanipulation im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR darstellen würde, nicht erwähnt. Allerdings enthalten sämtliche Kodizes auch eine Verpflichtung zur wahrheitsgemäßen Berichterstattung¹⁷⁶³, was jedenfalls eine bewusste Manipulation der Veröffentlichungen ausschließt und damit indirekt auch (vorsätzliche) informationsgestützte Marktmanipulation.

Für die Auslegung des Tatbestandes des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR führt die Berücksichtigung der Pressekodizes jedoch zu keinem Erkenntnisgewinn. Weder die Berücksichtigung der allgemeinen Wahrheits- und Sorgfaltspflicht noch die der Regelungen in den deutschen, italienischen, katalonischen oder zyprischen Kodizes hat einen Einfluss auf die Auslegung des Tatbestandes des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR. Die allgemeine Wahrheits- und Sorgfaltspflicht ist für eine Berücksichtigung im Tatbestand zu unspezifisch und auch die Regelungen in den vier benannten nationalen Kodizes geben im Wesentlichen nur die Formulierung des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR wieder oder stellen jedenfalls keine inhaltliche Konkretisierung des Tatbestandes dar.

bb) Belgien

In Belgien besteht die Besonderheit, dass es zwei verschiedene journalistische Vereinigungen gibt, die jeweils über eigene Kodizes verfügen. Es existiert zum einen eine Organisation für die

¹⁷⁶⁰ Deutscher Presserat mit Kodex vom 11. September 2019 Ziffer 7.4.

¹⁷⁶¹ Federazione nazionale della stampa Italiana mit Kodex vom 01.01.2021, Unvereinbarkeit.

¹⁷⁶² Col·legi de Periodistes de Catalunya mit Kodex vom 9. November 2016 Art. 8.

¹⁷⁶³ F.VI.3.a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht.

deutsch-französischsprachige Region Wallonien (Conseil de déontologie journalistique (CDJ), sowie eine für die Region Flandern (Raad voor de Journalistiek) (RVJ) in dem vorwiegend niederländisch gesprochen wird. Diese kulturelle Diversität schlägt sich auch in den Berufs- und Standesregeln für Journalisten nieder. Die Absicht des europäischen Gesetzgebers, durch die MAR ein einheitlich auszulegendes Regelwerk der Union zum Marktmissbrauch zu errichten¹⁷⁶⁴, trifft hier auf die enorme kulturelle Diversität Europas, selbst innerhalb der Mitgliedsstaaten. Allerdings ist die Diversität auf Ebene der Pressekodizes der beiden Regionen überschaubar.

Zunächst sind die Kodizes systematisch ähnlich aufgebaut. Beide bestehen aus einem Hauptkodex, welcher durch Artikel gegliedert wird. In einem Anhang werden ausgewählte Artikel anschließend konkretisiert. Sowohl der wallonische als auch der flämische Kodex verweisen in diesen Anhängen wiederum auf gesonderte Leitfäden, die speziell auf Insiderhandel, Marktmanipulation, Anlage- bzw. Investitionsempfehlungen und Interessenkonflikte bei der Finanzmarktberichterstattung eingehen. In den jeweiligen Artikeln des Hauptkodexes selbst¹⁷⁶⁵ unterscheiden sich die Regelungen nur in Nuancen. In Art. 15 des wallonischen Kodexes wird der Missbrauch von finanzrelevanten Informationen durch den Journalisten in seinem eigenen Interesse oder dem seiner Angehörigen verboten. In Art. 13 des flämischen Kodexes ist hingegen etwas neutraler von der Verwendung von Finanzinformationen die Rede, die Journalisten ebenfalls zu ihren Gunsten und zu den Gunsten ihres Umfeldes untersagt ist. Weiter qualifiziert der Art. 13 des flämischen Kodexes die betroffenen Informationen als solche, von denen der Journalist Kenntnis hat, bevor sie der Öffentlichkeit zugänglich gemacht wurden. Der Art. 15 des wallonischen Kodexes spricht hingegen nur allgemein von finanzrelevanten Informationen, ohne diese zu konkretisieren. Außerdem enthalten beide Artikel das ausdrückliche Verbot von Marktmanipulation. Art. 13 des flämischen Kodexes verbietet außerdem jede Form des Insiderhandelns. Eine entsprechende Regelung findet sich in Art. 15 des wallonischen Kodexes.

Ein Unterschied wird im erläuternden Anhang der Kodizes deutlich. Der flämische Kodex verweist in den Erläuterungen zu Art. 13 lediglich auf die Richtlinie über Insiderhandel, Marktmanipulation, Anlageempfehlungen und Interessenkonflikte, die wiederum einen Anhang dar-

¹⁷⁶⁴ So Erwägungsgrund Nr. 5 zur MAR.

¹⁷⁶⁵ Raad voor de Journalistiek (RVDJ) mit Kodex vom 06. März 2023 II. Art. 13; sowie Association générale des journalistes professionnels de Belgique (Wallonie) mit Kodex vom 16. September 2017 Art. 15.

stellt. In den Erläuterungen zu Art. 15 des wallonischen Kodexes wird ebenfalls auf die entsprechende Richtlinie des Verbandes verwiesen. Allerdings wird weiter erläutert, dass diese sich zum einen an den geltenden Rechtsvorschriften orientiere und zum anderen den gesetzlichen Freiraum zur Selbstregulierung ausfülle. Die Empfehlung solle daher gewährleisten, dass die freie Berichterstattung unter gegenseitiger Wahrung der Interessen der Presse und der öffentlichen Meinung einerseits und der Finanzmärkte andererseits erfolgt. Ferner solle durch die Richtlinie erreicht werden, dass die im Rahmen ihrer Aufträge durch die Journalisten zusammengetragenen Sachverhalte weder zu Störungen auf den Finanzmärkten noch zur Erlangung gesetzlich verbotener Vorteile führen. Diese gesetzlich verbotenen Vorteile könnten sich aus Insidergeschäften im Zusammenhang mit Finanzprodukten, Marktmanipulationen und Interessenkonflikten oder aber daraus ergeben, dass Dritten die Möglichkeit geboten wird, derartige Verstöße zu begehen.

Diese Ausführungen führen inhaltlich noch zu keiner Abweichung zwischen dem wallonischen und dem flämischen Pressekodex. Allerdings wird durch die Erläuterungen zu den Hintergründen der Richtlinie des wallonischen Pressekodexes zur Finanzmarktberichterstattung klar, dass sich der CDJ schon bei Verabschiedung des Kodexes über das Spannungsfeld von Pressefreiheit und der Gefahr ihres Missbrauchs zur Begehung von Insiderdelikten im Klaren war.

e) Leitfäden für Finanzmarktjournalismus

Einige Kodizes¹⁷⁶⁶ verweisen auf gesonderte Leitfäden, die detaillierte Richtlinien zur Presseberichterstattung mit Kapitalmarktbezug enthalten. Wiederum andere Kodizes, wie beispielsweise der litauische¹⁷⁶⁷, verzichten auf gesonderte Leitfäden und regeln die Berichterstattung mit Kapitalmarktbezug unmittelbar. Der weit überwiegende Teil der Kodizes enthält jedoch

¹⁷⁶⁶ **Belgien:** Raad voor de Journalistiek (RVDJ) mit Kodex vom 06. März 2023 II. Art. 13 und Verweis auf die Richtlinie des Journalistenrates über Insiderhandel und Marktmanipulation vom 15. März 2021; sowie Association générale des journalistes professionnels de Belgique / Rat für Berufsethos der Journalisten (Wallonie) mit Kodex vom 16. September 2017 Art. 15 und Verweis auf Medienempfehlung in Bezug auf Insiderhandel, Manipulation von Märkten, Anlageempfehlungen und Interessenkonflikte vom 12. Juli 2006; ; **Deutschland:** Deutscher Presserat mit Kodex vom 18. September 2024 Ziffer 7.4 und Verweis auf Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 30. März 2019; **Italien:** Federazione nazionale della stampa Italiana mit Kodex vom 01.01.2021 Art. 11 und Verweis auf den Anhang 4 – Charta der Aufgaben von Wirtschafts- und Finanzinformationen vom 20. Juli 2018; **Österreich:** Österreichische Presserat mit Kodex vom 7. März 2019 Art. 11 und Verweis auf Richtlinien des Österreichischen Presserates zur Finanz- und Wirtschaftsberichterstattung vom 02. Dezember 2013.

¹⁷⁶⁷ **Litauen:** Lietuvos žurnalistų sąjunga mit Kodex vom 15. April 2005 Art. 33, 34, 35.

keine speziellen Regelungen¹⁷⁶⁸. Die Leitfäden wurden von den jeweiligen nationalen journalistischen Vereinigungen verabschiedet, um den Journalisten ein Dokument zur Verfügung zu stellen, welches ihnen ihre Rechte und Pflichten in Bezug auf das Insiderrecht aufzeigt. Allerdings wird auch betont, dass durch die Verabschiedung der Leitfäden von der Möglichkeit der Selbstregulierung Gebrauch gemacht werden soll, um eine hinreichende Gewährleistung der Pressefreiheit, insbesondere des Schutzes journalistischer Quellen, sicherzustellen¹⁷⁶⁹.

Die Leitfäden sind so aufgebaut, dass diese zunächst in einem allgemeinen Teil die für Journalisten geltende Rechtslage darstellen und anschließend in einem weiteren Teil weitere Bestimmungen enthalten, welche über die bloße Wiedergabe der Rechtslage hinausgehen sollen. Es wird jedoch klargestellt, dass die Ausführungen zu den gesetzlichen Bestimmungen diese lediglich verständlich erläutern und keinesfalls ersetzen sollen¹⁷⁷⁰. Bei dem belgischen Leitfaden zu der Region Wallonien ist zu beachten, dass dieser aus dem Jahr 2006 stammt und daher noch auf die RL 2003/6/EG verweist. Dennoch wird in Art. 15 des Kodexes, welcher selbst aus September 2017 stammt, nach wie vor auf diese Leitfäden verwiesen¹⁷⁷¹.

aa) Litauen

Im zweiten Abschnitt des litauischen Pressekodexes¹⁷⁷² über die Unabhängigkeit und Transparenz von Journalisten und Verlagen sind auch spezifische Anforderungen an die Berichterstattung über Themen mit Kapitalmarktbezug enthalten. Gemäß Art. 33 müssen Journalisten, die Informationen über Unternehmen zusammenstellen, deren Aktien sie erworben haben, in ihren Informationen die Zusammenhänge und Umstände offenlegen, die die Objektivität der zu erstellenden Informationen beeinträchtigen können. Weiter sind Journalisten, Hersteller öffentlicher Informationen¹⁷⁷³ und deren Familienangehörige nicht dazu berechtigt, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, auf die sich die verfügbaren Informationen beziehen, wenn sie die Informationen verwendet haben, die der Hersteller öffentlicher Informationen besitzt und noch

¹⁷⁶⁸ Der zypriotische Kodex enthält in seiner alten Fassung ein Addendum Nr. 5, welches gesonderte Regeln für den Finanzjournalismus enthielt. Die Bestimmungen wurden jedoch bei der Neufassung des Kodex im September 2022 nicht berücksichtigt.

¹⁷⁶⁹ **Belgien:** *cdj* (Wallonie), Medienempfehlung in Bezug auf Insiderhandel, Manipulation von Märkten, Anlageempfehlungen und Interessenkonflikte vom 12. Juli 2006, Einleitung.

¹⁷⁷⁰ *cdj* (Wallonie), Medienempfehlung in Bezug auf Insiderhandel, Manipulation von Märkten, Anlageempfehlungen und Interessenkonflikte vom 12. Juli 2006, Einleitung; *RVDJ*, Richtlinie des Journalistenrates über Insiderhandel und Marktmanipulation vom 15. März 2021, Vorwort.

¹⁷⁷¹ <https://www.lecdj.be/de/berufsethik/kodex/insiderdelikte-marktmanipulationen-investitionsempfehlungen-und-interessenskonflikte/> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

¹⁷⁷² Lietuvos žurnalistų sąjunga mit Kodex vom 15. April 2005 Abschnitt II.

¹⁷⁷³ Wörtlich: viešosios informacijos rengėja (deut. Produzent öffentlicher Information).

nicht veröffentlicht hat. Der Begriff des Herstellers öffentlicher Informationen meint nach der Definition in Art. 65 des Kodexes den Herausgeber eines Artikels.

Durch Art. 33 wird die allgemeine Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten, die auch in den meisten anderen nationalen Kodizes vorhanden ist¹⁷⁷⁴, kapitalmarktspezifisch konkretisiert. Inhaltlich ordnet Art. 33 eine besondere Transparenzpflicht im Hinblick auf die „Zusammenhänge und Umstände“ an, die die Objektivität der zu erstellenden Informationen beeinträchtigen können. Durch die Verwendung des Konjunktivs wird deutlich, dass es einer Offenlegung von Zusammenhängen und Umständen auch schon dann bedarf, wenn diese abstrakt geeignet sind, die Objektivität bei der Erstellung der veröffentlichten Informationen zu beeinträchtigen.

Die MAR enthält in Art. 20 Abs. 1 i.V.m. der delegierten VO EU 2016/958 ebenfalls eine Offenlegungspflicht bezüglich Interessen und Interessenkonflikten, die die objektive Darstellung von Informationen im Rahmen von Anlageempfehlungen oder Anlagestrategien negativ beeinflussen könnten. Sie lässt dabei schon die Möglichkeit eines Interessenkonflikts ausreichen, wenn damit zu rechnen ist, dass eine Beziehung oder ein Umstand die Objektivität der Darstellung der Information beeinflussen könnte¹⁷⁷⁵. Diese Anforderungen werden in Art. 34 des litauischen Kodexes für die Bereitstellung einer Anlagestrategie konkretisiert. Demnach muss ein Journalist bei der Bereitstellung einer Anlagestrategie, die Informationen über Wertpapiere oder deren Emittenten empfiehlt oder vorschlägt, einschließlich einer Stellungnahme zu ihrem aktuellen oder zukünftigen Wert, die Beziehungen und Umstände der Beratungsgremien offenlegen, die die Objektivität der Informationen beeinträchtigen könnten sowie finanzielle Interessen an den betreffenden Wertpapieren und Interessenkonflikte in Bezug auf den Emittenten. Die Regelung des Art. 34 erweitert die Offenlegungspflichten von Journalisten auf Anlagestrategien und entspricht im Wesentlichen den Anforderungen des Art. 20 Abs. 1 MAR¹⁷⁷⁶.

Gemäß Art. 33 S. 2 des litauischen Kodexes sind Journalisten, Hersteller öffentlicher Informationen und deren Familienangehörige nicht dazu berechtigt, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, auf die sich die verfügbaren Informationen beziehen, wenn sie die Informationen

¹⁷⁷⁴ F.VI.3.b) Allgemeine Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten.

¹⁷⁷⁵ E.VIII.3 Allgemeine Offenlegungspflichten.

¹⁷⁷⁶ E.VIII.3 Allgemeine Offenlegungspflichten.

verwendet haben, die der Hersteller der öffentlichen Information besitzt und noch nicht veröffentlicht hat. Diese Regelung entspricht dem Verbot von Insidergeschäften gem. Art. 14 lit. a), 8 Abs. 1 S. 1 MAR. Art. 35 des Kodexes verpflichtet Journalisten bei der Erstellung und Veröffentlichung einer Zusammenfassung einer von einem Dritten erstellten Anlageempfehlung die ursprüngliche Empfehlung zu erwähnen und den Ort anzugeben, an dem diese eingesehen werden kann, sofern die ursprüngliche Empfehlung öffentlich zugänglich ist. Dies entspricht den Vorgaben der delegierten VO (EU) 2016/958¹⁷⁷⁷. Im litauischen Kodex wird diese Regelung von zwei weiteren Regelungen zur „professionellen Solidarität und fairem Wettbewerb“ flankiert. Art. 61 verbietet das Veröffentlichen von Plagiaten und Art. 62 enthält eine allgemeine Verpflichtung zur Veröffentlichung der Primärquelle, insbesondere wenn diese ebenfalls ein Journalist oder ein Hersteller öffentlicher Informationen ist.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass der litauische Pressekodex in Bezug auf die Berichterstattung über Themen mit Kapitalmarktbezug keine entscheidenden inhaltlichen Abweichungen zu den Regelungen in der MAR enthält. Dennoch enthält er insbesondere in den Art. 33, 34 und 35 spezifische Vorgaben für die Berichterstattung über Themen mit Kapitalmarktbezug und ist daher deutlich spezifischer als ein Großteil der Kodizes der anderen Mitgliedsstaaten.

bb) Belgien (Flandern)

Der belgische Pressekodex für die Region Flandern stellt in Art. 13 zunächst fest, dass Journalisten Finanzinformationen nicht in ihrem eigenen Interesse oder dem Interesse ihres Umfeldes verwenden dürfen, bevor sie der Öffentlichkeit zugänglich gemacht wurden. Zudem haben Journalisten jede Form von Insiderhandel und Marktmanipulation zu unterlassen. Im Übrigen wird auf die „Richtlinie über Insiderhandel, Marktmanipulation, Anlageempfehlungen und Interessenkonflikte“ vom 15. März 2021 Bezug genommen¹⁷⁷⁸. Im Folgenden wird einheitlich der Begriff Leitfaden verwendet.

(1) Inanspruchnahme des Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR

Nach Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR ist die delegierten VO (EU) 2016/958 nicht auf Journalisten anzuwenden, wenn diese einer gleichwertigen angemessenen Regelung – einschließlich einer gleichwertigen angemessenen Selbstregulierung – in den Mitgliedsstaaten unterliegen, sofern

¹⁷⁷⁷ E.IX Pflichten bei der Verbreitung von Anlageempfehlungen.

¹⁷⁷⁸ Abrufbar unter: <https://www.rvdj.be/sites/default/files/pdf/financiele-richtlijn.pdf> (zuletzt abgerufen am: 05.12.2024).

mit einer solchen Regelung eine ähnliche Wirkung wie mit der delegierten VO (EU) 2016/958 erzielt wird¹⁷⁷⁹. Auf diese Möglichkeit der Selbstregulierung wird in den Leitfäden Belgiens (Flandern¹⁷⁸⁰) ausdrücklich Bezug genommen.

(2) Compliance-Beauftragter

Der Leitfaden macht zunächst deutlich, dass die Einhaltung des Insiderrechts nicht nur durch die jeweils für die Inhalte verantwortlichen Journalisten und Redakteure sicherzustellen ist, sondern dass die Einhaltung auch auf Verlags- und Medienmanagementebene zu überwachen ist. Dies könne entweder durch den Verlag selbst erfolgen oder durch einen Compliance-Beauftragten. Dieser sei dann für die Ausarbeitung und Umsetzung der erforderlichen Aufsichtsverfahren und eines gegebenenfalls notwendigen Sanktionsregimes verantwortlich¹⁷⁸¹.

(3) Weitergabe von Insiderinformationen

Der Leitfaden nimmt unter anderem Bezug auf das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen nach Art. 14 lit. c), 10 MAR. Zur Tatbestandsausnahme für Offenlegungen, welche im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben greift¹⁷⁸² macht der Leitfaden bedauerlicherweise keine konkreten Angaben. Es wird lediglich festgestellt, dass Journalisten, die im Rahmen ihrer normalen Arbeit, ihres Berufes oder ihrer Position Kenntnis von einer Insiderinformation erlangen, keine Dritten im Sinne des Verbotes der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen seien¹⁷⁸³. Gemeint sein dürfte die Offenlegung von Insiderinformationen innerhalb der Redaktion, da dies zu den typischen journalistischen Arbeitsabläufen gehört.

(4) Anforderungen bei der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen

Der Leitfaden definiert den Begriff der Anlageempfehlung im Einklang mit der hier vertretenen Ansicht einheitlich im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR und unterscheidet dabei nicht zwischen dem Erstellen und Verbreiten einer Anlageempfehlung und der Empfehlung oder dem Vorschlag einer Anlagestrategie¹⁷⁸⁴. Zudem wird ausdrücklich darauf hingewiesen,

¹⁷⁷⁹ E.X Anwendung auf Journalisten – Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR.

¹⁷⁸⁰ *RVDJ*, Richtlinie des Journalistenrates über Insiderhandel und Marktmanipulation vom 15. März 2021, IN-LEIDING.

¹⁷⁸¹ *RVDJ*, Richtlinie des Journalistenrates über Insiderhandel und Marktmanipulation vom 15. März 2021, NALEIVING EN WIJZIGING VAN DE RICHTLIJN.

¹⁷⁸² C.II.4 Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Medien.

¹⁷⁸³ *RVDJ*, Richtlinie des Journalistenrates über Insiderhandel und Marktmanipulation vom 15. März 2021, 1.3.

¹⁷⁸⁴ E.I Anlageempfehlung und Anlagestrategieempfehlung.

dass lediglich direkte Anlageempfehlungen erfasst sind und nicht schon die bloße Berichterstattung über Emittenten oder Finanzinstrumente¹⁷⁸⁵.

Zudem wird auf die Unterscheidung zwischen der Veröffentlichung eigener Anlageempfehlungen und der Verbreitung von Anlageempfehlungen Dritter¹⁷⁸⁶ hingewiesen¹⁷⁸⁷. In Bezug auf die Zuverlässigkeit weicht der belgische Leitfaden inhaltlich nicht von Art. 3 Abs. 1 delegierten VO (EU) 206/958 ab. Allerdings weist er zusätzlich auf Art. 19 des flämischen Pressekodexes hin, wonach die Identität der journalistischen Quelle zu schützen ist, wenn der Journalist weiß oder wissen müsste, dass die Quelle ihm die Information in der Erwartung übermittelt hat, dass er ihre Identität nicht preisgeben würde¹⁷⁸⁸. Außerdem regelt der Leitfaden, wie Journalisten mögliche Interessenkonflikte offenzulegen haben. Demnach sollen Journalisten, die glauben, dass sie selbst oder eine ihnen nahestehende Person einen Interessenkonflikt hat, dies unverzüglich dem Verlag melden¹⁷⁸⁹.

cc) Italien

Der italienische Pressekodex verweist in Art. 11 auf die „Charta der Wirtschafts- und Finanzinformationspflichten“ vom 20. Juli 2018¹⁷⁹⁰, welche im Folgenden ebenfalls als Leitfaden bezeichnet werden. Auch dieser Leitfaden entspricht inhaltlich in großen Teilen den Regelungen der MAR sowie denen der delegierten VO (EU) 2016/958.

(1) Zuverlässigkeit von Quellen

Der italienische Leitfaden ist im Hinblick auf die zu verwendenden Quellen etwas strenger als Art. 3 lit. c) delegierten VO (EU) 2016/958. Nach Art. 2 des Leitfadens muss ein Journalist die ihm zur Verfügung stehenden Informationen überprüfen, indem er sich an mehrere zuverlässige Quellen wendet. Die Möglichkeit auch unzuverlässige Quellen zu verwenden und auf deren Unzuverlässigkeit hinzuweisen, sieht der Leitfaden im Gegensatz zu Art. 3 lit. c) delegierten VO (EU) 2016/958 hingegen nicht vor.

¹⁷⁸⁵ RVDJ, Richtlinie des Journalistenrates über Insiderhandel und Marktmanipulation vom 15. März 2021, 3.2.

¹⁷⁸⁶ E.IX Pflichten bei der Verbreitung von Anlageempfehlungen.

¹⁷⁸⁷ RVDJ, Richtlinie des Journalistenrates über Insiderhandel und Marktmanipulation vom 15. März 2021, 3.2.

¹⁷⁸⁸ Raad voor de Journalistiek (RVDJ) mit Kodex vom 06. März 2023 II. Art. 19.

¹⁷⁸⁹ RVDJ, Richtlinie des Journalistenrates über Insiderhandel und Marktmanipulation vom 15. März 2021, 3.3.2.

¹⁷⁹⁰ Abrufbar unter: <https://www.fnsi.it/upload/7070efdf2ec9b086079795c442636b55fb/cea71f6c3b1efd4972f0c0fa05c65a52.pdf> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

(2) Neutralität

Der italienische Leitfaden betont zudem in besonderem Maße die Neutralität und Unabhängigkeit des Journalisten und enthält besonders strenge Regelungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten. Neben Regelungen, die inhaltlich an das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen und Insiderhandel anknüpfen, verbietet Art. 5 des Leitfadens ausdrücklich die Annahme von Spesenerstattungen, Spenden, freiem Urlaub, Geschenken oder Vorteilen von privaten oder öffentlichen Einrichtungen, die die Arbeit oder die Autonomie des Journalisten oder seine Glaubwürdigkeit beeinträchtigen oder beeinträchtigen könnten. Daran anknüpfend verbietet Art. 6 des Leitfadens die Annahme von Titeln und die Teilnahme an Werbeinitiativen, die die Glaubwürdigkeit des Journalisten beeinträchtigen könnten, sofern diese nicht in einem sozialen, humanitären, kulturellen, religiösen oder künstlerischen Kontext stehen.

dd) Österreich

Der österreichische Pressekodex verweist in Art. 11 auf die „Richtlinien des Österreichischen Presserates zur Finanz- und Wirtschaftsberichterstattung“ vom 02. Dezember 2013¹⁷⁹¹. Auch diese stimmen inhaltlich in großen Teilen mit der MAR und der delegierten VO (EU) 2016/958 überein.

(1) Indirekte oder implizite Anlageempfehlungen

Der österreichische Leitfaden soll nach Art. 1 „auf redaktionelle Finanz- und Wirtschaftsberichte, die Analysen und sonstige Informationen mit expliziten oder impliziten Empfehlungen zu Anlagestrategien enthalten“ Anwendung finden. Die Veröffentlichung in dem Ressort Wirtschaft sei ein Indiz dafür, dass ein Finanz- oder Wirtschaftsbericht vorliegt. In Art. 2.1. des Leitfadens wird die „Empfehlung“ als ein „redaktionell journalistisch aufbereiteter Bericht, der explizit oder implizit Anregungen zu Veranlagungen bzw. Anlagestrategien in Bezug auf Finanzinstrumente oder Emittenten von Finanzinstrumenten enthält“ definiert. In 2.2. wird schließlich die „implizite Anregung zu Veranlagungen bzw. Anlagestrategien“ definiert als „jede Information, einschließlich einer aktuellen oder künftigen Beurteilung von Werten oder Kursen von Finanzinstrumenten, die unmissverständlich eine konkrete Veranlagung bzw. Anlagestrategie nahelegt“. In den Art. 4 bis 7 des Leitfadens werden dann verschiedene Pflichten

¹⁷⁹¹ Abrufbar unter: https://www.presserat.at/show_content.php?sid=57 (zuletzt abgerufen am: 05.12.2024).

benannt, welche den Darstellungs- und Offenlegungspflichten aus der delegierten VO (EU) 2019/958 weitestgehend entsprechen.

Art. 1 des österreichischen Leitfadens könnte so verstanden werden, dass Journalisten auch bei indirekten oder impliziten Anlageempfehlungen die Darstellungs- und Offenlegungspflichten der Art. 4 bis 7 des Leitfadens und damit praktisch der delegierten VO (EU) 2016/958 zu befolgen haben. Ein solches Verständnis würde den Anwendungsbereich dieser Pflichten in Bezug auf Journalisten im Vergleich zur MAR deutlich erweitern. Die MAR differenziert bei dem Erstellen und Verbreiten von Anlageempfehlungen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR zwischen qualifizierten Personen im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR und nicht-qualifizierten Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR. Journalisten sind als nicht-qualifizierte Personen im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR einzuordnen, wodurch sie nur dann in den Anwendungsbereich des Art. 20 MAR fallen, wenn sie eine direkte Anlageempfehlung geben¹⁷⁹².

Art. 1 des österreichischen Leitfadens bezieht jedoch auch implizite Empfehlungen ein. Unter einer impliziten oder indirekten Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR wird eine Information verstanden, die keine direkte Handlungsanweisung wie „kaufen“, „verkaufen“ oder „halten“ enthält, sondern die durch ihre Gesamtumstände eine bestimmte Handlungsanweisung suggeriert oder nahelegt¹⁷⁹³. Dies wird insbesondere am Wortlaut des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR festgemacht, wonach eine Anlagestrategie durch eine nicht-qualifizierte Person¹⁷⁹⁴ erstellt oder verbreitet wird, wenn diese *direkt*¹⁷⁹⁵ eine Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument vorschlägt.

Der österreichische Leitfaden übernimmt dieses Begriffsverständnis jedoch nicht, sondern stellt eigene Definitionen zu dem Begriff der „Empfehlung“ und „implizite Anregung zu Veranlassungen bzw. Anlagestrategien“ auf. Unklar bleibt dabei, ob eine „implizite Anregung“ nach dem österreichischen Leitfaden mit einer „indirekten oder impliziten Anlageempfehlung“ im Sinne des MAR gleichzusetzen ist. Die Definition der impliziten Anregung in Art. 2.2. des

¹⁷⁹² E.VII.4 Einordnung von Journalisten.

¹⁷⁹³ E.III Direkte oder indirekte Handlungsanweisung.

¹⁷⁹⁴ E.VII.2 Nicht-qualifizierte Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR.

¹⁷⁹⁵ Hervorhebung nur hier.

österreichischen Leitfadens ist widersprüchlich, da die Anregung auf der einen Seite zwar lediglich implizit und nicht explizit sein soll, gleichzeitig solle diese implizite Anregung aber auch unmissverständlich und konkret im Hinblick auf die empfohlene Veranlagung oder Anlagestrategie sein.

Unter einer indirekten oder impliziten Anlageempfehlung versteht die MAR jedoch eine solche Information, bei der die Herleitung der Handlungsempfehlung noch eine wenn auch geringe kognitive Eigenleistung des Empfängers erfordert. Der Empfänger der impliziten Anlageempfehlung muss diese anhand des Kontextes der impliziten Anlageempfehlung interpretieren und so zu einer (naheliegenden) Handlungsempfehlung gelangen¹⁷⁹⁶. Diese auf einer kognitiven Eigenleistung des Empfängers beruhende Herleitung ist bei einer ausdrücklichen oder expliziten Anlageempfehlung gerade nicht notwendig, da die Handlungsempfehlung unmittelbar mitgeteilt wird.

Nach der Definition des Art. 2.2. des österreichischen Leitfadens muss auch die „implizite Anregung zu Veranlagungen bzw. Anlagestrategien“ konkret und unmissverständlich sein. Durch die, für die implizite Anlageempfehlung im Sinne der MAR durch den Empfänger zu erbringende kognitive Eigenleistung bleibt jedoch stets auch Raum für Missverständnisse und von der Intention des Erstellers der impliziten Anlageempfehlung abweichende Interpretationen. Insofern kann eine indirekte oder implizite Anlageempfehlung immer missverstanden werden und ist somit gerade nicht unmissverständlich. Gerade darin liegt der Unterschied zu direkten oder expliziten Anlageempfehlungen, die auf eine kognitive Eigenleistung des Informationsempfängers verzichten und damit die Möglichkeit des Missverständnisses ausschließen, also unmissverständlich sind.

Im Ergebnis bedeutet dies, dass eine Information, die eine Veranlagung oder Anlagestrategie unmissverständlich und konkret nahelegt, eine direkte Anlageempfehlung im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR darstellt, auch wenn der österreichische Leitfaden diese in Art. 2.2. lediglich als „implizite Anregung zu Veranlagungen bzw. Anlagestrategien“ bezeichnet. Somit deckt sich der Anwendungsbereich des österreichischen Leitfadens im Hinblick auf die Darstellungs- und Offenlegungspflichten des Art. 20 MAR i.V.m. delegierten VO (EU) 2016/958 mit Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR. Die Darstellungs- und Offenlegungspflichten finden

¹⁷⁹⁶ E.III Direkte oder indirekte Handlungsanweisung.

somit bei Journalisten nur dann Anwendung, wenn diese eine konkrete, unmissverständliche und damit nach dem Verständnis der MAR direkte Anlageempfehlung erstellen oder verbreiten.

(2) Interessenkonflikte

Im Hinblick auf den Umgang mit Interessenskonflikten orientiert sich auch der österreichische Leitfaden an Art. 5 delegierten VO (EU) 2016/958. In Art. 6.1. des Leitfadens wird zudem klargestellt, dass neben potenziellen Interessenkonflikten von Personen, die redaktionelle Verantwortung tragen, auch die Interessenkonflikte des Medienunternehmens selbst oder von an diesem eine kontrollierende Beteiligung haltende Personen offenzulegen sind, wenn diese ein nennenswertes Interesse an einem Finanzinstrument haben, welches Gegenstand der Anlageempfehlung ist. Art. 6.2. sieht zudem vor, dass potenzielle Interessenkonflikte durch redaktionell tätige Personen dem Ressortleiter oder dem Chefredakteur zur Kenntnis gebracht werden sollen.

ee) Deutschland

Auch der deutsche Presserat hat anknüpfend an Richtlinie 7.4 des deutschen Pressekodexes „Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung“ veröffentlicht¹⁷⁹⁷, welche im Folgenden ebenfalls als Leitfaden bezeichnet werden.

(1) Grundsätzlicher Vorrang der Pressefreiheit

In dem Leitfaden wird zunächst ausgeführt, dass Verbote, Insiderinformationen zu verwenden, die journalistische Freiheit grundsätzlich nicht einschränken dürfe. Demnach dürften Insiderinformationen im Rahmen der allgemein geltenden publizistischen Grundsätze journalistisch verwendet, insbesondere in der Presse veröffentlicht werden. Das gleiche gelte für weitere Informationen, die Wertpapiere beeinflussen können¹⁷⁹⁸. Zudem dürften auch als geheim bezeichnete Informationen, insbesondere Insiderinformationen, veröffentlicht werden, sofern nach einer sorgfältigen Abwägung festgestellt wird, dass das Informationsinteresse der Öffentlichkeit das Geheimhaltungsinteresse überwiegt¹⁷⁹⁹.

¹⁷⁹⁷ Abrufbar unter: https://www.presserat.de/pressekodex.html?file=files/presserat/dokumente/download/DPR_Verhaltensgrunds%C3%A4tze_Finanzmarktberichterstattung_2019.pdf&cid=218 (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

¹⁷⁹⁸ *Deutscher Presserat*, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 4 I.

¹⁷⁹⁹ *Deutscher Presserat*, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 15 III. 3.

Ein aktuelles Beispiel für eine solche Veröffentlichung sind die sogenannten „Tesla-Files“, welche durch das Handelsblatt veröffentlicht worden sind, nachdem dieses die Informationen von mehreren Insidern erhalten hatte. Es handelte sich dabei um etwa 100 Gigabyte Daten, welche nahelegen, dass die Fahrassistenzsysteme Teslas erhebliche technische Probleme haben. Die Quellen des Handelsblattes waren ehemalige Mitarbeiter des Unternehmens, welche sich die Daten rechtswidrig beschafft hatten. Tesla hatte das Handelsblatt aufgefordert, die Daten nicht zur Berichterstattung zu verwenden und stattdessen zu löschen¹⁸⁰⁰. Das Handelsblatt hat zeitgleich mit dem Bericht über die Tesla-Files einen Kommentar veröffentlicht, in welchem es die Verwendung der Tesla-Files mit einem überwiegenden öffentlichen Interesse an der Berichterstattung begründet, da Tesla im Bereich der Fahrassistenz als besonders innovativ gelte und aus den Daten hervorginge, dass die Fahrassistenzsysteme schwere und sogar tödliche Verkehrsunfälle verursacht hätten¹⁸⁰¹.

(2) Offenlegung von Insiderinformationen

Der Deutsche Presserat führt im Kontext des Verbots des Insiderhandels aus, dass Journalisten Insiderinformationen zwar nicht zum Insiderhandel nutzen dürfen, zu journalistischen Zwecken hingegen schon¹⁸⁰². Zu der Offenlegung von Insiderinformationen stellt der Leitfaden fest, dass Journalisten Insiderinformationen grundsätzlich nicht einem anderen mitteilen oder zugänglich machen dürfen. Damit sei jedoch nicht die journalistische Veröffentlichung der Insiderinformation gemeint, welche gerade zu den Aufgaben des Journalisten gehöre und zulässig sei¹⁸⁰³. Anschließend wird in dem Leitfaden darauf hingewiesen, dass eine Information durch ihre öffentliche Bekanntmachung ihre Eigenschaft als Insiderinformation verliert¹⁸⁰⁴.

¹⁸⁰⁰ *Handelsblatt*, „Mein Autopilot hat mich fast umgebracht“: Tesla-Files nähren Zweifel an Elon Musks Versprechen, 25.05.2023 <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/elektromobilitaet-mein-autopilot-hat-mich-fast-umgebracht-tesla-files-naehren-zweifel-an-elon-musks-versprechen/29166564.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

¹⁸⁰¹ *Sebastian Matthes*, Warum wir die Tesla-Files veröffentlichen, *Handelsblatt* am 25.05.2023, <https://www.handelsblatt.com/meinung/kommentare/kommentar-warum-wir-die-tesla-files-veroeffentlichen/29170270.html> (zuletzt abgerufen am 05.12.2024).

¹⁸⁰² *Deutscher Presserat*, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 5 II. 1.

¹⁸⁰³ *Deutscher Presserat*, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 6 II. 1. b); Ausführlich: F.VIII.1.b) Offenlegung von Insiderinformationen durch Veröffentlichung in den Medien.

¹⁸⁰⁴ C.I.2 Nicht öffentlich bekannt; *Deutscher Presserat*, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 5 II. 1.

Die Zulässigkeit der Offenlegung von Insiderinformationen durch die Presse, insbesondere wenn es sich um ein lokales oder regionales Medium handelt, ist jedoch sehr umstritten¹⁸⁰⁵. Klarer ist die Frage nach der Herstellung einer öffentlichen Bekanntheit von Insiderinformationen durch mediale Berichterstattung zu beantworten. Nach überwiegender und auch überzeugender Ansicht reicht eine lediglich lokale oder regionale Berichterstattung noch nicht aus, um eine Information öffentlich bekannt im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR zu machen¹⁸⁰⁶.

(3) Informationsgestützte Marktmanipulation

In Bezug auf das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation beschränkt sich der Leitfaden auf die Darstellung der Rechtslage nach der MAR und weist insbesondere auf die Tatbestandsausnahmen in Art. 21 lit. a) und b) MAR hin, ohne diese näher zu konkretisieren¹⁸⁰⁷. Zudem macht er Ausführungen zum sogenannten Scalping¹⁸⁰⁸. Dabei handelt es sich um eine Form der Marktmanipulation, bei welcher der gelegentliche oder regelmäßige Zugang zu Medien ausgenutzt wird, um durch Abgabe von Stellungnahmen den Kurs eines Finanzinstruments zu beeinflussen, ohne dabei einen eigenen bestehenden Interessenkonflikt offenzulegen¹⁸⁰⁹. Diese Form der Marktmanipulation ist in Art. 12 Abs. 2 lit. d) MAR ausdrücklich geregelt. Art. 21 MAR verweist jedoch lediglich auf Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR und gerade nicht auch auf Art. 12 Abs. 2 lit. d) MAR. Daher ist Art. 21 MAR auf diese Form der Marktmanipulation ohnehin nicht anwendbar, was sich zudem auch aus Art. 21 lit. a) MAR ergeben würde, worauf in dem Leitfaden ausdrücklich hingewiesen wird¹⁸¹⁰.

(4) Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen

Ausgesprochen misslungen sind die einleitenden Ausführungen des Presserates zu den „Journalistischen Schranken nach den publizistischen Grundsätzen (Pressekodex)“¹⁸¹¹. Zunächst verwendet der deutsche Presserat nicht die Terminologie des Art. 21 MAR, also „journalistische Berufs- und Standesregeln“, sondern spricht in der Überschrift zunächst von „publizistischen Grundsätzen (Pressekodex)“. Anschließend wird ausgeführt, dass der Pressekodex die

¹⁸⁰⁵ Dazu Ausführlich: F.VIII.1.b) Offenlegung von Insiderinformationen durch Veröffentlichungen in den Medien.

¹⁸⁰⁶ Ausführlich: C.I.2.d) Konflikt mit der Pressefreiheit.

¹⁸⁰⁷ Ebenso: Schröder, NJW 2009, 465 (469).

¹⁸⁰⁸ Deutscher Presserat, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 7 II. 2.

¹⁸⁰⁹ C.I.1.b) Drittbezug bei inneren Tatsachen am Beispiel des „Scalping“.

¹⁸¹⁰ Deutscher Presserat, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 7 II. 2.

¹⁸¹¹ Deutscher Presserat, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 8.

„berufsethischen Grundsätze der Presse“ formulieren würde, was wohl gleichbedeutend mit dem zuvor verwendeten Begriff der „publizistischen Grundsätze“ zu verstehen ist.

Weiter heißt es: „Bei der Erstellung, Weitergabe und Veröffentlichung von Anlageempfehlungen oder Anlagestrategieempfehlungen in Zeitungen und Zeitschriften tritt er [der Pressekodex¹⁸¹²] an die Stelle der entsprechenden Vorschriften der Marktmissbrauchsverordnung bzw. des Wertpapiergesetzes.“¹⁸¹³

Dies ist in zweierlei Hinsicht unzutreffend. Zunächst eröffnet Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 S. 1 MAR weder die Möglichkeit der Abbedingung der Marktmissbrauchsverordnung noch die Möglichkeit der Abbedingung des WpHG. Es besteht lediglich die Möglichkeit, die technischen Regulierungsstandards, also die delegierten VO (EU) 2016/958¹⁸¹⁴, durch eine gleichwertige angemessene Regelung – einschließlich einer angemessenen und gleichwertigen Selbstregulierung – in den Mitgliedsstaaten zu ersetzen, sofern diese eine ähnliche Wirkung erzielt wie die delegierten VO (EU) 2016/958. Die Geltung des Art. 20 MAR selbst und auch der Sanktionsnormen in §§ 119, 120 WpHG kann durch keine Selbstregulierung ersetzt werden. Zum anderen stellt der Pressekodex selbst mit seinen Ausführungen in Richtlinie 7 und 7.4 keine im Vergleich zur delegierten VO (EU) 2016/958 gleichwertige angemessene Regelung dar¹⁸¹⁵.

In Bezug auf wirtschaftliche Interessen verweist der Leitfaden auf Ziffer 7 des Pressekodexes. Dort heißt es: „Die Verantwortung der Presse gegenüber der Öffentlichkeit gebietet, dass redaktionelle Veröffentlichungen nicht durch private oder geschäftliche Interessen Dritter oder durch persönliche wirtschaftliche Interessen der Journalisten beeinflusst werden. Verleger und Redakteure wehren derartige Versuche ab und achten auf eine klare Trennung zwischen redaktionellem Text und Veröffentlichungen zu werblichen Zwecken. Bei Veröffentlichungen, die ein Eigeninteresse des Verlages betreffen, muss dieses erkennbar sein.“ Zudem heißt es in Ziffer 7.4 des Pressekodexes: „Interessenskonflikte bei der Erstellung oder Weitergabe von Anlageempfehlungen oder Anlagestrategieempfehlungen sind in geeigneter Weise offenzulegen.“

¹⁸¹² Einschub nur hier.

¹⁸¹³ *Deutscher Presserat*, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 8.

¹⁸¹⁴ Welche in den Vorbemerkungen auf Seite zwei des Leitfadens zwar erwähnt wird, danach jedoch nicht mehr beachtet wurde.

¹⁸¹⁵ Zu § 34 b Abs. 4 WpHG aF: *Sturm*, ZBB 2010, 20 (24).

Diese Regelung entspricht inhaltlich Art. 5 delegierten VO (EU) 2016/958 wobei unklar ist, wann ein Eigeninteresse des Verlages „erkennbar“ ist und wie eine Offenlegung „in geeigneter Weise“ aussehen soll. Die Offenlegungspflichten für juristische Personen in Art. 5 Abs. 2 delegierten VO (EU) 2016/958 sind in Bezug auf die Offenlegungspflichten deutlich präziser. Zudem enthält Art. 6 delegierten VO (EU) 2016/958 detaillierte Offenlegungspflichten für Journalisten die auch gleichzeitig Sachverständige im Sinne des Art. 1 lit. a) delegierten VO (EU) 2016/958 sind.

Allerdings enthalten weder der Kodex selbst noch der Leitfaden Regelungen, die der Pflicht zur Offenlegung der Identität nach Art. 2, der Pflicht zur klaren Trennung zwischen Tatsachen und Werturteilen¹⁸¹⁶ nach Art. 3 und für Sachverständige nach Art. 4 sowie den dezidierten Regelungen zur Weitergabe von fremden Empfehlungen in wesentlich veränderter oder zusammengefasster Form nach den Art. 8, 9 und 10 delegierten VO (EU) 2016/958 entsprechen. Dazu wird lediglich pauschal ausgeführt, dass bei der Zusammenfassung einer fremden Anlageempfehlung oder Anlagestrategieempfehlung zu beachten sei, dass der Inhalt nicht irreführend wiedergegeben werde und auf das Ausgangsdokument sowie bereits dort veröffentlichte Interessenkonflikte in der Regel (!) verwiesen werden solle¹⁸¹⁷. Es fehlt somit schon an einer gleichwertigen Regelung im Vergleich zur delegierten VO (EU) 2016/958.

(5) Zwei-Wochen-Frist

Eine Besonderheit des deutschen Pressekodexes ist in Richtlinie 7.4 Abs. 2 enthalten, auf welche im Leitfaden eingegangen wird. Demnach sollen Journalisten „weder direkt noch durch Bevollmächtigte Finanzinstrumente kaufen bzw. verkaufen, über die sie zumindest in den vorherigen Wochen etwas veröffentlicht haben oder in den nächsten zwei Wochen eine Veröffentlichung planen“. Im Leitfaden des Presserates wird der Zeitraum dieses Handelsverbotes auf zwei Wochen vor und nach einer Veröffentlichung konkretisiert. Dies wird damit begründet, dass sich mögliche Kursauswirkungen von Veröffentlichungen in diesem Zeitraum realisieren würden. Durch ein solch temporäres Handelsverbot könne jede Gefahr eines missbräuchlichen

¹⁸¹⁶ So schon zu § 34 b Abs. 4 WpHG aF: *Sturm*, ZBB 2010, 20 (24).

¹⁸¹⁷ *Deutscher Presserat*, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserates zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 14, II. 2; Zu § 34 b Abs. 4 WpHG aF: *Spindler*, NZG 2004, 1138 (1140); *Sturm*, ZBB 2010, 20 (24).

Verhalten von vornherein ausgeschlossen werden. Es solle zudem unabhängig von dem tatsächlichen Vorliegen einer Bereicherungsabsicht bestehen¹⁸¹⁸. Demnach sei bei einer kontinuierlichen Berichterstattung des Journalisten über ein bestimmtes Finanzinstrument auch ein generelles Investitionsverbot denkbar¹⁸¹⁹.

Eigengeschäfte mit Finanzinstrumenten, die gleichzeitig Gegenstand der journalistischen Berichterstattung sind, spielen insbesondere bei der Tatbestandsausnahme in Art. 21 lit. a) MAR eine Rolle. Demnach kann das Journalistenprivileg nicht in Anspruch genommen werden, wenn der betreffenden Person oder einer mit ihr in einer engen Beziehung stehenden Person, aus der Offenlegung oder Verbreitung der Information ein unmittelbarer oder mittelbarer Vorteil oder Gewinn erwächst. Auf die Absicht der Herbeiführung eines solchen Vorteils oder Gewinns kommt es nach dem Wortlaut des Art. 21 lit. a) MAR hingegen nicht an. Da schon die Berichterstattung als solche die Sichtbarkeit des Finanzproduktes am Kapitalmarkt erhöht und das Finanzinstrument damit mehr potenziellen Investoren zur Kenntnis gelangt, lässt sich ein mittelbarer Vorteil durch die journalistische Verbreitung praktisch nicht verhindern¹⁸²⁰.

Ein vergleichbares temporäres Handelsverbot sieht Art. 19 Abs. 11 MAR für Führungskräfte und mit diesen in enger Beziehung stehenden Personen vor. Auch diese Regelung soll möglichem Insiderhandel präventiv entgegenwirken und trägt damit dem Umstand Rechnung, dass die Führungskräfte eines Emittenten einen privilegierten Zugang zu Insiderinformationen in Bezug auf ihren Arbeitgeber besitzen¹⁸²¹.

(6) Organisations- und Offenlegungspflichten

Die Leitlinien des Deutschen Presserates machen außerdem umfangreiche Ausführungen zu Organisations- und Offenlegungspflichten von Journalisten und knüpfen dabei an Richtlinie 7.4 Abs. 3 an, wonach Journalisten und Verleger die erforderlichen Maßnahmen treffen um sicherzustellen, dass die Regeln (des Insiderrechts¹⁸²²) eingehalten werden. Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Anlageempfehlungen oder Strategieempfehlungen seien zudem in geeigneter Weise offenzulegen.

¹⁸¹⁸ *Deutscher Presserat*, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 10, III. 1. a) bb).

¹⁸¹⁹ *Deutscher Presserat*, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 12, III. 1. b) aa).

¹⁸²⁰ Ausführlich: F.VII.1.a)bb) Neutralitätsgebot.

¹⁸²¹ F.VII.1.a)bb)(2) Vergleich mit der closed period in Art. 19 Abs. 11 MAR.

¹⁸²² Einschub nur hier.

In dem Leitfaden wird weiter ausgeführt, dass angemessene Maßnahmen von den Erfordernissen des Einzelfalles abhängen würden. Ein Kriterium sei die Bedeutung der Finanzmarktberichterstattung für das betreffende Verlagshaus sowie dessen Größe und Struktur. An ein Verlagshaus, welches regelmäßig und umfangreich über den Finanzmarkt berichtet, seien daher höhere Anforderungen im Hinblick auf die organisatorischen Maßnahmen zu stellen als an eine Lokalzeitung, welche nur gelegentlich Finanzmarktberichterstattung enthalte¹⁸²³. Zudem sollen Journalisten, die keinem generellen Investitionsverbot aufgrund einer kontinuierlichen Berichterstattung unterliegen, ihren Eigenbesitz an einem Finanzinstrument, welches Gegenstand der Berichterstattung ist, dem Ressortleiter offenlegen¹⁸²⁴. Geeignete Organisationsmaßnahmen könnten die Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen sein sowie Zugangsregelungen zu bestimmten Redaktionskonferenzen oder durch Vorkehrungen im gemeinsamen EDV-System, wie Passwort- und Berechtigungsregelungen. Die Organisationsmaßnahmen sollen jedenfalls dafür Sorge tragen, dass Insiderinformationen nur für diejenigen Mitarbeiter des Pressunternehmens zugänglich sind, die diese journalistisch bearbeiten¹⁸²⁵.

Darüber hinaus empfiehlt der Leitfaden zur Überprüfbarkeit der Einhaltung dieser Offenlegungspflichten die Einrichtung eines internen Registers für den Aktienbesitz der Finanzmarktberichtersteller, wobei die Einrichtung und der Umfang des Registers ausdrücklich in das Ermessen des jeweiligen Verlages gestellt werden. Zudem wird als konkrete Maßnahme eine interne Offenlegung des Aktienbesitzes gegenüber dem Vorgesetzten oder anderen Vertrauenspersonen vorgeschlagen. Weiter wird vorgeschlagen, dass die betroffenen Personen ihre Investitionen auch gegenüber einem Notar offenlegen könnten, welcher in Verdachtsfällen auskunftspflichtig wäre. Dies könne auch arbeitsrechtlich abgesichert werden. Darüber hinaus wird die Praxis einiger Verlage, ein vertrauliches Register über das Beteiligungsvermögen von Journalisten und verantwortlichen Redakteuren zu führen, ausdrücklich begrüßt¹⁸²⁶.

¹⁸²³ *Deutscher Presserat*, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 12, III. 1. b).

¹⁸²⁴ *Deutscher Presserat*, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 12, III. 1. b) aa).

¹⁸²⁵ *Deutscher Presserat*, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 12, III. 1. b) aa).

¹⁸²⁶ *Deutscher Presserat*, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 12, III. 1. b) aa).

Ein in der Praxis gängiges Instrument sind interne Leitfäden, zu deren Einhaltung Journalisten arbeitsrechtlich verpflichtet werden. Diese entsprechen inhaltlich dem Verbot des Insiderhandels und der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen und sehen Kontrollmechanismen vor, in deren Rahmen die Journalisten bestimmte Offenlegungspflichten befolgen müssen¹⁸²⁷.

(7) Sorgfaltspflichten

In Ziffer 2 des Presskodexes werden zudem allgemeine Sorgfaltspflichten für Journalisten statuiert¹⁸²⁸, welche inhaltlich den ungeschriebenen Sorgfaltspflichten der delegierten VO (EU) 2016/958¹⁸²⁹ ähneln. In Bezug auf die Finanzmarktberichterstattung wird dieser allgemeine Grundsatz dahingehend ergänzt, dass die Sorgfaltspflicht vor allem bei der Erstellung und Weitergabe von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen eine besondere Rolle spiele. Daher solle insbesondere auf eine exakte Ausdrucksweise geachtet werden. Als Beispiel werden Verhandlungen über eine Übernahme angeführt, über welche nicht als „X übernimmt Y“ zu berichten sei, wenn die Übernahme tatsächlich noch nicht feststeht. Insbesondere im Hinblick auf die informationsgestützte Marktmanipulation, für die bereits das Senden von falschen oder irreführenden Signalen ausreichen kann¹⁸³⁰, kommt es entscheidend auf die Einhaltung journalistischer Sorgfaltspflichten an¹⁸³¹.

4. Journalistische Berufs- und Standesregeln auf europäischer Ebene

Aus den dargestellten nationalen Pressekodizes und internationalen Erklärungen ergeben sich unionsweit einheitliche journalistische Berufsgrundsätze, welche in nahezu allen Kodizes der Mitgliedsstaaten enthalten sind und daher als in der Europäischen Union etabliert gelten können. Auf diese etablierten Berufsgrundsätze ist für die im Sinne des Erwägungsgrundes Nr. 5 zur MAR einheitliche Auslegung der „journalistischen Berufs- und Standesregeln“ i. S. d. Art. 21 MAR abzustellen¹⁸³². Bei diesen etablierten Berufsgrundsätzen handelt es sich um Pflichten eines Journalisten, die dieser einhalten muss, um im Einklang mit den journalistischen Berufs- und Standesregeln zu arbeiten.

¹⁸²⁷ Schröder/Sethe/Daum, S. 17; Schröder/Sethe/Jahn, S. 34.

¹⁸²⁸ Dazu bereits unter: F.VI.3.a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht.

¹⁸²⁹ E.VIII.5 Allgemeine Sorgfaltspflicht.

¹⁸³⁰ D.III.2 Senden falscher oder irreführender Signale.

¹⁸³¹ a.A. Sturm, ZBB 2010, 20 (34).

¹⁸³² Zu der einheitlichen Auslegung: F.VI.1 Erfasste Rechtsquellen.

Neben diesen in nahezu allen Mitgliedsstaaten etablierten journalistischen Berufsgrundsätzen stellen manche nationalen Kodizes, insbesondere durch den Verweis auf entsprechende Leitlinien, zusätzliche Anforderungen an die journalistische Arbeit. Da diese zusätzlichen Anforderungen sich jedoch (noch) nicht in den Kodizes aller Mitgliedsstaaten etabliert haben, handelt es sich bei diesen zusätzlichen Anforderungen um keine Pflichten, die von allen Journalisten einzuhalten sind. Diese zusätzlichen Anforderungen stellen vielmehr Obliegenheiten dar. Ein Verstoß gegen diese Obliegenheiten führt nicht dazu, dass der betreffende Journalist gegen die journalistischen Berufs- und Standesregeln verstößt. Die Einhaltung dieser Obliegenheiten ist neben den verbindlichen Pflichten bei der Anwendung des Art. 21 MAR jedoch zu Gunsten des Journalisten zu berücksichtigen.

a) Pflichten

Ein in der Europäischen Union etablierter Berufsgrundsatz ist eine (1) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht¹⁸³³, wonach Journalisten stets bemüht sein müssen, inhaltlich richtige Tatsachen zu verbreiten. Um dies sicherzustellen sind Journalisten zur Durchführung von Recherchen verpflichtet, bei denen sie erhaltene Informationen kritisch auf ihren Wahrheitsgehalt hin überprüfen, insbesondere durch das Verifizieren einer Information durch weitere unabhängige Quellen¹⁸³⁴.

Zudem besteht (2) eine allgemeine Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten¹⁸³⁵. Neben dem schon in Art. 21 lit. a) MAR kodifizierten Verbot, sich durch die Offenlegung oder Verbreitung einer Information einen unmittelbaren oder mittelbaren Vorteil oder Gewinn zu verschaffen, besteht auch die Pflicht, bereits den Anschein eines Interessenkonfliktes zu vermeiden. Dies ist erforderlich, um die Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit der Presse als Institution im Sinne eines „öffentlichen Wachhundes“ oder „vierter Gewalt“ zu schützen und zu fördern.

Schließlich stellt auch (3) die Einhaltung von Embargos¹⁸³⁶ einen in der Europäischen Union etablierten Berufsgrundsatz dar, wobei diese nicht zu einer Beeinträchtigung der Unabhängigkeit des Journalisten führen dürfen und stets freiwillig geschlossen werden müssen. Wenn sich

¹⁸³³ F.VI.3.a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht.

¹⁸³⁴ Im Ergebnis ebenso: *Nietsch*, BKR 2022, 611 (618).

¹⁸³⁵ F.VI.3.b) Allgemeine Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten.

¹⁸³⁶ F.VI.3.c) Embargos.

ein Journalist auf die Vereinbarung eines Embargos einlässt, entfaltet das Embargo eine Bindungswirkung, da solche Vereinbarungen und das Vertrauen der Quelle auf deren Einhaltung ein wichtiges Werkzeug für den Aufbau eines Vertrauensverhältnisses zwischen Quelle und Journalisten darstellt.

b) Obliegenheiten

Neben den Pflichten sind, insbesondere aufgrund der in manchen Mitgliedsstaaten zusätzlich zu den Kodizes bestehenden Leitlinien, weitere journalistische Berufsgrundsätze erkennbar, welche jedoch aufgrund ihrer (noch) nicht flächendeckenden Verbreitung in den Mitgliedsstaaten keine Pflichten, sondern lediglich Obliegenheiten darstellen. Die nationalen journalistischen Vereinigungen haben daher auch weiterhin einen Anreiz, ihre Kodizes zu überarbeiten und Leitfäden anzupassen oder zu verabschieden, da diese trotz einer unionsweit einheitlichen Auslegung der journalistischen Berufs- und Standesregeln nicht unerheblich werden. Folglich lassen sich die Obliegenheiten nicht abschließend bestimmen, sondern unterliegen vielmehr einem Entwicklungsprozess in der journalistischen Selbstregulierung.

Beispiele für solche Obliegenheiten finden sich in Bezug auf den Umgang mit Interessenkonflikten. Die Leitfäden stellen gewisse Anforderungen an die interne Organisation von Medienakteuren, insbesondere Verlagen, um mögliche Interessenkonflikte zu erkennen und diese dann offenzulegen. Eine Obliegenheit besteht daher in der Schaffung einer Organisation, welche Interessenkonflikte überwacht und gegebenenfalls offenlegt. Dies kann nach dem Vorbild des belgischen Leitfadens durch die Bestimmung eines festen Ansprechpartners¹⁸³⁷ geschehen oder durch die Einrichtung eines internen oder externen Aktienregisters in Verbindung mit einer entsprechenden arbeitsvertraglichen Meldepflicht¹⁸³⁸. Ein weiteres Beispiel für eine Obliegenheit ist die im deutschen Leitfaden geregelte Zwei-Wochen-Frist, insbesondere das sich daraus ergebende dauerhafte Investitionsverbot in ein bestimmtes Finanzinstrument, welches für die Personen gelten soll, die kontinuierlich über dieses Finanzinstrument berichten¹⁸³⁹.

¹⁸³⁷ F. VI.3.e)bb)(2) Compliance-Beauftragter.

¹⁸³⁸ F. VI.3.e)ee)(6) Organisations- und Offenlegungspflichten.

¹⁸³⁹ F. VI.3.e)ee)(5) Zwei-Wochen-Frist.

5. Folgen der Einhaltung oder des Verstoßes gegen journalistische Berufs- und Standesregeln

In Bezug auf die Folgen der Beachtung der journalistischen Berufs- und Standesregeln bei der Anwendung des Art. 21 MAR auf den Tatbestand des Art. 10 MAR führt der EuGH in seiner AMF/LVMH-Entscheidung aus, dass die Einhaltung journalistischer Berufsregeln nicht ohne weiteres den Schluss zulässt, dass die Offenlegung einer Insiderinformation verhältnismäßig im Sinne des Art. 10 MAR war. Dabei nimmt der EuGH ausdrücklich Bezug auf die Ausführungen der Generalanwältin Kokott¹⁸⁴⁰. Diese hatte in den Schlussanträgen in Bezug auf den Vortrag des klagenden Journalisten, er habe sich an die für ihn geltenden journalistischen Berufs- und Standesregeln gehalten, ausgeführt, dass selbst die Einhaltung journalistischer Berufsregeln zumindest in dem vorliegenden Kontext nicht ohne weiteres den Schluss zulasse, dass die Offenlegung der Insiderinformation rechtmäßig war.

Zur Begründung führt Kokott aus, dass die in den Mitgliedsstaaten geltenden berufsständischen Normen den Konflikt der Pressefreiheit mit dem Insiderrecht zum Teil nur ansatzweise lösen würden, sodass durch eine bloße Orientierung an den berufsständischen Regeln für die Journalistentätigkeit der von Art. 21 MAR angestrebte Ausgleich zwischen Pressefreiheit und Marktintegrität nicht erreicht werden könne. Daher bleibe die grundrechtliche Gewährleistung der Presse- und Meinungsfreiheit der entscheidende Maßstab, deren Inhalt der einfache Gesetzgeber oder berufsständische Organisationen ohnehin nicht frei bestimmen könnten¹⁸⁴¹.

Dem ist vollständig zuzustimmen. Die journalistischen Berufs- und Standesregeln sind schon nach dem Wortlaut des Art. 21 MAR lediglich zusätzlich zu den Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in anderen Medien zu berücksichtigen und sollen diese nicht ersetzen¹⁸⁴². Zudem ist die Feststellung, dass die berufsständischen Normen der Mitgliedsstaaten den Konflikt zwischen der Pressefreiheit und dem Insiderrecht jedenfalls nicht flächendeckend umfassend regeln zutreffend¹⁸⁴³. Die Einhaltung der journalistischen Berufs-

¹⁸⁴⁰ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 86 = NJW 2022, 2671 (2676).

¹⁸⁴¹ Kokott, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 103 = BeckRS 2021, 26204.

¹⁸⁴² F.VI.1.f) Verhältnis zu den Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in anderen Medien.

¹⁸⁴³ F.VI.3 Die nationalen Pressekodizes.

und Standesregeln stellt folglich nur eines von mehreren Kriterien dar, welche bei der Anwendung des Art. 21 MAR auf die Verbotstatbestände zu berücksichtigen sind¹⁸⁴⁴. Im Umkehrschluss hat ein Verstoß gegen die journalistischen Berufs- und Standesregeln nicht zwingend zur Folge, dass die Offenlegung oder Verbreitung der Information nicht durch die Pressefreiheit gedeckt war und somit ein Verstoß gegen die MAR vorliegt¹⁸⁴⁵. Bei einem vorsätzlichen Verstoß gegen das journalistische Berufsethos kann sich nach der Rechtsprechung des EGMR jedoch nicht mehr auf die Pressefreiheit berufen werden¹⁸⁴⁶.

Die Generalanwältin Kokott führt weiter aus, dass für den Fall, dass ein Verhalten, welches ein Journalist unter alleiniger Orientierung an den berufsständischen Regeln für zulässig halten durfte, dennoch ein Verstoß gegen das Offenlegungsverbot (oder einen anderen in Art. 21 MAR genannten Verbotstatbestand) darstellt, der Einhaltung der berufsständischen Regeln Rechnung getragen werden könne, indem keine Sanktion verhängt werde. Damit könne ein rechtssicherer Rahmen für die Tätigkeit von Journalisten im kapitalmarktrelevanten Bereich gewährleistet werden¹⁸⁴⁷. Dabei nimmt die Generalanwältin Bezug auf die Entscheidung des EGMR in dem Verfahren Haldimann u.a./Schweiz¹⁸⁴⁸, in welchem dieser zu Gunsten der Journalisten berücksichtigt hatte, dass diese gutgläubig im Hinblick auf die Einhaltung der journalistischen Berufs- und Standesregeln gehandelt haben¹⁸⁴⁹.

Soweit die Generalanwältin jedoch schlussfolgert, dass bei Einhaltung der journalistischen Berufs- und Standesregeln auf eine Sanktionierung von Verstößen gegen die MAR verzichtet werden könne und dadurch ein sicherer Rechtsrahmen für die Tätigkeit von Journalisten im kapitalmarktrelevanten Bereich geschaffen werden könne¹⁸⁵⁰, vermag dies nicht zu überzeugen. Die Frage, ob letztlich ein Verstoß gegen die Marktmissbrauchsverordnung vorliegt oder nicht, ist, unabhängig von der mit dem Verstoß verbundenen Sanktion, von entscheidender Bedeutung sowohl für den betroffenen Journalisten als auch für das Medium, in dem der Beitrag publiziert worden ist.

¹⁸⁴⁴ F.VIII Rechtsfolgen des Art. 21 MAR; a.A. wohl Park/*Saliger*, 6.1 Rn. 263, wonach der objektive Tatbestand der informationsgestützten Marktmanipulation entfallen würde, wenn Journalisten ihren Sorgfalts-, Neutralitäts- und Wahrheitspflichten erfüllen würden, wobei auf Art. 7 des deutschen Pressekodexes verwiesen wird.

¹⁸⁴⁵ Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 31; Zu 20 a Abs. 6 WpHG a.F. Schröder/Sethe/*Germann*, S. 66, 67.

¹⁸⁴⁶ B.II.10.b) Bewusste Verstöße gegen das Berufsethos.

¹⁸⁴⁷ Kokott, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 104 = BeckRS 2021, 26204.

¹⁸⁴⁸ EGMR, Urteil vom 24. Februar 2015 – 21830/09 (Haldimann u.a./Schweiz).

¹⁸⁴⁹ B.II.10.b) Bewusste Verstöße gegen das Berufsethos.

¹⁸⁵⁰ Kokott, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 Rn. 104 = BeckRS 2021, 26204.

Schon der EGMR hatte in seiner Entscheidung zu Haldimann u.a./Schweiz festgestellt, dass es vorkommen könne, „dass die Tatsache der Verurteilung selbst eine größere Rolle spielt als der unbedeutende Charakter der verhängten Strafe“. Gegen die klagenden Journalisten war lediglich eine Geldstrafe in Höhe von zwölf bzw. drei Tagessätzen verhängt worden. Der EGMR stellte jedoch fest, dass auch sehr geringe Sanktionen die Presse dazu bewegen können, von der Äußerung von Kritik Abstand zu nehmen¹⁸⁵¹. Gerade bei der Berichterstattung mit Kapitalmarktbezug spielt zudem das Vertrauen der Leserschaft in die Seriosität und Integrität eines Mediums eine besonders große Rolle. Einen entsprechenden Ruf müssen sich die Journalisten und auch die herausgebenden Medien selbst über einen langen Zeitraum erarbeiten. Vor diesem Hintergrund wiegt der Reputationsschaden, wegen eines Verstoßes gegen die Marktmissbrauchsverordnung verurteilt worden zu sein, wesentlich schwerer als die Frage, ob eine hohe, niedrige oder auch gar keine Geldstrafe zu zahlen ist.

Zudem ist in Bezug auf die Rechtsfolge zwischen einem Verstoß gegen aus den journalistischen Berufs- und Standesregeln stammende Pflichten und zwischen der Nichteinhaltung bloßer Obliegenheiten zu unterscheiden. Nur der Verstoß gegen eine Pflicht ist auch als ein Verstoß gegen die journalistischen Berufs- und Standesregeln des Art. 21 MAR zu verstehen. Die Nichteinhaltung der Obliegenheiten hat hingegen keine negativen Auswirkungen für die betreffende Person, sondern wird im Falle der Befolgung lediglich zu deren Gunsten berücksichtigt¹⁸⁵².

VII. Ausnahmen gemäß Art. 21 lit. a) und lit. b) MAR

Art. 21 MAR enthält in lit. a) und b) Rückausnahmen, bei deren Vorliegen die Tatbestandsreduktion nicht eingreifen soll. Dies ist gemäß Art. 21 lit. a) MAR der Fall, wenn den betreffenden Personen oder mit diesen Personen in enger Beziehung stehenden Personen ein unmittelbarer oder mittelbarer Vorteil oder Gewinn aus der Offenlegung oder Verbreitung der betreffenden Information erwächst. Art. 21 lit. b) MAR schließt die Tatbestandsreduktion für den Fall aus, dass die Weitergabe oder Verbreitung in der Absicht erfolgt, den Markt in Bezug auf das Angebot von Finanzinstrumenten, die Nachfrage danach oder ihren Kurs irrezuführen. In diesen Fällen überwiegt das Interesse am Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes durch die Verhinderung von Insiderdelikten das Grundrecht aus Art. 11 GRCh.

¹⁸⁵¹ EGMR, Urteil vom 24. Februar 2015 – 21830/09 Rn. 67 (Haldimann u.a./Schweiz).

¹⁸⁵² F.VI.4 Journalistische Berufs- und Standesregeln auf europäischer Ebene.

1. Absicht der Vorteilserlangung Art. 21 lit. a) MAR

Betreffende Person im Sinne dieser Vorschrift ist die Person, die eine Information offenlegt oder verbreitet oder eine Empfehlung gibt und dadurch einen der Tatbestände der Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c), oder 20 MAR erfüllt. Diese soll sich dann nicht auf Art. 21 MAR berufen können, wenn ihr aus der Offenlegung oder Verbreitung der betreffenden Information ein mittelbarer oder unmittelbarer Vorteil oder Gewinn entsteht. Eine entsprechende Rückausnahme enthielt auch schon die Vorgängerregelung des Art. 21 MAR, § 20 Abs. 6 WHG aF, durch welche die Marktmissbrauchs-RL 2003 umgesetzt worden ist. Nach der damaligen Auslegung umfasste ein unmittelbarer oder mittelbarer Vorteil oder Gewinn alles, was die betreffende Person direkt oder indirekt in ihrer wirtschaftlichen, rechtlichen oder persönlichen Lage besserstellt. Diese Definition ist auch auf die Nachfolgeregelung in Art. 21 lit. a) MAR anwendbar¹⁸⁵³.

Der reine Empfang einer Information an sich ist jedoch kein unmittelbarer oder mittelbarer Vorteil im Sinne der Vorschrift. Vielmehr fordert schon der Wortlaut ein aktives Tätigwerden der betreffenden Person durch ein Offenlegen oder Verbreiten und nicht nur ein bloßes Empfangen von Informationen¹⁸⁵⁴. Ferner hat die betreffende Person keine vollständige Kontrolle darüber, welche Informationen ihr zugespielt werden. Wenn das rein passive Empfangen von Informationen schon ausreichen würde, um den Tatbestand des Art. 21 lit. a) MAR zu eröffnen, könnten die betreffenden Personen durch das Zuspielen von Informationen bewusst in den Ausnahmetatbestand des Art. 21 lit. a) MAR gedrängt und somit aus der Privilegierung in Art. 21 MAR verdrängt werden. Dies entspräche nicht dem Sinn und Zweck der Vorschrift. Ziel der Regelung ist es vielmehr sicherzustellen, dass lediglich die wirtschaftlich neutrale Berichterstattung von der Privilegierung des Art. 21 MAR profitiert und die Privilegierung nicht dazu missbraucht wird, sich selbst oder einer in einer engen Beziehung stehenden Personen Vorteile oder Gewinne zu verschaffen.

Eine andere Bewertung ist jedoch angezeigt, wenn die Person, die sich auf die Privilegierung nach Art. 21 MAR berufen will, Informationen empfängt, um die sie sich aktiv, etwa im Rahmen von Recherchearbeiten, bemüht hat. In einem solchen Fall liegt gerade kein bloßes Emp-

¹⁸⁵³ Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 158; Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 31; Klöhn/Büttner WM 2016, 2241 (2245); Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 27; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 12; zu § 20 a Abs. 6 WpHG aF: Nossol, S. 199.

¹⁸⁵⁴ Im Ergebnis: Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 33; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 12.1.

fangen von Informationen vor, sondern diesem Empfangen ging ein aktives Handeln der betreffenden Person voraus. Der Empfang solcher Informationen kann daher einen Vorteil im Sinne des Art. 21 lit. a) MAR darstellen.

a) Veröffentlichungen und Verbreitungen die eigenen Finanzinstrumente betreffen

Schwieriger zu beurteilen sind Situationen, in denen die betreffenden Personen selbst Finanzinstrumente halten, über die sie Informationen offenlegen oder verbreiten und dadurch den Tatbestand der Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) oder 20 MAR erfüllen würden. Dabei ist zu bedenken, dass es im Anwendungsbereich des Art. 21 MAR um die Veröffentlichung und Verbreitung von sehr sensiblen Informationen geht, die potenziell zum Insiderhandel oder zur Marktmanipulation geeignet sind und für die betreffenden Personen entsprechende finanzielle Chancen bieten und ein entsprechendes potenzielles Risiko für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes darstellen. Für die Offenlegung oder Verbreitung von Informationen, die diese Qualität nicht aufweisen¹⁸⁵⁵, kommt es auf die Anwendung des Art. 21 MAR schon gar nicht an, da für solche Fälle die Tatbestände der Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c), 20 MAR schon nicht erfüllt sind.

In den erfassten Fällen der Veröffentlichung und Verbreitung liegt es nahe anzunehmen, dass die betreffenden Personen gegenüber anderen Anlegern einen Informationsvorsprung haben, da sie zwangsläufig vor der Veröffentlichung oder Verbreitung der Informationen, zumindest von der Veröffentlichung selbst, Kenntnis haben und eine mögliche Kursreaktion auf die Veröffentlichung bei ihren Anlageentscheidungen entsprechend berücksichtigen können¹⁸⁵⁶. Aufgrund der Tatsache, dass die betreffenden Personen Finanzinstrumente des Emittenten halten, der Gegenstand ihrer Veröffentlichung oder Verbreitung ist, hat diese eine unmittelbare Auswirkung auf ihre eigenen wirtschaftlichen Verhältnisse oder zumindest auf ihre persönliche Lage unabhängig davon, ob diese Auswirkungen von ihnen beabsichtigt sind. Ein zumindest mittelbarer Vorteil der Personen, die Informationen über Emittenten veröffentlichen, deren Wertpapiere sie selbst halten, ist somit nicht von der Hand zu weisen¹⁸⁵⁷.

¹⁸⁵⁵ C.II.1 Offenlegung von Insiderinformationen.

¹⁸⁵⁶ So auch *Kokott*, Generalanwältin beim EuGH, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20, Rn. 48, 49 wonach der Zeitpunkt und die Tatsache der Veröffentlichung selbst eine Insiderinformation darstellen, sofern die Veröffentlichung selbst wiederum Insiderinformationen enthält; dem folgend: EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 44 = NJW 2022, 2671 (2674).

¹⁸⁵⁷ So auch: Habersack/Mülbert/Schlitt/*Foerster*, § 23, Rn. 158, der die Einschränkung für Journalisten aufgrund des Interessenkonfliktes für gerechtfertigt und verhältnismäßig hält.

In der Literatur zu Art. 21 lit. a) MAR¹⁸⁵⁸ und auch schon zu § 20a Abs. 6 WpHG aF¹⁸⁵⁹ wird die Auffassung vertreten, dass der Umstand, dass die betreffende Person selbst Wertpapiere des Emittenten hält, nicht automatisch dazu führt, dass die Person gemäß Art. 21 lit. a) MAR von der Privilegierung des Art. 21 MAR ausgenommen wird¹⁸⁶⁰. Dies wird damit begründet, dass andernfalls mit jedem Erwerb von Finanzinstrumenten eine Einschränkung der Presse- und Meinungsfreiheit einhergehen würde, was eine kaum zu rechtfertigende Beschränkung des Grundrechts aus Art. 11 GRCh darstellen würde¹⁸⁶¹. Vielmehr solle eine Einschränkung nur in dergestalt erfolgen, dass Art. 21 lit. a) MAR dann eröffnet sein soll, wenn dem Betroffenen ein Vorteil oder Gewinn gerade für die ungerechtfertigte Offenlegung oder Verbreitung gewährt wird¹⁸⁶². Als systematisches Argument wird außerdem angeführt, dass die in Art. 20 MAR statuierte Offenlegungspflicht für Anlageempfehlungen bei Interessenkonflikten¹⁸⁶³ ins Leere laufen würde, wenn ein solcher Interessenkonflikt bereits unter Art. 21 lit. a) MAR fiele¹⁸⁶⁴.

In der Literatur zu § 20 a Abs. 6 WpHG aF wurde zudem eine Differenzierung nach dem (vermuteten) Grad der Beeinflussung der Berichterstattung des Journalisten durch seine finanzielle Beteiligung vertreten. Demnach sei eine finanzielle Beteiligung eines Journalisten unproblematisch, wenn dieser keine Kenntnis von dieser Beteiligung habe, etwa da diese Beteiligung durch einen aktiv gemanagten Fonds aufgebaut worden ist, an welchem der Journalist Anteile hält und auf dessen Investitionen er keinen direkten Einfluss hat. Das Journalistenprivileg würde in einem solchen Fall solange gelten, bis die Berichterstattung des Journalisten durch diese indirekte wirtschaftliche Beteiligung beeinflusst werden würde¹⁸⁶⁵.

aa) Beschränkung der Presse- und Meinungsfreiheit

Dem ist entgegenzuhalten, dass eine Einschränkung der Presse- und Meinungsfreiheit eine Frage der Perspektive ist. Ausgehend von der Presse- und Meinungsfreiheit wird nicht diese eingeschränkt, sondern die Privatautonomie der Personen, die das sogenannte „Journalistenprivileg“ für sich in Anspruch nehmen wollen. Diese Personen müssen, um in den Genuss dieses

¹⁸⁵⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 32; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, Art. 21 MAR, Rn. 18; Klöhn/Büttner WM 2016, 2241 (2245); a.A. Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23, Rn. 158.

¹⁸⁵⁹ Assmann/Schneider/Vogel, § 20 a Rn. 138; Hirte/Möllers/Mock § 20a Rn. 456; wohl a.A. Fuchs/Fleischer, § 20a Rn. 145.

¹⁸⁶⁰ Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 228; Habersack/Mülbert/Schlitt/Paschos/Goslar, § 26 Rn. 33, jeweils ohne nähere Begründung.

¹⁸⁶¹ Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 32; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, Art. 21 Rn. 18.

¹⁸⁶² Klöhn/Klöhn, Art. 21, Rn. 32; Zu § 20a WpHG a.F. Hirte/Möllers/Mock, § 20a Rn. 456.

¹⁸⁶³ E.VIII.3 Allgemeine Offenlegungspflichten; Vgl. Art. 5 Abs. 1 delegierten VO (EU) 2016/958.

¹⁸⁶⁴ Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, Art. 21 Rn. 18.

¹⁸⁶⁵ Flaig, S. 100 (101); dem folgend: Nossol, S. 201f.

Privilegs zu kommen, ihre eigenwirtschaftlichen Interessen, jedenfalls soweit sie mit der zu privilegierenden Veröffentlichung in Zusammenhang stehen, zurückstellen¹⁸⁶⁶. Der Schutzbereich der Presse- und Meinungsfreiheit umfasst darüber hinaus auch nicht private wirtschaftliche Interessen einzelner veröffentlichender Personen, sondern nur jene wirtschaftlichen Aktivitäten, die für den wirtschaftlichen Bestand des jeweiligen Presseorgans notwendig sind¹⁸⁶⁷. Ganz im Gegenteil sollen lediglich die Handlungen in den Schutzbereich fallen, die in journalistischer Eigenschaft – und gerade nicht in privater – vorgenommen werden¹⁸⁶⁸.

Dies wäre jedoch nur für die Offenlegungen und Verbreitungen relevant, die die Tatbestände der Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) oder 20 MAR erfüllen, da die betreffenden Personen andernfalls auf die Privilegierung des Art. 21 MAR gar nicht angewiesen wären¹⁸⁶⁹. Selbst wenn man also von einer Beschränkung der Presse- und Meinungsfreiheit ausginge, würde diese keinesfalls zwangsläufig mit jedem Erwerb eines Finanzprodukts einhergehen¹⁸⁷⁰. Die erwerbende Person könnte nach wie vor von ihrer Presse- und Meinungsfreiheit bezüglich des Emittenten, dessen Finanzprodukte sie besitzt, Gebrauch machen und auch Beiträge über diesen Emittenten oder dieses Finanzinstrument verfassen.

Eine Beschränkung würde nur insoweit bestehen, als dass die veröffentlichende Person, wie alle anderen nicht-privilegierten Personen auch, an die Anforderungen der MAR, insbesondere an die Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) und 20 MAR, gebunden wäre und lediglich nicht nach Art. 21 MAR privilegiert wird. Mit anderen Worten wird ein Journalist, der in Emittenten oder Finanzprodukte investiert, lediglich davon abgehalten, über diese in einer Art und Weise zu berichten, die gegen Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) und 20 MAR verstoßen würde und nur unter Berücksichtigung des Art. 21 MAR noch mit der MAR vereinbar wäre. Zudem wäre die Anwendbarkeit des Art. 21 lit. a) MAR nicht von unbegrenzter Dauer, da der Vorteil der durch die Berichterstattung entstanden ist, regelmäßig nicht unbegrenzt anhält. Der Deutsche Presserat schlägt in Richtlinie

¹⁸⁶⁶ So wohl auch die Ansicht des Deutschen Presserates, welcher zum einen ein insgesamt vierwöchiges Handelsverbot für den betreffenden Journalisten in Bezug auf das betroffene Finanzinstrument empfiehlt (F.VI.3.e)ee)(5) Zwei-Wochen-Frist) und bei einer regelmäßigen Berichterstattung gar ein generelles Verbot für Investitionen in das betreffende Finanzinstrument für möglich hält (F.VI.3.e)ee)(6) Organisations- und Offenlegungspflichten).

¹⁸⁶⁷ B.II.2.b)cc) Pressefreiheit a.A. zu § 20 a Abs. 6 WpHG aF wohl *Nossol*, S. 201 (202), die auch „jedes privates Vermögensrecht, sowie das Anteilseigentum und damit auch private Aktienbestände oder Ähnliches“ für geschützt hält, wobei sich jedoch auf Art. 14 Abs. 1 S. 1 GG und damit auf das Recht auf Eigentum bezieht, das sie offenbar für einschlägig hält.

¹⁸⁶⁸ *Kokott*, Generalanwältin beim EuGH, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20, Rn. 79 mwN.

¹⁸⁶⁹ Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 4.

¹⁸⁷⁰ So jedoch insbesondere Klöhn/*Klöhn*, Art. 21, Rn. 31; Klöhn/Büttner WM 2016, 2241 (2245).

7.4 Abs. 2 einen Zeitraum von zwei Wochen, jeweils vor und nach der Verbreitung vor, also insgesamt einen Zeitraum von vier Wochen¹⁸⁷¹.

bb) Neutralitätsgebot

Demnach stellt sich vielmehr die Frage, ob Personen, die Art. 21 MAR für sich in Anspruch nehmen wollen, dafür in Kauf nehmen müssen, dass in Bezug auf die Finanzinstrumente, über die sie Informationen offenlegen oder verbreiten, ihre Privatautonomie eingeschränkt wird. Art. 21 MAR soll seinem Sinn und Zweck nach die betreffenden Personen in den Fällen schützen, in denen die Ausübung der Presse- und Meinungsfreiheit gerade der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts dient und eine Beschränkung dieser Grundfreiheiten durch die Verbotsnormen der MAR eine öffentliche Kontrolle durch die Presseberichterstattung erschweren würde. Nur in diesen Fällen werden die Verbotstatbestände der MAR zugunsten des Grundrechts aus Art. 11 GRCh und zum Schutze der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts auf Tatbestandsebene einschränkend ausgelegt.

So soll sichergestellt werden, dass die Presse ihre Kontrollfunktion als „vierte Gewalt“ wahrnehmen kann. Die Presse soll sich dabei am Informationsinteresse der Öffentlichkeit orientieren und über Vorgänge berichten, die von allgemeinem oder gesellschaftlichem Interesse sind¹⁸⁷². Ihrer Funktion nach soll die Berichterstattung über kapitalmarktrechtliche Themen neutral erfolgen und so zu einer Steigerung der Informationseffizienz des Kapitalmarktes beitragen. Dazu muss sich die Presse von interessengelenkten Veröffentlichungen wie Werbeprospekten unterscheiden und auch unterscheidbar sein, indem sie transparent und gerade nicht interessengelenkt berichtet und Tatsachen möglichst objektiv darstellt. Die dazu notwendige Neutralität kann jedoch nicht bestehen, wenn der Inhalt der Berichterstattung eine unmittelbare Auswirkung auf die wirtschaftlichen Verhältnisse der veröffentlichenden Personen hat, ganz unabhängig davon, ob diese Auswirkungen von den Personen beabsichtigt waren.

Ein öffentliches Interesse ist insbesondere bei der Aufdeckung von Unternehmensfehlverhalten gegeben, welches häufig mit einer öffentlichen Diskussion über die Wirtschaftsregulierung oder etwaige Versäumnisse staatlicher Stellen einhergeht¹⁸⁷³. Die Wahrnehmung dieser Aufgabe setzt jedoch wirtschaftliche Neutralität voraus, da ansonsten die Gefahr bestünde, dass das

¹⁸⁷¹ F. VI.3.e)ee)(5) Zwei-Wochen-Frist.

¹⁸⁷² *Kokott*, Generalanwältin beim EuGH, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20, Rn. 93.

¹⁸⁷³ *Kokott*, Generalanwältin beim EuGH, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20, Rn. 94.

öffentliche Informationsinteresse mit den privaten wirtschaftlichen Interessen kollidiert¹⁸⁷⁴. Überdies bedarf es zur Wahrnehmung öffentlicher Interessen einer gewissen Bekanntheit und Reputation als ein unabhängiges und daher neutral berichtendes Medium¹⁸⁷⁵. Interessenkonflikte mit privaten wirtschaftlichen Interessen einzelner Akteure der Presseorgane würde dem Ansehen und der Glaubwürdigkeit des jeweiligen Presseorgans schaden und daher der öffentlichen Kontrollfunktion der Presse entgegenstehen¹⁸⁷⁶.

Die Berichterstattung über kapitalmarktrechtliche Themen muss neutral erfolgen, um zu einer Steigerung der Informationseffizienz des Kapitalmarktes beizutragen¹⁸⁷⁷. Sobald jemand die Finanzprodukte eines Emittenten hält, hat er sich dieser Neutralität selbst beraubt und sich so in den Anwendungsbereich des Art. 21 lit. a) MAR begeben. Dies bedeutet jedoch nicht, dass er sein Grundrecht aus Art. 11 GRCh nicht mehr ausüben darf. Es bedeutet lediglich, dass aufgrund des vorhandenen Eigeninteresses eine neutrale und dem öffentlichen Interesse folgende Berichterstattung nicht mehr uneingeschränkt möglich ist, womit der Grund für eine Privilegierung nach Art. 21 MAR entfällt. Die betreffende Person muss dann, wie alle anderen Marktteilnehmer auch, bei der Ausübung ihrer Presse- und Meinungsfreiheit, im Hinblick auf die Finanzinstrumente, die sie selbst hält, die Vorschriften der MAR beachten, ohne dass bei der Auslegung die Presse- und Meinungsfreiheit nach Art. 21 MAR besondere Berücksichtigung findet¹⁸⁷⁸.

(1) Privilegierter Zugang zu Insiderinformationen

Die Privilegierung des Art. 21 MAR i.V.m. dem Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen nach Art. 14 lit. c), 10 MAR, wird gerade für diejenigen Journalisten relevant, die intensiv und investigativ recherchieren und dabei in Kontakt mit Insiderinformationen kommen¹⁸⁷⁹. Sobald sie diese im Rahmen ihrer Veröffentlichungen oder der redaktionellen Zusammenarbeit offenlegen oder verbreiten, laufen sie Gefahr, in den Anwendungsbereich der

¹⁸⁷⁴ Was nach den Standesregeln grundsätzlich zu vermeiden ist: F.VI.3.b) Allgemeine Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten und auch nach Art. 20 MAR i.V.m. Art. 5 delegierten VO (EU) 2016/958 jedenfalls transparent gemacht werden soll.

¹⁸⁷⁵ So auch das Selbstverständnis der Presse: Zif. 1 Pressekodex (Deutschland).

¹⁸⁷⁶ Zif. 6, 7, 7.4 Pressekodex (Deutschland) verbieten die Vermischung von redaktionellen Veröffentlichungen und wirtschaftlichen Interessen im Allgemeinen und insbesondere privaten wirtschaftlichen Interessen; ebenfalls ausdrücklich: Editors' Code of Practice (Großbritannien) 13. Financial Journalism, 1. Accuracy, mit ausführlicher Definition des „public interest“.

¹⁸⁷⁷ F.VI Journalistische Berufs- und Standesregeln.

¹⁸⁷⁸ Im Ergebnis ebenso: Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 158, der die Einschränkung für Journalisten aufgrund des Interessenkonfliktes für gerechtfertigt und verhältnismäßig hält.

¹⁸⁷⁹ Dazu: F.VIII.1 Auswirkungen auf die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.

unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen nach Art. 10 MAR zu geraten¹⁸⁸⁰ und sind daher auf eine privilegierte Behandlung angewiesen, die ihnen der Art. 21 MAR verschaffen soll.¹⁸⁸¹ Diese Journalisten haben einen berufsbedingten besonderen Zugang zu Insiderinformationen und zu Möglichkeiten, diese zu veröffentlichen. Sie sind daher in besonderer Weise dazu in der Lage, die Informationseffizienz des Kapitalmarktes zu verbessern, indem sie diese Informationen durch ihre Veröffentlichungen den Marktteilnehmern zur Verfügung stellen. Auf der anderen Seite besteht auch eine hohe Missbrauchsgefahr durch das Zusammenfallen von Zugang zu Insiderinformationen und der Privilegierung des Art. 21 MAR.

In der Regel verfügen die Journalisten über ein Netzwerk an Quellen, durch die sie mit Informationen versorgt werden. Sie haben im Gegenzug die Möglichkeit, über das Recht auf Quellenschutz aus Art. 11 GRCh diese Quellen zu schützen¹⁸⁸². Diese Schutzmöglichkeit erhöht das Vertrauen und die Bereitschaft der Quellen, Informationen mit ihnen zu teilen. Darüber hinaus ist es im Rahmen der redaktionellen Arbeit oder der Arbeit in Recherchekooperationen notwendig, bisherige Erkenntnisse und Rechercheansätze innerhalb des Netzwerks oder der Redaktion zu teilen und damit offenzulegen¹⁸⁸³. Falls dies Insiderinformationen betrifft, ist dieses Vorgehen durch Art. 21 MAR i.V.m. Art. 11 GRCh grundsätzlich geschützt.¹⁸⁸⁴ Journalisten haben daher einen besonderen Zugang zu Insiderinformationen, der auch die Gefahr des Marktmissbrauchs mit sich bringt. In der MAR hat der europäische Gesetzgeber besondere Regeln für Personen geschaffen, die einen berufsbedingt guten Zugang zu Insiderinformationen haben, um möglichem Marktmissbrauch präventiv entgegen zu wirken.

(2) Vergleich mit der closed period in Art. 19 Abs. 11 MAR

Im Rahmen der Directors Dealings oder Managers' Transactions in Art. 19 MAR hat der europäische Gesetzgeber eine Regelung für eine vergleichbare Konstellation getroffen. Art. 19 MAR regelt besondere Transparenzpflichten für Emittenten und deren Führungskräfte, sofern die Führungskräfte Eigengeschäfte betreiben, also Finanzprodukte des Emittenten handeln, bei dem sie als Führungskraft tätig sind.

¹⁸⁸⁰ Klöhn/Büttner WM 2016, 2241 (2245); F.VIII.1 Auswirkungen auf die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.

¹⁸⁸¹ So das Ziel gem. Erwägungsgrund Nr.77 MAR.

¹⁸⁸² B.II.5B.II.5 Quellenschutz.

¹⁸⁸³ So auch: Klöhn/Büttner WM 2016, 2241 (2245) mit Beispielen.

¹⁸⁸⁴ F.VIII.1.c) Offenlegung von Insiderinformationen innerhalb von Medien.

(a) Ziel und Inhalt der Regelung

Ziel der Regelung ist neben der Förderung der Kapitalmarkttransparenz die Verbesserung der informationellen Chancengleichheit und die Verhinderung von Insiderhandel¹⁸⁸⁵. Letzteres soll insbesondere durch die sogenannte „closed period“ sichergestellt werden. Als „closed period“ bezeichnet man die 30 Kalendertage vor der Ankündigung eines Zwischenberichts oder eines Jahresabschlussberichts. Gemäß Art. 19 Abs. 11 MAR besteht für Führungskräfte während dieses Zeitraums ein temporäres, periodisches Handelsverbot von Eigengeschäften mit den Finanzprodukten des Emittenten dessen Führungskraft sie sind¹⁸⁸⁶. Innerhalb dieses Zeitraums hat der europäische Gesetzgeber die Gefahr von Insidergeschäften von Führungskräften als so hoch angesehen, dass er nur ein vollständiges Handelsverbot für geeignet hielt, um Insiderhandel in diesem besonders sensiblen Zeitraum zu verhindern¹⁸⁸⁷. Art. 19 Abs. 12 MAR berechtigt den Emittenten, einer Führungskraft Eigengeschäfte während der „closed period“ zu erlauben, sofern die engen Voraussetzungen des Art. 19 Abs. 12 lit. a) oder lit. b) MAR vorliegen.

(b) Interessenabwägung zwischen Funktionsschutz und Privatautonomie

Begründet wird dieses befristete Handelsverbot damit, dass diese Personen aufgrund ihrer beruflichen Stellung im Unternehmen regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und daher den übrigen Marktteilnehmern regelmäßig und systematisch überlegen sind und die möglichen Gewinne aus dem Insiderhandel in besonderem Maße zu Insiderhandel verleiten¹⁸⁸⁸. Da die Kurse vieler Emittenten dazu tendieren, besonders stark auf veröffentlichte Quartalsberichte und Jahresabschlüsse zu reagieren, hat der Gesetzgeber den Zeitraum unmittelbar vor solchen Veröffentlichungen als so sensibel angesehen, dass er den Führungskräften im Sinne des Art. 19 Abs. 1 MAR den Handel mit Finanzprodukten, die im Zusammenhang mit dem Emittenten und den entsprechenden Insiderinformationen stehen, für 30 Tage untersagt.

Der Gesetzgeber hat demnach aufgrund der latenten Gefahr des Insiderhandels eine Einschränkung der Privatautonomie der Führungskräfte in Kauf genommen. Aufgrund der absoluten Geltung des Art. 19 Abs. 11 MAR gilt das Handelsverbot selbst dann, wenn die betreffenden Füh-

¹⁸⁸⁵ *Buck-Heeb*, Rn. 600; Meyer/Veil/Rönnau/*Stegmaier*, § 19 Rn. 6; Assmann/Schneider/Mülbart/*Sethe/Hellgardt*, VO (EU) Nr.596/14 Art. 19 VO Rn. 12; Klöhn/*Klöhn*, Art. 19 Rn. 7.

¹⁸⁸⁶ Ausdrücklich: Erwägungsgrund Nr.58 S. 1 zur MAR; *Buck-Heeb*, Rn. 615; Assmann/Schneider/Mülbart/*Sethe/Hellgardt*, (EU) Nr.596/14 Art. 19 VO Rn. 13; kritisch: Meyer/Veil/Rönnau/*Stegmaier*, § 10 Rn. 5.

¹⁸⁸⁷ *Kumpan*, AG 2016, 446 (456); Meyer/Veil/Rönnau/*Stegmaier*, § 10 Rn. 5.

¹⁸⁸⁸ *Diekgräb*, *Director's Dealings*, S. 32 ff.; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, Art. 19 MAR, Rn. 9.

rungskräfte gar keine Insiderinformationen besitzen. Schon die abstrakte Gefahr des Insiderhandels hat den Gesetzgeber veranlasst, die Privatautonomie der Führungskräfte einzuschränken. Mit der „closed period“ versucht der Gesetzgeber eine effektive Durchsetzung und Kontrollierbarkeit des Verbots der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen und der Marktmanipulation sicherzustellen. Das Handelsverbot aus Art. 19 Abs. 11 MAR gilt dabei präventiv, völlig unabhängig von dem Vorliegen von Insiderinformationen selbst dann, wenn ein Verstoß gegen das Verbot des Insiderhandels mangels Insiderinformationen gar nicht möglich ist. Damit wird deutlich, dass das oberste Ziel der MAR die effektive Verhinderung von Marktmissbrauch und Insiderhandel ist und dass private Interessen, insbesondere wirtschaftlicher Art, diesem Ziel jedenfalls dann untergeordnet werden, wenn die Gefahr des Insiderhandels durch diese Personen besonders hoch ist.

(3) Übertragbarkeit auf Art. 21 lit. a) MAR

Wenn man nun diese Interessenabwägung auf Art. 21 lit. a) MAR überträgt, muss auch in diesem Fall der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes der Privatautonomie derjenigen Personen vorgehen, die berufsbedingt einen besonderen Zugang zu Insiderinformationen haben. Davon ausgehend, dass Art. 21 lit. a) MAR vor allem die Privatautonomie der betreffenden Person einschränkt, fällt auch hier die Interessenabwägung zwischen dieser Privatautonomie und dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zugunsten des Schutzes der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes aus. Journalisten können in ähnlicher Weise wie Führungskräfte im Sinne des Art. 19 Abs. 1 MAR einen privilegierten Zugang zu Insiderinformationen erhalten und sind bei ihrer Recherche zum Teil auch darauf angewiesen.

Der Zugang zu diesen Informationen und die Geheimhaltung der Quellen sind gerade durch Art. 11 GRCh geschützt. Geschützt ist auch die redaktionelle Arbeit mit diesen Informationen sowie die Offenlegung und Verbreitung von Insiderinformationen zu diesen Zwecken¹⁸⁸⁹. Gleichzeitig unterliegen Journalisten im Hinblick auf mögliche private wirtschaftliche Interessenkonflikte keiner weitergehenden Kontrolle¹⁸⁹⁰. Führungskräfte im Sinne des Art. 19 Abs. 1 MAR haben weitgehende Transparenzpflichten und müssen Eigengeschäfte außerhalb der „closed period“ offenlegen¹⁸⁹¹. Ferner sind die Emittenten gemäß Art. 18 Abs. 1 MAR verpflichtet, Insiderlisten zu führen, auf denen sämtliche Personen aufgeführt werden, die Zugang

¹⁸⁸⁹ F.VIII.1.c) Offenlegung von Insiderinformationen innerhalb von Medien.

¹⁸⁹⁰ Welche Art. 20 Abs. 1 MAR jedoch, jedenfalls im Hinblick auf Interessenkonflikte, herstellen will.

¹⁸⁹¹ Meldepflicht an Emittenten und zuständige Behörde in Art. 19 Abs. 1 MAR; *Buck-Heeb*, Rn. 602 ff.

zu Insiderinformationen haben. All diese weiteren Kontrollmechanismen sollen zum einen präventiv Insiderdelikte verhindern und repressiv die Aufdeckung von begangenen Insiderdelikten vereinfachen. Vergleichbare Transparenzpflichten gibt es für Journalisten auf gesetzlicher Ebene nicht¹⁸⁹². Eine ähnliche Offenlegungs- und Dokumentationspflicht für Journalisten, zu welchen Themen sie recherchieren und gegebenenfalls Insiderinformationen erlangt haben, wäre mit Art. 11 GRCh auch nicht vereinbar.

Ganz im Gegenteil unterliegen Journalisten gerade aufgrund der Pressefreiheit keiner Kontrolle und keiner Dokumentationspflicht im Hinblick auf die Informationen, die sie erlangen. Dies soll gerade durch Art. 21 MAR bei der Auslegung der Tatbestände der Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c) und 20 MAR sichergestellt werden. Mit diesen Freiheiten geht jedoch auch die Gefahr des Marktmissbrauchs einher, ebenso wie bei Führungskräften während der closed period. Nach Art. 21 lit. a) MAR soll diese Privilegierung aus Art. 21 MAR jedoch gerade nicht die wirtschaftliche Betätigung von Journalisten schützen. Die Vorschrift deutet vielmehr darauf hin, dass die MAR eine wirtschaftliche Neutralität gerade voraussetzt, damit das Privileg aus Art. 21 MAR in Anspruch genommen werden kann. Nur wenn diese wirtschaftliche Neutralität gewährleistet ist, ist die privilegierte Behandlung bei der Auslegung der Tatbestände der Art. 10, 12 Abs. 1 lit. c), 20 MAR über Art. 21 MAR geeignet, um die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes durch eine neutrale Berichterstattung zu schützen. Der Schutzbereich des Art. 21 MAR sollte sich dabei am Grundrecht aus Art. 11 GRCh orientieren, welches die privaten wirtschaftlichen Interessen der veröffentlichenden Personen gerade nicht schützt, ebenso wie Art. 21 lit. a) MAR dies beabsichtigt.

Dieses Verständnis deckt sich auch mit dem journalistischen Berufsgrundsatz der Vermeidung von Interessenkonflikten, welcher in sämtlichen nationalen Pressekodizes sowie der internationalen GEJ enthalten ist. Demnach hat die Wahrung der Neutralität und Integrität der Presse eindeutig Vorrang vor den wirtschaftlichen Interessen einzelner Journalisten oder Medien. Insbesondere ist es für die Wahrnehmung und Akzeptanz der Presse als „vierte Gewalt“ von zentraler Bedeutung, schon den Eindruck eines Interessenkonfliktes zu vermeiden, um die Glaubwürdigkeit der Presseberichterstattung in der öffentlichen Wahrnehmung zu schützen¹⁸⁹³.

¹⁸⁹² Allerdings im Deutschen Pressekodex Richtlinie 7.4.

¹⁸⁹³ F.VI.3.b)dd) Journalistischer Berufsgrundsatz.

Ferner ist zu bedenken, dass die Privilegierung des Art. 21 MAR auch Räume für den Missbrauch der Presse- und Meinungsfreiheit zum Zwecke der Umgehung des Insiderrechts eröffnet. Diese Missbrauchsgefahr kann nur durch eine strenge Auslegung des Art. 21 lit. a) MAR, welche absolute wirtschaftliche Neutralität fordert, möglichst geringgehalten werden. Sobald die veröffentlichenden Personen selbst Finanzprodukte halten, über die sie berichten, ist ein zumindest mittelbarer Zusammenhang zwischen der Veröffentlichung und den privaten wirtschaftlichen Interessen der veröffentlichenden Person zwangsläufig gegeben. Eine völlig neutrale Berichterstattung wäre zwar theoretisch möglich, ändert aber nichts an der Tatsache, dass diese Personen einen Interessenkonflikt zwischen der neutralen Berichterstattung und ihren eigenen wirtschaftlichen Interessen haben. Eine privilegierte Behandlung bei der Auslegung der einschlägigen Tatbestände des Insiderrechts trotz dieses Interessenkonfliktes ist mit dem übergeordneten Ziel der Verhinderung von Insiderhandel zum Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes nicht vereinbar.

Dies wird auch im Vergleich zu den Regeln für Eigengeschäfte von Führungskräften deutlich, die nicht nur nicht privilegiert werden, sondern vielmehr besonders strengen Transparenzpflichten unterworfen sind, bis hin zu absoluten Handelsverboten. Die Führungskräfte haben ebenfalls einen berufsbedingten Zugang zu Insiderinformationen bezüglich ihres Emittenten und unterliegen besonderen Beschränkungen für den Fall, dass sie mit den Anteilen dieses Emittenten Eigengeschäfte durchführen oder durchführen lassen. Auch im Rahmen des Art. 19 MAR musste der europäische Gesetzgeber zwischen der Privatautonomie der Führungskräfte und dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes abwägen. Trotz der für Führungskräfte und Emittenten geltenden Transparenz- und Überwachungspflichten gem. Art. 18 und 19 Abs. 1 MAR hat der europäische Gesetzgeber die closed period in Art. 19 Abs. 12 MAR eingeführt, da er andernfalls die Gefahr des Marktmissbrauch als zu hoch eingeschätzt hat. Bei Zugrundelegung dieser Interessenabwägung kann ein Journalist, der ebenfalls berufsbedingt Zugang zu Insiderinformationen hat und für den weder die Transparenzpflichten des Art. 19 Abs. 1 MAR noch das Handelsverbot nach Art. 19 Abs. 12 MAR gelten, nicht auch noch über Art. 21 MAR privilegiert werden.

Diesen Überlegungen folgend enthält der deutsche Pressekodex in Richtlinie 7.4 Abs. 2 eine der closed period aus Art. 19 Abs. 12 MAR nachempfundene Regelung, wonach Journalisten und Verleger weder direkt noch indirekt Finanzprodukte kaufen oder verkaufen sollen, über die sie zumindest in den vorigen Wochen etwas veröffentlicht haben oder in den nächsten zwei

Wochen eine Veröffentlichung planen. In den konkretisierenden Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung wird der Begriff „vorige Wochen“ auf zwei Wochen konkretisiert und klargestellt, dass es sich dabei um eine absolute Sperrfrist handelt, in der generell keine Geschäfte getätigt werden sollen, unabhängig davon, ob das jeweilige Geschäft tatsächlich ein Insidergeschäft darstellen würde¹⁸⁹⁴.

cc) Verhältnis zur Offenlegungspflicht für Anlageempfehlungen

Als systematisches Argument gegen eine Anwendung des Art. 21 lit. a) MAR auf Personen, die selbst Finanzinstrumente desjenigen halten, auf den sich die offengelegten oder verbreiteten Informationen beziehen wird vorgebracht, dass die in Art. 20 MAR statuierte Offenlegungspflicht bei Interessenkonflikten dann leerlaufen würde¹⁸⁹⁵. Art. 20 Abs. 1 MAR verpflichtet Personen, die Anlageempfehlungen oder andere Informationen, durch die eine Anlagestrategie empfohlen oder vorgeschlagen werden, erstellen oder verbreiten, in angemessener Weise dafür Sorge zu tragen, dass die Informationen objektiv dargestellt und ihre Interessen oder Interessenkonflikte hinsichtlich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Information beziehen, offengelegt werden¹⁸⁹⁶.

Die Anwendung des Art. 21 MAR auf die Offenlegungspflicht aus Art. 20 MAR führt jedoch nicht dazu, dass etwaige Interessenkonflikte oder eigene Interessen nicht mehr offengelegt werden müssen. Vielmehr ändern sich nur die Anforderungen an diese Offenlegung. Art. 20 MAR würde daher lediglich ohne Berücksichtigung des Journalistenprivilegs angewendet werden, wenn Personen, die selbst Finanzinstrumente desjenigen halten, auf den sich die offengelegten oder verbreiteten Informationen beziehen, in den Anwendungsbereich des Art. 21 lit. a) MAR fallen. Insofern würde Art. 20 MAR im Falle eines Interessenkonfliktes gerade nicht leerlaufen, sondern vielmehr uneingeschränkt zur Anwendung kommen.

Dies ist stets auch im Einklang mit dem Sinn und Zweck des Art. 21 lit. a) MAR, die Anwendung des Journalistenprivilegs auf Fälle zu beschränken, in denen die Pressefreiheit zur objektiven Berichterstattung genutzt werden soll. Beim Vorliegen eines Interessenkonfliktes bei der

¹⁸⁹⁴ F. VI.3.e)cc) Deutschland.

¹⁸⁹⁵ Schwark/Zimmer/Kumpen/Schmidt, Art. 21 MAR, Rn. 18; Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 12.4.

¹⁸⁹⁶ E.VIII Pflichten bei der Erstellung von Anlageempfehlungen.

betreffenden Person entsteht ihr auch zwangsläufig ein jedenfalls mittelbarer Vorteil oder Gewinn durch die Offenlegung oder Verbreitung der betreffenden Information, da es sich andernfalls um keinen Interessenkonflikt handeln würde. Zudem würde auch die Inbezugnahme in Art. 21 MAR auf Art. 20 MAR nicht leerlaufen, wenn Personen, die selbst Finanzinstrumente desjenigen halten, auf den sich die offengelegten oder verbreiteten Informationen beziehen, in den Anwendungsbereich des Art. 21 lit. a) MAR fallen würden.

Die Darstellungs- und Offenlegungspflichten des Art. 20 MAR werden in der delegierten VO (EU) 2016 (958) konkretisiert. Diese enthält neben der Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten in Art. 5 und 6 delegierten VO (EU) 2016/958, auf welche das Journalistenprivileg nach hier vertretener Ansicht aufgrund des Art. 21 lit. a) MAR nicht angewendet werden kann, noch weitere Pflichten, welche sich insbesondere auf die in Art. 20 Abs. 1 MAR statuierte Pflicht zur objektiven Darstellung beziehen. Dies sind insbesondere die in Art. 3 delegierten VO (EU) 2016/958 geregelte Pflichten zur Trennung von Meinungen und Tatsachen, zur klaren und unmissverständlichen Angabe der wesentlichen Quellen oder zur Angabe des Datums und des Zeitpunktes, zu dem die Erstellung oder Empfehlung abgeschlossen wurde. Zudem wird die objektive Darstellung der Weitergabe der von Dritten erstellten Empfehlungen in Art. 7 – 10 der delegierten VO (EU) 2016 (958) geregelt. Sofern kein Interessenkonflikt durch den Besitz von Anteilen an dem Objekt der direkten Anlageempfehlung¹⁸⁹⁷ vorliegt, findet Art. 21 MAR auf eben diese Pflichten Anwendung und führt dazu, dass die Presse- und Meinungsfreiheit und die journalistischen Berufs- und Standesregeln bei der Auslegung des Art. 3 delegierten VO (EU) 2016/958 zu berücksichtigen sind¹⁸⁹⁸.

dd) Abstellen auf tatsächliche Beeinflussung

Zu § 20 a Abs. 6 WpHG aF wurde eine vermittelnde Ansicht vertreten, wonach eine Person nur dann aus dem Anwendungsbereich des Journalistenprivilegs herausfalle, wenn der Journalist, übertragen auf Art. 21 MAR also die veröffentlichende Person, positive Kenntnis von seiner Beteiligung an dem Emittenten oder dem Finanzinstrument gehabt habe, welcher oder welches Gegenstand der zu beurteilenden Veröffentlichung war. Demnach käme es nicht darauf an, ob die finanzielle Beteiligung der veröffentlichenden Person tatsächlich zu einer Beeinflussung

¹⁸⁹⁷ Da es sich bei Journalisten um nicht qualifizierte Personen i.S. d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) handelt, findet Art. 20 MAR nur bei direkten Anlageempfehlungen Anwendung. Dazu: E.VII.4 Einordnung von Journalisten.

¹⁸⁹⁸ F.VIII.3 Auswirkungen auf Anlageempfehlungen.

der Berichterstattung geführt hat¹⁸⁹⁹. Wenn die veröffentlichende Person nicht gewusst habe, dass sie in Besitz eines bestimmten Wertpapiers gewesen ist, etwa weil dieses durch einen (aktiv gemanagten) Fonds erworben worden ist an dem die Person beteiligt war, könne die Person das Journalistenprivileg weiter in Anspruch nehmen, da aufgrund der mangelnden Kenntnis der Beteiligung eine Beeinflussung der Veröffentlichung durch das finanzielle Eigeninteresse der veröffentlichenden Person nicht möglich gewesen sei¹⁹⁰⁰.

Ferner sei ein Verzicht auf Investitionen in Aktien oder andere Finanzinstrumente nur schwer möglich, da diese Bestandteil verschiedener Altersvorsorge- und Anlageprodukte seien und Journalisten in Anbetracht dieser notwendigen Investition daher im Zweifel von einer Berichterstattung (außerhalb des Journalistenprivilegs) absehen würden¹⁹⁰¹. Demnach würde das Journalistenprivileg solange anwendbar bleiben, bis konkrete Hinweise dafür vorlägen, dass für die veröffentlichende Person der Nutzen oder der Gewinn (bei der Veröffentlichung) im Vordergrund standen und nicht die Berichterstattung als solche¹⁹⁰².

Dies vermag, jedenfalls in praktischer Hinsicht, nicht zu überzeugen. Wie schon die Formulierung „Journalistenprivileg“ nahelegt, handelt es sich bei diesem um eine Besserstellung der Personen, die von ihrem Grundrecht auf Meinungs- und insbesondere Pressefreiheit Gebrauch machen möchten. Ferner soll gerade die positive Wirkung der Presseberichterstattung auf die Informationseffizienz des Kapitalmarktes gefördert werden. Verhindert werden soll jedoch der Missbrauch dieses Rechts auf Presse- und Meinungsfreiheit, um durch entsprechende Veröffentlichungen andere Anleger zu beeinflussen und der Informationseffizienz des Kapitalmarktes und dem Vertrauen der Anleger in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu schaden, um einen wirtschaftlichen Nutzen aus der Veröffentlichung zu ziehen. Gerade um eine solche Irreführung der Anleger zu verhindern, sieht Art. 20 MAR i.V.m. Art. 5 delegierten VO (EU) 2016/958 eine Offenlegungspflicht von Interessenkonflikten vor, um ein möglichst hohes Maß an Transparenz für das Anlegerpublikum zu schaffen und jede Beziehung oder jeden Umstand offenzulegen, bei dem damit gerechnet werden kann, dass die Objektivität einer Veröffentlichung beeinflusst wird¹⁹⁰³. Diese Offenlegung soll gerade so spezifisch erfolgen, dass sich der

¹⁸⁹⁹ Flaig, S. 100 (101).

¹⁹⁰⁰ Flaig, S. 100 (101); Nossol, S. 203.

¹⁹⁰¹ Nossol, S. 203.

¹⁹⁰² Nossol, S. 203.

¹⁹⁰³ Vgl. Erwägungsrund Nr. 5 zur delegierten VO (EU) 2016/958.

Adressat einer Veröffentlichung selbst ein Bild über das wirtschaftliche Eigeninteresse der veröffentlichenden Person machen kann¹⁹⁰⁴.

Wenn man nun für die Anwendbarkeit des Journalistenprivilegs auf die individuelle Kenntnis der veröffentlichenden Person abstellen würde und prozessual annehmen würde, dass konkrete Hinweise dafür vorliegen müssten, dass wirtschaftliche Eigeninteressen nicht nur eine Rolle bei der Veröffentlichung gespielt haben, sondern sogar im Vordergrund gestanden haben müssen¹⁹⁰⁵, würde man einen massiven Anreiz zur Verschleierung von Investitionen setzen und somit gerade einen intransparenten Umgang mit wirtschaftlichen Interessenkonflikten fördern und privilegieren!

Vielmehr wird durch die Wertung in Art. 20 Abs. 1 MAR i.V.m. Art. 5 delegierten VO (EU) 2016/958 deutlich, dass der europäische Gesetzgeber gerade nicht auf eine praktisch nahezu unbeweisbare Kenntnis der veröffentlichenden Person abstellen will, sondern Interessenkonflikte grundsätzlich und unabhängig von ihrem tatsächlichen Bestehen¹⁹⁰⁶ offenlegen lassen will¹⁹⁰⁷. Zudem geht es auch zu weit davon auszugehen, dass Personen, die das Journalistenprivileg in Anspruch nehmen wollen, nicht mehr in Finanzinstrumente oder Aktien eines Emittenten investieren können. Vielmehr treffen die Personen, die das Privileg des Art. 21 MAR in Anspruch nehmen wollen, besondere Sorgfaltsobliegenheiten, wonach sie prüfen müssen, in welche speziellen Emittenten oder Fonds oder andere Finanzinstrumente sie investieren und ob es dabei zu Überschneidungen mit ihrer Veröffentlichung kommt. Diese Obliegenheit soll gerade in Art. 21 lit. a) MAR ausgedrückt werden.

Bei der Berichterstattung durch Dan McCrum in der FT kam es im Rahmen der internen Untersuchung sowie im Rahmen der strafrechtlichen Ermittlungen gegen ihn entscheidend darauf an, dass McCrum als veröffentlichender Journalist gerade kein eigenes wirtschaftliches Interesse an der Kursentwicklung der Wirecard-Aktie hatte. Ein solcher Interessenkonflikt hätte der Glaubwürdigkeit seiner Berichterstattung massiv geschadet, völlig unabhängig davon, ob der Interessenkonflikt seine Berichterstattung tatsächlich beeinflusst hätte oder nicht. Für

¹⁹⁰⁴ Vgl. Erwägungsrund Nr. 6 zur delegierten VO (EU) 2016/958.

¹⁹⁰⁵ So: *Nossol*, S. 203.

¹⁹⁰⁶ E.VIII.3 Allgemeine Offenlegungspflichten.

¹⁹⁰⁷ Was nach Art. 20 Abs. 1 MAR i.V.m. Art. 5 delegierten VO (EU) 2016/958 für jede Person gilt, auch für nicht-qualifizierte im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR, die direkte Anlageempfehlungen erstellt oder verbreitet.

McCrum selbst war dies auch völlig selbstverständlich. „Muss ich das wirklich laut sagen? Reporter können nicht mir Aktien handeln. Zumindest nicht mit den Aktien der Firmen, über die sie berichten oder berichtet haben.“¹⁹⁰⁸

b) Research-Reports

Einen klassischen Anwendungsbereich für Art. 21 lit. a) MAR stellen sogenannte Research-Reports dar¹⁹⁰⁹, welche von Shortsellern erstellt und veröffentlicht werden. Shortseller oder auf Deutsch auch „Leerverkäufer“ genannt, sind Personen, die Finanzinstrumente verkaufen, welche sie zum Zeitpunkt des Verkaufs gar nicht besitzen – also gewissermaßen etwas Leeres verkaufen. Stattdessen leihen¹⁹¹⁰ sich Shortseller die Finanzinstrumente von einem anderen Marktteilnehmer, in der Regel einem speziellen Broker, wobei sie diese geliehenen und bereits verkauften Aktien zu einem bestimmten Zeitpunkt an den Verleiher zurückgeben müssen. Die Strategie der Shortseller besteht nun darin, dass das Finanzinstrument, welches sie im Zeitpunkt der Leihe zum damaligen Marktwert direkt verkauft haben, bis zu dem Zeitpunkt, zu dem sie das geliehene Finanzinstrument dem Verleiher zurückgeben müssen in seinem Marktwert gesunken ist. Durch den Verkauf des Finanzinstruments zu einem höheren Kurs in der Vergangenheit und den Kauf zum Zwecke der Rückgabe zu einem niedrigeren Kurs zu einem späteren Zeitpunkt, können Shortseller so einen zwischenzeitlich eingetretenen Kursverlust als Gewinn realisieren¹⁹¹¹.

Allerdings birgt diese Strategie das naheliegende Risiko, dass das Finanzinstrument entgegen der Annahme des Shortsellers bis zum Zeitpunkt der Fälligkeit der Rückgabe an den Entleiher in seinem Wert nicht sinkt, sondern steigt. In diesem Fall hat der Shortseller das Finanzinstrument zu einem relativ niedrigeren Kurs direkt nach der Entleiherung verkauft und muss das Finanzinstrument zu einem höheren Kurs nachkaufen, um es an den Verleiher zurückzugeben. In diesem Fall realisiert der Shortseller somit einen Verlust in Höhe des Kursanstiegs des Finanzinstruments. Dieses Szenario wird bei dem sogenannten „Cornern“ oder auf Deutsch „in die Ecke treiben“¹⁹¹² geradezu forciert, um Finanzinstrumente zu einem besonders hohen Kurs an

¹⁹⁰⁸ McCrum, S. 356.

¹⁹⁰⁹ Schmolke, ZGR 2020, 291 (309); Poelzig, ZHR 184 (2020) 696 (715); Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 32.

¹⁹¹⁰ Die „Leihe“ erfolgt in der Regel gegen Entgelt und ist daher rechtlich wohl eher eine Miete. Allerdings ist die Formulierung „Leihe“ deutlich gebräuchlicher, etwa Fugger, Leerverkauf.

¹⁹¹¹ So etwa: Fugger, Leerverkauf; Piepenburg/Schwarz, BKR 2021, 760 (761); Schmolke, ZGR 2020, 291 (294).

¹⁹¹² In Deutschland auch als „Ring“ bekannt, etwa: Fugger, Corner.

Shortseller zu verkaufen und diesen entsprechend zu schaden, wie dies etwa im Fall GameStop im Jahr 2021 der Fall war¹⁹¹³.

Aufgrund dieser Ausgangssituation haben Shortseller ein großes wirtschaftliches Interesse daran, dass der Kurs des jeweiligen Finanzinstrumentes möglichst stark sinkt. Zu diesem Zweck verbreiten Shortseller sogenannte „Research-Reports“ in denen sie ausführlich darlegen, weshalb ein bestimmtes Finanzinstrument, insbesondere Aktien von bestimmten Emittenten, deutlich zu hoch bewertet sind¹⁹¹⁴. Ziel dieser Reports ist es, einen möglichst starken Kursverfall bei dem betreffenden Finanzinstrument auszulösen, um so den Gewinn aus dem zuvor eingegangenen Leerverkauf zu maximieren. Da der Research-Report somit ein fester Bestandteil der Investmentstrategie eines Shortsellers ist und gerade auf die Beeinflussung des Kurses eines Finanzinstrumentes zur Erzielung eines Gewinnes gerichtet ist, können die Ersteller eines Research-Reports das Journalistenprivileg nach Art. 21 lit. a) MAR nicht in Anspruch nehmen¹⁹¹⁵.

2. Täuschungsabsicht Art. 21 lit. b) MAR

Nach Art. 21 lit. b) MAR kann das Journalistenprivileg auch dann nicht in Anspruch genommen werden, wenn die Weitergabe oder Verbreitung in der Absicht erfolgt, „den Markt in Bezug auf das Angebot von Finanzinstrumenten, die Nachfrage danach oder ihren Kurs irrezuführen“. Nach dem Wortlaut des Art. 21 lit. b) MAR kommt es dabei lediglich auf die Absicht der Person an, womit der Eintritt eines Irreführungserfolges nicht erforderlich ist¹⁹¹⁶. Unter Absicht wird dabei sowohl Dolus Directus I. Grades verstanden, also das bewusste und gewollte Irreführen über das Angebot, die Nachfrage oder den Kurs eines Finanzinstrumentes, als auch Dolus Directus II. Grades, bei dem die Person sicheres Wissen in Bezug auf den Eintritt des Irreführungserfolges hat, ohne dass es ihr auch entscheidend darauf ankommt¹⁹¹⁷.

Das genaue Motiv der Person ist dabei nicht entscheidend. Somit sind auch Personen von Art. 21 lit. b) MAR erfasst, die mit ihrer Irreführung lediglich die Informationseffizienz des

¹⁹¹³ Piepenburg/Schwarz, BKR 2021, 760 (763).

¹⁹¹⁴ Im Fall von Wirecard etwa der „Zatarra Report“, in welchem die Autoren behauptet haben, der tatsächliche Wert der Wirecard AG betrage 0,00 €.

¹⁹¹⁵ Langenbucher/Hau/Wentz, ZBB 2019, 307 (313); Schmolke, ZGR 2020, 291 (309); Poelzig, ZHR 184 (2020) 696 (715); Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 32.

¹⁹¹⁶ Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 34; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, Art. 21 Rn. 20.

¹⁹¹⁷ Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 159; Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 34, 35; Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt, Art. 21 Rn. 20; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 30 a.A. zu § 20 a Abs. 6 WpHG aF: Eichelberger, WM 2007, 2046 (2052).

Kapitalmarktes fördern wollen, da sie ein Finanzinstrument für über- oder unterbewertet halten¹⁹¹⁸. In der Regel bezieht sich die Irreführung direkt auf den Kurs eines Finanzinstruments¹⁹¹⁹. Die Variante „Angebot oder die Nachfrage nach Finanzinstrumenten“ soll irreführende Signale in Bezug auf die Handelsbedingungen erfassen, wie etwa die Liquidität eines Marktes oder der Umfang einzelner oder mehrerer Orderpositionen¹⁹²⁰.

VIII. Auswirkung der Anwendung des Art. 21 MAR

Durch die Anwendung des Art. 21 MAR wird die angemessene Berücksichtigung der Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in anderen Medien sowie der journalistischen Berufs- und Standesregeln bei der Beurteilung von Offenlegungen und Verbreitungen von Informationen für den Zweck von Art. 10, 12 Abs.1 lit. c) und 20 MAR sichergestellt. Es handelt sich demnach bei Art. 21 MAR nicht um eine eigenständige Ausnahme von den genannten Tatbeständen¹⁹²¹. Vielmehr ordnet Art. 21 MAR die Berücksichtigung der journalistischen Berufs- und Standesregeln und der Presse- und Meinungsfreiheit an, wobei der EuGH in seiner AMF/LVMH-Entscheidung den Schwerpunkt bei der Presse- und Meinungsfreiheit gesetzt hat¹⁹²².

Die Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit erfolgt dabei anhand einer „klassischen“ Verhältnismäßigkeitsprüfung, bei welcher die Beschränkung der Presse- und Meinungsfreiheit gegen den Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes abgewogen werden muss¹⁹²³. Der EuGH hat in seiner AMF/LVMH-Entscheidung als Kriterien (1) die potenzielle Abschreckungswirkung der Verbotsvorschriften der MAR auf die journalistische Tätigkeit einschließlich vorbereitender Untersuchungstätigkeiten¹⁹²⁴, (2) die Einhaltung journalistischer Berufs- und Standesregeln, wobei deren Einhaltung einen Verstoß gegen die MAR nicht zwingend

¹⁹¹⁸ Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 36.

¹⁹¹⁹ Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 37.

¹⁹²⁰ Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 38.

¹⁹²¹ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 75 = NJW 2022, 2671 (2675); *Nietsch*, BKR 2022, 611; *Klöhn*, CMLR 60 (2023), 547 (564); *Sieder/Wilfling*, ZFR 2022/132, 267 (270); *Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos*, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 14; *Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 5.

¹⁹²² EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 80 = NJW 2022, 2671 (2676).

¹⁹²³ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 84 = NJW 2022, 2671 (2676); *Klöhn/Klöhn*, Art. 21 Rn. 42; *Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits*, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 36.

¹⁹²⁴ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 85 = NJW 2022, 2671 (2676); Ähnlich, nur in Bezug auf Informanten der zuständigen Behörden: Erwägungsgrund Nr. 74 zur MAR.

ausschließt¹⁹²⁵ und schließlich (3) die negativen Auswirkungen der zu beurteilenden Handlung auf die Integrität der Finanzmärkte¹⁹²⁶, genannt.

In Bezug auf die Presse- und Meinungsfreiheit ist außerdem zu berücksichtigen, wie hoch das öffentliche Interesse an der Berichterstattung war, welche Bedeutung die vom Anwendungsbereich der MAR erfasste Handlung für die Veröffentlichung insgesamt hatte, wie hoch der Aktualitätsdruck für die veröffentlichende Person war, welche alternativen Mittel der veröffentlichenden Person zur Verfügung standen und ob die jeweilige Person alles zumutbare unternommen hat, um den Wahrheitsgehalt der Information zu prüfen¹⁹²⁷.

In Bezug auf den Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ist vor allem zu berücksichtigen, wie hoch der drohende Schaden für die Marktintegrität ist, wenn man das Verhalten zuließe. Außerdem sind das Ausmaß der Kurserheblichkeit, also der Umfang der zu erwartenden Reaktion des Kapitalmarktes sowie der potenzielle Schaden für den Emittenten, seine Organe und seine Aktionäre zu berücksichtigen¹⁹²⁸. Ferner ist zu Gunsten der Presse- und Meinungsfreiheit zu berücksichtigen, ob neben der Einhaltung der journalistischen Berufs- und Standesregeln auch weitere Obliegenheiten erfüllt worden sind, um dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes in besonderer Weise Rechnung zu tragen¹⁹²⁹.

Nachdem der Umfang der beiden Positionen ermittelt ist, sind diese gegeneinander abzuwägen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Presse- und Meinungsfreiheit einen Grundpfeiler einer demokratischen Gesellschaft darstellt und eine Grundvoraussetzung für ihren Fortschritt und die Entfaltung eines jeden Einzelnen ist¹⁹³⁰. Eine Beschränkung der Presse- und Meinungsfreiheit ist daher nur zulässig, wenn diese „in einer demokratischen Gesellschaft notwendig“ ist und „im rechten Verhältnis zum berechtigten Zweck steht“¹⁹³¹. Grundsätzlich gilt dabei, dass kommerziell werbende Beiträge oder solche, die in erster Linie einen unterhaltenden Charakter

¹⁹²⁵ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 86 = NJW 2022, 2671 (2676).

¹⁹²⁶ EuGH, Urteil vom 15. März 2022 – C-302/20 Rn. 87 = NJW 2022, 2671 (2676).

¹⁹²⁷ Klöhn/Büttner, WM 2016, 2241 (2247); Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 44; Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 38.

¹⁹²⁸ Klöhn/Büttner, WM 2016, 2241 (2247); Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 45;

¹⁹²⁹ F. VI.4.b) Obliegenheiten.

¹⁹³⁰ EGMR, Urteil vom 7. Dezember 1976, Nr. 5493/72, Serie A/24 Rn. 49 (Handyside/United Kingdom).

¹⁹³¹ EuGH, Urteil vom 6. März 2001 – C-274/99, Slg. 2001, I-1611 Rn. 41 (Connolly/Kommission).

haben, eher Beschränkungen unterworfen werden können als Beiträge, die einen politischen Bezug haben¹⁹³².

1. Auswirkung auf die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen

Einer der Hauptanwendungsfälle des Art. 21 MAR in der journalistischen Praxis dürfte das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen gem. Art. 14 lit. c), 10 MAR betreffen. Journalisten kommen, insbesondere wenn sie investigativ arbeiten, ständig in Kontakt mit potenziellen Insiderinformationen. Diese sind schon aufgrund der Tatsache, dass sie noch nicht öffentlich bekannt und gleichzeitig kurserheblich sind, von besonderem öffentlichem und damit auch medialem Interesse. Im Rahmen des journalistischen Erstellungsprozesses findet zudem eine Vielzahl von Offenlegungen statt.

Dies beginnt mit der Offenlegung der Information durch die Quelle gegenüber dem Journalisten¹⁹³³. Der Journalist muss diese Information zur redaktionellen Bearbeitung mit seinen Kolleginnen und Kollegen in der Redaktion teilen und gegebenenfalls auch mit anderen Quellen, um den Wahrheitsgehalt der Information zu ermitteln. Schließlich stellt auch die Veröffentlichung der Information durch die Publikation in einem Medium eine Offenlegung im Sinne des Art. 10 Abs. 1 MAR dar¹⁹³⁴. Die Offenlegung von Informationen ist somit ein absoluter Kernbestandteil der journalistischen Tätigkeit und stellt den Kernbereich der Presse- und Meinungsfreiheit¹⁹³⁵ dar. Es wird für einen Journalisten daher immer darauf ankommen, ob unter Beachtung der Presse- und Meinungsfreiheit sowie der journalistischen Berufs- und Standesregeln die Offenlegung jeweils im Zuge der normalen Ausübung seiner Beschäftigung oder seines Berufes oder der normalen Erfüllung seiner Aufgaben erfolgt ist.

Hinzukommt, dass die rechtliche Bewertung dieser verschiedenen Offenlegungen keinesfalls trivial ist. Schon die Frage, ob eine Information überhaupt als Insiderinformation zu qualifizieren ist, kann für den Journalisten und auch die Rechtsabteilung des Verlages enorm herausfordernd sein. Dies liegt zum einen an der rechtlichen Komplexität des Art. 7 lit. a) MAR. Schon

¹⁹³² Kokott, Generalanwältin beim EuGH, Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20, Rn. 92; Klöhn/Klöhn, Art. 21 Nr. 47; Schwark/Zimmer/Kumpen/Schmidt, Art. 21 Rn. 24; Kritisch: Nietsch, BKR 2022, 611 (618); Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 39.

¹⁹³³ C.II.4 Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Medien.

¹⁹³⁴ Sofern die Information durch die Publikation nicht öffentlich bekannt wird. Dazu: C.I.2.d) Konflikt mit der Pressefreiheit.

¹⁹³⁵ B.II.2 Schutzbereich.

die Frage ob es sich überhaupt um eine hinreichend präzise Information¹⁹³⁶ handelt, kann etwa bei Gerüchten¹⁹³⁷ oder zeitlich gestreckten Vorgängen¹⁹³⁸ einer komplexen Prüfung bedürfen. Dabei ist zu bedenken, dass Journalisten in der Regel über eine deutlich schlechtere Tatsachengrundlage verfügen als etwa Emittenten. Demnach ist es für sie deutlich schwieriger einzuschätzen, ob ein Gerücht über einen wahren Tatsachenkern verfügt oder in welchem Stadium sich eine Entscheidung bei einem zeitlich gestreckten Vorgang befindet. Dabei sind Journalisten vor allem auf ihre Quellen angewiesen, welche jedoch häufig auch eigene Interessen verfolgen und versuchen die Berichterstattung zu beeinflussen. Zu dieser diffusen Gemengelage auf Informationsebene kommt die Beurteilung der Kurserheblichkeit¹⁹³⁹ einer Information hinzu. Um beurteilen zu können, ob eine bestimmte Information dazu geeignet wäre, den Kurs eines Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen, wenn sie öffentlich bekannt würde, ist eine gute Marktkennntnis und ein fundiertes wirtschaftliches Verständnis zwingend notwendig.

Diese rechtlichen und tatsächlichen Herausforderungen dürfen einen Journalisten jedoch grundsätzlich nicht von einer Berichterstattung abhalten. Wie unter anderem die Fälle Wirecard und ComRoad gezeigt haben, ist gerade die Presse als „öffentlicher Wachhund“ und „vierte Gewalt“ ein wichtiges Kontrollorgan für alle Marktteilnehmer. Auf der anderen Seite können Insiderinformationen neben einem hohen Nachrichtenwert auch über einen hohen wirtschaftlichen Wert verfügen und zu entsprechendem Insiderhandel verleiten. Durch eine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen wird dieses Risiko massiv erhöht. Die Regulierung des Zugangs zu Insiderinformation und deren Weitergabe stellt daher einen unverzichtbaren Baustein für die Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes dar.

Der Ausgleich zwischen dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und der Gewährleistung der Presse- und Meinungsfreiheit bedarf daher immer einer einzelfallbezogenen Abwägung im Rahmen einer umfangreichen Verhältnismäßigkeitsprüfung, in deren Rahmen die journalistischen Berufs- und Standesregeln besonders zu würdigen sind. Im Folgenden sollen daher typische Konstellationen angesprochen werden, welche jedoch eine einzelfallbezogene Abwägung keinesfalls ersetzen können.

¹⁹³⁶ C.I.3 Präzise Information.

¹⁹³⁷ C.I.1.e) Gerüchte.

¹⁹³⁸ C.I.1.i) Zeitlich gestreckten Vorgängen.

¹⁹³⁹ C.I.5 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung.

a) Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Medien

Journalisten sind für den Zugang zu Informationen auf ihre Quellen angewiesen¹⁹⁴⁰. Die Weitergabe von Insiderinformationen durch die Quelle an den Journalisten kann jedoch in den Anwendungsbereich des Verbotes der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen fallen. Allerdings beinhaltet die Presse- und Meinungsfreiheit auch den Schutz journalistischer Quellen¹⁹⁴¹. Daher findet Art. 21 MAR auch auf die Beurteilung der Offenlegung von Insiderinformationen durch eine journalistische Quelle gegenüber einem Journalisten Anwendung. Dabei ist jedoch zwischen Emittenten und sonstigen Quellen zu unterscheiden.

aa) Der Emittent als journalistische Quelle

Diese Unterscheidung ist geboten, da Emittenten typischerweise über Insiderinformationen über sich selbst verfügen und häufig auch deren Urheber sind. Aus diesem Grund unterliegen Emittenten der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Art. 17 MAR, welche sie grundsätzlich dazu verpflichtet, Insiderinformationen durch eine Ad-hoc-Mitteilung öffentlich bekannt zu machen, wobei die Bekanntmachung in einem bestimmten Verfahren erfolgen muss¹⁹⁴². Sofern es sich also um eine ad-hoc-pflichtige Insiderinformation handelt, darf diese Journalisten gegenüber nicht offengelegt werden¹⁹⁴³. Sofern der Emittent dies trotzdem tut, liegt sowohl ein Verstoß gegen seine Ad-hoc-Publizitätspflicht aus Art. 17 Abs. 1 MAR vor als auch eine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen gem. Art. 14 lit. c), 10 MAR, woran auch die Anwendung des Art. 21 MAR nichts ändert¹⁹⁴⁴.

Davon zu unterscheiden ist die Konstellation, dass der Emittent als journalistische Quelle Insiderinformationen offenlegt, welche für ihn selbst nicht ad-hoc-pflichtig sind. In diesem Fall kann das Argument des Vorranges der Ad-hoc-Publizitätspflicht nicht fruchtbar gemacht werden. Vielmehr ist dem Informationsbedürfnis der Öffentlichkeit Rechnung zu tragen sowie dem Regelziel des Art. 10 MAR, den Kreis an Insidern möglichst klein zu halten. Da gerade durch die öffentliche Bekanntmachung einer Information diese ihre Eigenschaft als Insiderinformation verliert und der Kreis an Insidern daher auf Null sinkt, kann die Offenlegung von für den Emittenten nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen gegenüber der Presse gerechtfertigt

¹⁹⁴⁰ Gleichzeitig haben Emittenten jedoch auch ein Interesse daran, Einfluss auf die öffentliche Wahrnehmung zu nehmen. Das Verhältnis zwischen Journalisten und Emittenten kann daher auch als symbiotisch beschrieben werden, so: Schröder/Sethe/*Jahn*, S. 38.

¹⁹⁴¹ B.II.5 Quellenschutz.

¹⁹⁴² C.II.4.b)aa) Vorrang der Ad-hoc Mitteilung.

¹⁹⁴³ Ausführlich: C.II.4.a) Offenlegung ad-hoc-pflichtiger Insiderinformationen durch den Emittenten.

¹⁹⁴⁴ C.II.4.c)cc) Zwischenergebnis.

sein, sofern durch die Weitergabe an die Presse tatsächlich eine öffentliche Bekanntheit der Insiderinformation hergestellt werden kann¹⁹⁴⁵.

bb) Sonstige journalistische Quellen

Neben dem Emittenten können auch weitere Personen¹⁹⁴⁶, die über Insiderinformationen verfügen, diese Journalisten gegenüber offenlegen und dadurch zu journalistischen Quellen werden¹⁹⁴⁷. Dies betrifft insbesondere sogenannte Whistleblower oder Informanten, also Personen, die aufgrund ihres Berufes über einen Zugang zu Informationen verfügen und diese offenlegen, um aus ihrer Sicht bestehende Missstände aufzudecken¹⁹⁴⁸. Auch hier stellt sich die Frage, ob die Whistleblower durch die Offenlegung der Insiderinformationen gegenüber dem Journalisten gegen Art. 14 lit. c), 10 MAR verstoßen. Der Wortlaut der Tatbestandsausnahme des Art. 10 Abs. 1 MAR knüpft an eine Offenlegung an, „die im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben geschieht“. In Bezug auf Whistleblower ist es jedoch so, dass diese in der Regel arbeitsvertraglich oder auch gesetzlich zur Verschwiegenheit verpflichtet sind. Ein Verstoß gegen diese Verschwiegenheitspflichten gehört somit gerade nicht zu der normalen Ausübung der Beschäftigung, des Berufs oder zur Erfüllung von Aufgaben. Dem Verstoß gegen die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen könnte daher allenfalls die Anwendung des Art. 21 MAR entgegenstehen.

Der EGMR hat in seiner Rechtsprechung deutlich gemacht, dass das Whistleblowing als Bestandteil des Quellenschutzes grundsätzlich in den Schutzbereich der Presse- und Meinungsfreiheit fällt¹⁹⁴⁹. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass Journalisten auf journalistische Quellen, insbesondere Informanten und Whistleblower angewiesen sind, gerade um durch eine gewissenhafte Recherche ihrer Wahrheits- und Sorgfaltspflicht¹⁹⁵⁰ nachzukommen. Auf der anderen Seite hat der EGMR betont, dass Arbeitnehmer und insbesondere Beamte ihrem Arbeitgeber bzw. Dienstherren zur Loyalität und Verschwiegenheit verpflichtet sind und dass daher die Weitergabe vertraulicher Informationen an Journalisten das aus ihrer Sicht letzte Mittel darstellen muss, um mögliche Missstände öffentlich zu machen¹⁹⁵¹. Als mildere Mittel

¹⁹⁴⁵ Ausführlich: C.II.4.c) Offenlegung von nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen.

¹⁹⁴⁶ Zu Abgrenzung von Offenlegungen durch Emittenten und sonstigen Personen: C.II.2.b) Zurechnung des Handels natürlicher Personen.

¹⁹⁴⁷ Zum Begriff der journalistischen Quelle: B.II.5 Quellenschutz.

¹⁹⁴⁸ Ausführlich: B.II.6 Whistleblowing.

¹⁹⁴⁹ B.II.6 Whistleblowing.

¹⁹⁵⁰ F.VI.3.a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht.

¹⁹⁵¹ B.II.6 Whistleblowing.

stehen insbesondere die Hinweisgeberstelle der BaFin und die des Emittenten nach § 12 ff. Hinweisgeberschutzgesetz zur Verfügung. Erst wenn der Informant oder Whistleblower diese Möglichkeiten ausgeschöpft hat, ist die unter einem Verstoß gegen Verschwiegenheitspflichten erfolgende Weitergabe von vertraulichen Informationen an die Presse gerechtfertigt.

Allerdings profitieren die Informanten oder Whistleblower, auch wenn sie zuvor nicht alle anderen Möglichkeiten zur Bekanntmachung der Missstände ausgeschöpft haben, indirekt von der Pressefreiheit und dem durch ihr garantierten Quellenschutz¹⁹⁵². Denn die Journalisten können sich, auch wenn sich der Informant durch die Offenlegung der Informationen strafbar gemacht hat, gegenüber den Strafverfolgungsbehörden auf den Quellenschutz berufen und sind daher nicht verpflichtet, die Identität ihrer Quellen offenzulegen. Zwar gilt auch das Recht auf Quellenschutz nicht unbegrenzt und kann durch ein überragendes öffentliches Interesse, wie etwa die Verhinderung schwerer staatsgefährdender Straftaten oder die Verfolgung schwerer Pädokriminalität, eingeschränkt werden. Jedoch reicht das bloße Strafverfolgungsinteresse des Staates im Hinblick auf die strafbare Offenlegung der Information durch den Informanten allein nicht aus, um das Recht auf Quellenschutz einzuschränken¹⁹⁵³.

Zudem lässt sich die Wertung des EGMR, insbesondere das ultima-ratio-Erfordernis, nicht ohne weiteres auf Art. 14 lit. c), 10, 21 MAR übertragen¹⁹⁵⁴. Die grundsätzlich bestehende Loyalitätspflicht des Arbeitnehmers und in besonderem Maße des Beamten und das damit korrespondierende Interesse des Arbeitgebers oder Dienstherren auf Geheimhaltung der Informationen und dem Schutz seines guten Rufes in der Öffentlichkeit spielt bei der Anwendung des Art. 21 MAR auf das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen, anders als etwa bei der Beurteilung der Rechtmäßigkeit einer fristlosen Kündigung oder disziplinarrechtlicher Maßnahmen in einem Beamtenverhältnis, keine Rolle.

Der Schutzzweck des Insiderrechts insgesamt und das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung im Speziellen dient nicht den privatwirtschaftlichen Geheimhaltungsinteressen eines

¹⁹⁵² Ebenso: Klöhn/Klöhn, Art. 10 Rn. 206.

¹⁹⁵³ Zu der Rechtsprechung des EGMR: B.II.5 Quellenschutz; in Bezug auf Art. 21 ebenso: Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 49.

¹⁹⁵⁴ a.A. Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 40, der insbesondere auf ein Interesse des Emittenten an der Nichtveröffentlichung der Information aufgrund eines erfolgten Aufschubs der Ad-hoc-Mitteilung abstellt. Dazu: C.II.4.c)bb)(1) Vorrang der Ad-hoc-Mitteilung.

Emittenten, sondern soll vielmehr den Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes sicherstellen, indem es die Gefahr von Insiderhandel durch die unkontrollierte Verbreitung von Insiderinformationen reduziert. Für die Bewertung der Offenlegung im Hinblick auf einen Verstoß gegen das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen unter Berücksichtigung der journalistischen Berufs- und Standesregeln kommt es demnach entscheidend auf die Gefahr für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes an, welche von der Offenlegung der Insiderinformation ausgeht.

Insofern sind an die Offenlegung von Insiderinformationen durch sonstige Personen, insbesondere Informanten oder Whistleblower die gleichen Anforderungen zu stellen, wie an die Offenlegung von nicht-ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen durch den Emittenten¹⁹⁵⁵. Die Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber der Presse verstößt somit grundsätzlich nicht gegen Art. 14 lit. c), 10 MAR, wenn die Offenlegung gegenüber einem Medium erfolgt, welches in der Lage ist, die Insiderinformationen öffentlich bekannt zu machen und dadurch den Kreis an Insidern auf Null zu reduzieren¹⁹⁵⁶.

b) Offenlegung von Insiderinformationen durch Veröffentlichungen in Medien

Von der Rechtmäßigkeit der Offenlegung einer Insiderinformation gegenüber einem Medium zu trennen ist die Beurteilung der Offenlegung einer Insiderinformation im Rahmen einer Publikation durch ein Medium selbst. Eine solche Veröffentlichung durch ein Medium ist unproblematisch, wenn durch die Veröffentlichung die Insiderinformation öffentlich bekannt wird¹⁹⁵⁷. Zwar ist umstritten, ob eine solche Veröffentlichung, bei welcher die Information ihre Eigenschaft als Insiderinformation verliert, überhaupt eine Offenlegung im Sinne des Art. 10 MAR darstellt, jedoch ist im Ergebnis klar, dass in einer solchen Veröffentlichung kein Verstoß gegen das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen liegt. Dies wird im Wesentlichen mit dem Sinn und Zweck des Art. 10 MAR begründet, wonach der Kreis der Insider so klein wie möglich gehalten werden soll. Wenn die Insiderinformation durch die Herstellung

¹⁹⁵⁵ C.II.4.c) Offenlegung von nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen.

¹⁹⁵⁶ Im Ergebnis ebenso: Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Kulenkamp/v.Bonin*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 44; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 110; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 88; Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 201 wohl **a.A.** Assmann/Schütze/*Buck-Heeb*, § 8 Rn. 281.

¹⁹⁵⁷ C.I.2 Nicht öffentlich bekannt.

der öffentlichen Bekanntheit ihre Eigenschaft als Insiderinformation verliert, reduziert sich damit der Kreis an Insidern in Bezug auf diese Insiderinformation auf Null, womit das Regelungsziel des Art. 10 MAR erreicht wird¹⁹⁵⁸.

Komplizierter ist die Konstellation, in der durch die Veröffentlichung in dem Medium die Information nicht öffentlich bekannt wird und damit nach wie vor eine Insiderinformation darstellt. Dies ist beispielsweise bei Veröffentlichungen in Regional- oder Lokalmedien¹⁹⁵⁹ oder bei Veröffentlichungen in sozialen Medien oder Internetblogs¹⁹⁶⁰ der Fall. Eine Veröffentlichung in einem solchen Medium würde folglich dazu führen, dass eine Insiderinformation einem größeren Kreis an Personen zur Kenntnis gelangt, wodurch der Kreis an Insidern vergrößert wird. Es tritt also gerade die Folge ein, die durch Art. 10 MAR verhindert werden soll.

Auf der anderen Seite erfolgt die Veröffentlichung von Informationen, die von besonderem öffentlichem Interesse sind, im Zuge der normalen Ausübung des Berufs eines Journalisten und entspricht der normalen Erfüllung seiner Aufgaben, womit die Voraussetzungen der Tatbestandsausnahme des Art. 10 Abs. 1 MAR ebenfalls vorliegen. Zudem ist zu bedenken, dass die Veröffentlichung von Informationen zum absoluten Kernbereich der Pressefreiheit gehört und die Pressefreiheit wiederum ein zentraler Pfeiler der freiheitlich demokratischen Grundordnung darstellt¹⁹⁶¹. Aufgrund dieser herausragenden Bedeutung lässt sich ein allgemeines Offenlegungsverbot für Medien, die durch die Veröffentlichung nicht in der Lage sind, eine Insiderinformation öffentlich bekannt zu machen, nicht rechtfertigen¹⁹⁶².

Allerdings sind gerade solche Medien, die durch die Veröffentlichung der Insiderinformation diese nicht öffentlich bekannt machen, sondern den Kreis der Insider lediglich erweitern, in besonderem Maße verpflichtet, der mit der Pressefreiheit einhergehenden Verantwortung gerecht zu werden und sich um eine möglichst schnelle Verbreitung der Information zu bemühen.

¹⁹⁵⁸ C.II.1 Offenlegung von Insiderinformationen.

¹⁹⁵⁹ C.I.2.f) Öffentliche Bekanntheit; C.I.2.g) Öffentliche Bekanntheit nach dem Emittentenleitfaden der BaFin.

¹⁹⁶⁰ C.I.2.h) Soziale Netzwerke.

¹⁹⁶¹ B.II Meinungs- und Pressefreiheit.

¹⁹⁶² *Deutscher Presserat*, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung vom 11.09.2019, S. 4 I; Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 215, 216; Klöhn, CMLR 60 (2023), 547, 565; Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 57; wohl auch: Ellenberger/Bunte/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 109; Im Ergebnis zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF: Cloppenburg/Kruse, WM 2007 (Heft 24) 1109 (1115); Schröder, NJW 2009, 465 (466); Sturm, ZBB 2010, 20 (31); Schröder/Sethe/Germann, S. 58; Schröder/Sethe/Bergmann/Löffler, S. 98 ff.; Dazu im Einzelnen im Kontext des Art. 7 Abs. 1 lit. a): C.I.2.d) Konflikt mit der Pressefreiheit; a.A. Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 51.

Sobald die Insiderinformation durch die Veröffentlichung in dem entsprechenden Medium öffentlich zugänglich, aber noch nicht öffentlich bekannt im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR ist¹⁹⁶³, sind alle an der Veröffentlichung beteiligten Personen verpflichtet, auf eine möglichst zeitnahe Herstellung der öffentlichen Bekanntheit der Insiderinformation hinzuwirken.

Konkret bedeutet dies, dass das Medium unmittelbar nach der Veröffentlichung der Information den Emittenten des betroffenen Finanzinstruments auf die Publikation der Information hinweisen muss. Zudem muss das Medium Kontakt zu anderen Medien mit einer hinreichend großen Reichweite für die Herstellung einer öffentlichen Bekanntheit der Information aufnehmen und diese dazu anhalten, die Information gegebenenfalls unter Bezugnahme auf die Erstveröffentlichung weiterzuverbreiten, um eine möglichst schnelle Herstellung der öffentlichen Bekanntheit der Insiderinformation herbeizuführen und so den zunächst vergrößerten Kreis an Insidern auf Null zu reduzieren¹⁹⁶⁴.

Durch ein solches Vorgehen bleibt der Kernbereich der Pressefreiheit unberührt, also das Recht Informationen von öffentlichem Interesse zu verbreiten. Dies hat den Vorteil, dass auch reichweitenärmere Medien grundsätzlich die Möglichkeit und den Anreiz haben, zu für den Kapitalmarkt relevanten Themen zu recherchieren und zu publizieren, was zum Erhalt der Vielfalt der Medienlandschaft beiträgt¹⁹⁶⁵. Auf der anderen Seite wird die Gefahr für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes so gering wie möglich gehalten, da die öffentliche Bekanntheit der Information so schnell wie möglich hergestellt wird. Das kurzfristig erhöhte Risiko des Insiderhandels dürfte gerade im Hinblick auf die Verbreitungsmöglichkeiten durch die Nutzung des Internets zeitlich sehr begrenzt sein¹⁹⁶⁶. Zudem führt eine solche Auslegung dazu, dass insgesamt mehr Informationen öffentlich bekannt werden, was wiederum die Informationseffizienz des Kapitalmarktes und damit dessen alloкатive Funktionsfähigkeit¹⁹⁶⁷ stärkt. Zwar stellt das Zulassen einer Verbreitung von Insiderinformationen durch Medien, welche allein die Information nicht öffentlich bekannt machen können, unter dem Strich eine moderate Erhöhung

¹⁹⁶³ Zu den Anforderungen: C.I.2 Nicht öffentlich bekannt.

¹⁹⁶⁴ Meyer/Veil/Rönnau/Meyer, § 8 Rn. 57; Ebenso zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF: Sturm, ZBB 2010, 20 (31); Schröder/Sethe/Germann, S. 59; **Kritisch:** Schröder/Sethe/Bergmann/Löffler, S. 101, 102 welche den Schwerpunkt auf eine Mitteilung an den Emittenten setzten, welcher die Information dann als Ad-hoc-Mitteilung öffentlich bekannt machen kann.

¹⁹⁶⁵ B.II.9 Pluralistische Medienlandschaft.

¹⁹⁶⁶ Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 216; So schon § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF: Sturm, ZBB 2010, 20 (31).

¹⁹⁶⁷ B.I.1.b)bb) Alloкатive Funktionsfähigkeit.

des Risikos des Insiderhandels dar, dies ist jedoch im Hinblick auf die im Kernbereich betroffene Pressefreiheit hinzunehmen.

c) Offenlegung von Insiderinformationen innerhalb von Medien

Ein weiterer praxisrelevanter Anwendungsfall der Offenlegung von Insiderinformationen im Zusammenhang mit journalistischer Tätigkeit ist die Offenlegung von Insiderinformationen innerhalb von Medien. Gemeint ist damit, dass eine journalistische Veröffentlichung in der Regel eine Vielzahl von Arbeitsschritten umfasst. Beginnend bei der Recherche von Informationen muss der Beitrag zunächst geschrieben oder produziert werden. Anschließend erfolgt in aller Regel eine redaktionelle Überarbeitung des Beitrages, bei welcher die Inhalte des Beitrages und auch die Quellen innerhalb der Redaktion offengelegt werden. Im Fall von analogen Medien erfolgt schließlich noch der Druck des Pressewerks, wobei wiederum weitere Personen in den Publikationsvorgang involviert werden.

Aufgrund dieser arbeitsteiligen Vorgehensweise ist es notwendig, Insiderinformationen, sofern sie Gegenstand eines Beitrages werden sollen, innerhalb einer Redaktion offenzulegen. Da es sich dabei um eine typische journalistische Vorgehensweise handelt, stellt die Offenlegung von Insiderinformationen innerhalb einer Redaktion gewissermaßen den Paradefall einer Offenlegung dar, welche im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs geschieht. Die Offenlegung von Insiderinformationen innerhalb einer Redaktion ist folglich nicht unrechtmäßig und verstößt nicht gegen Art. 14 lit. c), 10 MAR¹⁹⁶⁸.

Allerdings bedeutet dies nicht, dass die Journalisten bei der Offenlegung von Insiderinformationen innerhalb der Redaktion keinerlei Beschränkungen unterliegen. Auch diese Offenlegungen müssen dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes angemessen Rechnung tragen¹⁹⁶⁹. Konkret bedeutet dies, dass sich die Offenlegung von Insiderinformationen innerhalb des Mediums auf das für die journalistische Arbeit notwendige Maß beschränken muss. Zudem sollten die beteiligten Personen Maßnahmen ergreifen, um den Zugang zu den Insiderinformationen zu beschränken, insbesondere bezüglich solcher Personen, die diese nicht zwingend für

¹⁹⁶⁸ Im Ergebnis ebenso: Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Kulenkamp/v.Bonin*, BeckOK, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 44; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 91; Klöhn/*Klöhn*, Art. 21 Rn. 207; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, § 86 Rn. 110; Zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF Schröder/Sethe/*Germann*, S. 62.

¹⁹⁶⁹ Zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aF: Schröder/Sethe/*Germann*, S. 62; Schröder, NJW 2009, 465 (468), welcher insbesondere eine Begrenzung der Teilnehmer einer Redaktionskonferenz nach Ressorts vorschlägt; ähnlich: Sturm, ZBB 2010, 20 (32).

die Erfüllung ihrer Aufgaben benötigen. Zu denken ist hier insbesondere an die im deutschen Leitfaden beschriebenen Organisations- und Offenlegungspflichten¹⁹⁷⁰, welche auf europäischer Ebene jedoch lediglich Obliegenheiten darstellen¹⁹⁷¹.

Geeignete Maßnahmen sind demnach die Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen, etwa durch die Schaffung von internen Zugangsregelungen zu bestimmten Redaktionskonferenzen. Diese Beschränkung des Informationszugangs sollte auch auf digitaler Ebene, etwa durch die Passwort- und EDV-Regelungen im IT-System sichergestellt werden.

d) Offenlegung von Insiderinformationen durch Journalisten zur Verifizierung

Verhältnismäßig rechtssicher ist aufgrund der AMF/LVMH-Entscheidung¹⁹⁷² nun auch die Offenlegung von Insiderinformationen durch Journalisten gegenüber Quellen zur Verifizierung bestimmter Informationen. Der EuGH stellte darin klar, dass die Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber einer Quelle gerechtfertigt sein kann, wenn dies zur Verifizierung einer Information notwendig ist, insbesondere wenn es sich bei dieser Information um ein Gerücht handelt¹⁹⁷³. Ob die jeweilige Offenlegung einer Insiderinformation im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufes oder der normalen Erfüllung von Aufgaben geschieht, ist letztlich durch die bereits dargestellte Verhältnismäßigkeitsprüfung festzustellen, wobei die Tatbestandsausnahme des Art. 10 Abs. 1 MAR jedoch grundsätzlich eng auszulegen ist¹⁹⁷⁴.

Der EuGH trägt damit dem Umstand Rechnung, dass die Verifizierung von Informationen Kernbestandteil der journalistischen Arbeit, aber auch der journalistischen Pflichten im Rahmen der unionsweit anerkannten Berufsgrundsätze¹⁹⁷⁵ und damit der „journalistischen Berufs- und Standesregeln“ im Sinne des Art. 21 MAR ist. Journalisten in der gesamten Union unterliegen aufgrund ihrer jeweiligen nationalen Pressekodizes einer allgemeinen Wahrheits- und Sorgfaltspflicht¹⁹⁷⁶. Diese ist auch für den Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes von enormer Bedeutung, da eine Presseberichterstattung, welche falsche Tatsachen beinhaltet,

¹⁹⁷⁰ F.VI.3.e)ee)(6) Organisations- und Offenlegungspflichten.

¹⁹⁷¹ F.VI.4.b) Obliegenheiten.

¹⁹⁷² C.II.4.f) Die AMF/LVMH-Entscheidung.

¹⁹⁷³ C.II.4.f)aa) Für journalistische Zwecke.

¹⁹⁷⁴ C.II.4.f)cc) Kriterien der Abwägung.

¹⁹⁷⁵ F.VI.1.h) Einheitliches europäisches Verständnis – Bestimmung unionsweit einheitlicher journalistischer Berufsgrundsätze.

¹⁹⁷⁶ F.VI.3.a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht; so auch *Nietsch*, WuB 2022, 341 (348).

ebenfalls eine Gefahr für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes darstellen würde. Die Einhaltung der allgemeinen Wahrheits- und Sorgfaltspflicht stellt deshalb auch eine echte Rechtspflicht dar, deren Nichtbefolgung einen Verstoß gegen die journalistischen Berufs- und Standesregeln im Sinne des Art. 21 MAR darstellt¹⁹⁷⁷. Konsequenterweise muss den Journalisten dann jedoch auch die Möglichkeit gegeben werden, Insiderinformationen gerade zu diesem Zweck offenzulegen.

2. Auswirkung auf die informationsgestützte Marktmanipulation

Der zweite größere Anwendungsbereich des Art. 21 MAR ist das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation gem. Art. 15, 12 Abs. 1 lit. c) MAR. Die Herausforderung für Journalisten liegt hier darin abzuschätzen, ob von ihrer Veröffentlichung ein falsches oder irreführendes Signal ausgeht oder ob dies jedenfalls wahrscheinlich ist¹⁹⁷⁸. Dabei ist zu bedenken, dass die Journalisten in Bezug auf den Wahrheitsgehalt der von ihnen in ihren Veröffentlichungen benannten Tatsachen nahezu vollständig von ihren Quellen abhängig sind. Ein Journalist kann, unabhängig davon wie intensiv er sich im Rahmen seiner journalistischen Wahrheits- und Sorgfaltspflicht¹⁹⁷⁹ um die Aufklärung eines Sachverhaltes bemüht, nie mit völliger Sicherheit ausschließen, dass er aufgrund von unzutreffenden Informationen seiner Quellen unwahre Tatsachen behauptet und dadurch auch irreführende Signale an den Kapitalmarkt sendet.

Auf der anderen Seite kann von der Presse nicht verlangt werden, lediglich über zweifelsfrei wahre Tatsachen zu berichten, da sie durch eine solche Berichterstattung ihre Kontrollfunktion als „vierte Gewalt“ nicht ausüben könnte¹⁹⁸⁰. Ganz im Gegenteil zeigen die Fälle Wirecard oder ComRoad, dass es für die Ausübung dieser Kontrollfunktion gerade notwendig ist, dass Journalisten grundsätzlich eine kritische Grundhaltung und auch den Mut aufbringen, kritische Fragen zu stellen und Widerstände, nicht nur der betroffenen Emittenten, zu überwinden. Durch die Anwendung des Art. 21 MAR auf das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation muss daher sichergestellt werden, dass die Risiken für die jeweiligen Journalisten kalkulierbar sind und dass sie, solange sie ihrer Tätigkeit gewissenhaft nachgehen, sich sicher sein können, für ihre kritische Berichterstattung nicht bestraft zu werden, selbst wenn sich die berichteten Tatsachen im Nachhinein als objektiv falsch darstellen.

¹⁹⁷⁷ F.VI.4.a) Pflichten; F.VI.5 Folgen der Einhaltung oder des Verstoßes gegen die journalistischen Berufs- und Standesregeln.

¹⁹⁷⁸ D.III.2 Senden falscher oder irreführender Signale.

¹⁹⁷⁹ F.VI.3.a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht.

¹⁹⁸⁰ Ebenso: Möllers/Cyglakow, JZ 23/2018, 1131 (1133).

Auf der anderen Seite birgt die informationsbasierte Marktmanipulation auch eine enorme Gefahr für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, da Anleger, die auf falsche oder irreführende Signale vertraut haben und entsprechende Verluste erleiden, ihr Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes schnell verlieren. Zudem kann der Kapitalmarkt und dessen Informationssensibilität auch genutzt werden, um den jeweiligen Emittenten unter Druck zu setzen, wie etwa die durch Greenpeace verbreiteten Falschinformationen zu der Bohrinself Brent Spar zeigen¹⁹⁸¹.

Um nun zu einem angemessenen Ausgleich zwischen dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes auf der einen Seite und der Gewährleistung der Presse- und Meinungsfreiheit durch die Anwendung des Art. 21 MAR zu gelangen, ist in erster Linie an den subjektiven Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR anzuknüpfen¹⁹⁸². Die Presse- und Meinungsfreiheit und die journalistischen Berufs- und Standesregeln sind demnach bei der Beurteilung der Frage zu berücksichtigen, ob der Journalist oder die veröffentlichende Person wusste oder hätte wissen müssen, dass die von ihr verbreiteten Informationen falsch bzw. deren Signale irreführend waren. Die Konsequenz aus diesem subjektiven Anknüpfungspunkt ist jedoch, dass es damit durchaus denkbar ist, dass Journalisten oder andere Personen, die durch andere Ausdrucksformen Informationen offenlegen oder verbreiten, objektiv falsche Informationen verbreiten oder irreführende Signale senden und dies von der MAR im Ergebnis geduldet wird, sofern den veröffentlichenden Personen subjektiv kein Vorwurf zu machen ist.

Allerdings sind, abhängig von der durch die Veröffentlichung und Verbreitung der Information erkennbar ausgehenden Gefahr für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, relativ strenge Anforderungen an die Sorgfaltspflichten der veröffentlichenden Person zu stellen. In Bezug auf Journalisten bedeutet dies, dass diese in jedem Fall die journalistischen Berufs- und Standesregeln eingehalten haben müssen¹⁹⁸³, was insbesondere für eine gewissenhafte Recherche gilt und

¹⁹⁸¹ A.V.3 Greenpeace und Brent Spar.

¹⁹⁸² Ebenso: Park/Saliger, 6.1 Rn. 263; **a.A.** Sowohl an den subjektiven als auch den objektiven Tatbestand anknüpfend: Seibt/Buck-Heeb/Harnos/Harnos, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 14.2; zu § 20 a Abs. 6 WpHG aF; Sturm, ZBB 2010, 20 (34); **Weitere a.A.** Klöhn/Klöhn, Art. 21 Rn. 41, der für die Berücksichtigung des Art. 21 MAR nicht an ein Tatbestandsmerkmal anknüpfen will, sondern in einem zweiten Prüfungsschritt, losgelöst von einem konkreten Tatbestandsmerkmal; **Weitere a.A.** Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO Nr. 596/2014 Art. 21 Rn. 6, der insbesondere an das objektive Merkmal der Irreführungseignung anknüpfen will.

¹⁹⁸³ F.VI.4 Journalistische Berufs- und Standesregeln auf europäischer Ebene; zu § 20 a Abs. 6 WpHG a.F. sehr ähnlich: Schröder, NJW 2009, 465 (469).

regelmäßig auch bedeuten wird, dass versucht werden muss, eine Stellungnahme der betroffenen Person oder des betroffenen Emittenten einzuholen¹⁹⁸⁴.

Im Ergebnis führt ein solches Verständnis, in Kombination mit einer auf die Umstände des Einzelfalls bezogenen umfangreichen Interessenabwägung zu einem bestmöglichen Ausgleich zwischen dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und der Gewährleistung der Presse- und Meinungsfreiheit. Durch die Anknüpfung an den subjektiven Tatbestand liegt es letztlich im Machtbereich der veröffentlichenden Person, die notwendige Sorgfalt walten zu lassen, um trotz der Erfüllung des objektiven Tatbestandes der informationsgestützten Marktmanipulation aufgrund der Anwendung des Art. 21 MAR letztlich nicht gegen die MAR zu verstoßen. Dafür eröffnet sich die Möglichkeit, durch mutigen und qualitativ hochwertigen Journalismus, wie in den Fällen Wirecard oder ComRoad¹⁹⁸⁵, die Informationseffizienz des Kapitalmarktes durch kritische Berichterstattung erheblich zu steigern.

3. Auswirkungen auf Anlageempfehlungen

Die praktischen Anwendungsfälle für eine Anwendung des Art. 21 MAR auf Art. 20 MAR i.V.m. der delegierten VO (EU) 2016/958 sind eher selten. Grund dafür ist, dass die Differenzierung in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 MAR und die damit verbundene Einordnung von Journalisten und sonstigen Privatpersonen als nicht-qualifizierte Personen dazu führt, dass der Anwendungsbereich des Art. 20 Abs. 1 MAR nur eröffnet ist, wenn die nicht-qualifizierte Person „direkt eine bestimmte Anlageentscheidung vorschlägt“¹⁹⁸⁶. Dies ist jedoch jedenfalls bei Journalisten relativ selten der Fall. Vielmehr könnten journalistische Veröffentlichungen, insbesondere wenn diese von größeren Chancen oder Herausforderungen für Unternehmen handeln, allenfalls als indirekte Anlageempfehlungen¹⁹⁸⁷ verstanden werden.

a) Abbedingung der delegierten VO (EU) 2016/958 gem. Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR

Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR sieht grundsätzlich die Möglichkeit vor, dass die technischen Regulierungsstandards, welche die Pflichten nach Art. 20 Abs. 1 MAR genauer regeln, durch

¹⁹⁸⁴ F.VI.3.a) Wahrheits- und Sorgfalspflicht.

¹⁹⁸⁵ Zu § 20 a Abs. 6 WpHG a.F. *Schröder*, NJW 2009, 465 (468) mit anderen Beispielen aber dem gleichen Befund.

¹⁹⁸⁶ E.VII.2 Nicht qualifizierte Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR; E.VII.4 Einordnung von Journalisten; Im Ergebnis wohl zustimmend: Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 140; Zu § 34 b Abs. 4 WpHG aF ebenso: *Sturm*, ZBB 2010, 20 (25).

¹⁹⁸⁷ E.III Direkte oder indirekte Handlungsanweisung.

eine gleichwertige angemessene Regelung – einschließlich einer gleichwertigen angemessenen Selbstregulierung – ersetzt werden können, sofern diese eine ähnliche Wirkung erzielen¹⁹⁸⁸. Allerdings verfügt derzeit kein Mitgliedsstaat über eine solche gleichwertige angemessene Regelung oder überhaupt über Regelungen, die denen der delegierten VO (EU) 2016/958 nahekommen¹⁹⁸⁹. Insbesondere fehlt es sämtlichen Kodizes und Leitlinien in den Mitgliedsstaaten an der wichtigen Differenzierung zwischen sogenannten Sachverständigen, wie sie in Art. 1 lit. a) delegierten VO (EU) 2016/958 definiert werden¹⁹⁹⁰ und sonstigen nicht-qualifizierten Personen im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR¹⁹⁹¹.

Durch die Kategorie des Sachverständigen korrespondieren die Anforderungen der delegierten VO (EU) 2016/958 mit dem potenziellen Vertrauen und der damit einhergehenden potenziellen Gefahr der Irreführung für den Kapitalmarkt¹⁹⁹². Durch den deutlich umfangreicheren Pflichtenkatalog für Sachverständige und einen reduzierten Katalog für Personen, die nicht als Sachverständige zu qualifizieren sind, enthält die delegierten VO (EU) 2016/958 bereits eine gut ausdifferenzierte Regelung, welche in dieser Form und Präzision keinem Pressekodex entnommen werden kann.

b) Anwendung des Art. 21 MAR auf die delegierten VO (EU) 2016/958

Sofern ein Journalist eine direkte Anlageempfehlung geben sollte und damit in den Anwendungsbereich der delegierten VO (EU) 2016/958 fällt, sind bei der Auslegung der Anforderungen der delegierten VO (EU) 2016/958 gem. Art. 21 MAR ebenfalls die Presse- und Meinungsfreiheit und die journalistischen Berufs- und Standesregeln zu berücksichtigen. Der dogmatische Anknüpfungspunkt für diese Berücksichtigung ist die Auslegung des in angemessener Weise dafür Sorgetragens in Art. 20 Abs. 1 MAR.

Relevant wird Art. 21 MAR insbesondere im Hinblick auf die in Art. 3 Abs. 1 lit. b) und c) delegierten VO (EU) 2016/958¹⁹⁹³ geregelten Pflichten, zum einen alle wesentlichen Informa-

¹⁹⁸⁸ E.X Anwendung auf Journalisten – Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR.

¹⁹⁸⁹ Am nächsten kommen der delegierten VO (EU) 2016/958 die Leitlinien Belgiens (Flandern) F.VI.3.e)bb) Belgien (Flandern); Zu § 34 b Abs. 4 WpHG aF in Bezug auf den damaligen deutschen Pressekodex ebenso: *Sturm*, ZBB 2010, 20 (24).

¹⁹⁹⁰ E.VII.3 Sachverständige nach Art. 1 lit. a) delegierten VO (EU) 2016/958.

¹⁹⁹¹ E.VII.2 Nicht-qualifizierte Personen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR.

¹⁹⁹² Zu den verschiedenen Pflichten für Sachverständige und sonstige nicht-qualifizierte Personen VIII Pflichten bei der Erstellung von Anlageempfehlungen.

¹⁹⁹³ E.VIII.1 Allgemeine Darstellungspflichten.

tionsquellen klar und unmissverständlich anzugeben und zum anderen auf deren mögliche Unzuverlässigkeit hinzuweisen. Diese kollidieren offensichtlich mit dem Recht des Journalisten auf Quellenschutz¹⁹⁹⁴. Zum einen hat der Journalist ein großes Interesse daran, dass er nicht offenlegen muss, woher er seine Informationen exakt bezieht und zum anderen würde die Beziehung zwischen dem Journalisten und seiner Quelle wohl erheblich belastet werden, wenn er diese öffentlich als möglicherweise unzuverlässig einstufen würde. Um diesem Recht auf Quellenschutz Rechnung zu tragen, sind Art. 3 Abs. 1 lit. b) und c) delegierten VO (EU) 2016/958 in Bezug auf journalistische Quellen so auszulegen, dass die Quelle lediglich gattungsmäßig bestimmt werden muss, also etwa „aus dem Konzernumfeld“ oder „eine Führungskraft, die mit der Angelegenheit vertraut ist“, ohne dass zu deren Zuverlässigkeit im Detail Stellung bezogen werden muss.

Zudem ist zu beachten, dass die grundsätzlich im Rahmen der Wahrheits- und Sorgfaltspflicht bestehende Pflicht des Journalisten, dem betroffenen Emittenten die Möglichkeit zur Stellungnahme zu geben¹⁹⁹⁵, nicht auf Art. 20 Abs. 1 MAR anwendbar ist, da die in Bezug auf die Pflichten im Zusammenhang mit der Erstellung und Verbreitung von Anlageempfehlungen speziellere delegierten VO (EU) 2016/958 eine solche Pflicht gerade nicht vorsieht¹⁹⁹⁶. Auch die Unverhältnismäßigkeitsklauseln in Art. 3 Abs. 2, Art. 4 Abs. 2 delegierten VO (EU) 2016/958 dürften, jedenfalls bei den gedruckten Tageszeitungen, die Empfehlungen in Form von Werbeanzeigen schalten, regelmäßig erfüllt sein¹⁹⁹⁷.

¹⁹⁹⁴ B.II.5 Quellenschutz; Dies andeutend: Habersack/Mülbert/Schlitt/Foerster, § 23 Rn. 160.

¹⁹⁹⁵ F.VI.3.a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht.

¹⁹⁹⁶ Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 85.

¹⁹⁹⁷ Assmann/Schneider/Mülbert/Sajnovits, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 107.

G. Zusammenfassung

Ausgehend von den miteinander kollidierenden Zielen, dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und der Gewährleistung der Presse- und Meinungsfreiheit, wurden in dieser Arbeit zunächst die Tatbestände, auf die Art. 21 MAR unmittelbar Bezug nimmt, umfangreich dargestellt. Durch diese Darstellung wurde deutlich, mit welchen komplexen Rechtsfragen sich Journalisten neben ihrer journalistischen Tätigkeit auseinandersetzen müssen, um den Konsequenzen eines Verstoßes gegen die MAR zu entgehen. In Bezug auf die Auslegung des Art. 21 MAR selbst, wurden durch diese Arbeit die Voraussetzungen für eine unionsweit einheitliche Auslegung und damit auch für eine deutliche Steigerung der Rechtssicherheit für die Anwendung der MAR auf journalistische Veröffentlichungen geschaffen.

Das in dieser Arbeit vertretene Verständnis des Art. 21 MAR schafft einen optimalen Ausgleich zwischen dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und der Gewährleistung der Presse- und Meinungsfreiheit, indem es Journalisten ein Maximum an Rechtssicherheit bei der Anwendung der einschlägigen Tatbestände auf ihre journalistische Tätigkeit verschafft und ihnen gleichzeitig berufsbezogene Pflichten auferlegt, welche dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes Rechnung tragen. Abschließend wird diese Auslegung im Folgenden kompakt dargestellt.

Zunächst ist zu bedenken, dass es auf die Anwendung des Art. 21 MAR nur dann ankommt, wenn das zu beurteilende Verhalten einer Person, die in den Anwendungsbereich des Art. 21 MAR fällt, den Tatbestand einer der in Art. 21 MAR genannten insiderrechtlichen Vorschriften erfüllt. Zudem darf keiner der Ausnahmetatbestände in Art. 21 lit. a) oder b) MAR greifen. In Art. 21 MAR in lit. a) und lit. b) wird der Anwendungsbereich des Journalistenprivilegs beschränkt, indem Personen aus dem Anwendungsbereich des Journalistenprivilegs ausgenommen werden, die entweder einem Interessenkonflikt unterliegen oder das Journalistenprivileg zur Irreführung des Kapitalmarktes missbrauchen¹⁹⁹⁸. Für die Nichtanwendbarkeit des Journalistenprivilegs aufgrund eines Interessenkonfliktes kommt es dabei ausschließlich auf das objektive Vorliegen eines Interessenkonfliktes an und nicht darauf, ob die Erzielung eines mittelbaren oder unmittelbaren Vorteils oder Gewinns für die veröffentlichende Person oder eine mit ihr in einer engen Beziehung stehenden Person subjektiv gewollt oder dieser bewusst war¹⁹⁹⁹.

¹⁹⁹⁸ F.VII Ausnahmen gemäß Art. 21 lit. a und lit. b MAR.

¹⁹⁹⁹ F.VII.1.a)bb) Neutralitätsgebot.

Das Eingreifen von Art. 21 lit. a) oder b) MAR schließt eine Berichterstattung jedoch nicht aus. Es führt lediglich dazu, dass die veröffentlichenden Personen die Vorgaben des Insiderrechts, insbesondere die Hinweispflicht in Bezug auf den bestehenden Interessenkonflikt nach Art. 20 MAR i.V.m. delegierten VO (EU) 2016/958²⁰⁰⁰, in dem gleichen Maße beachten müssen, wie alle andere nicht von Art. 21 MAR erfassten Marktteilnehmer auch. Sofern das Journalistenprivileg des Art. 21 MAR Anwendung findet, ist stets eine umfangreiche Würdigung aller Umstände des Einzelfalles vorzunehmen. Die Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit sowie der journalistischen Berufs- und Standesregeln findet dabei bereits auf Tatbestandsebene der jeweiligen insiderrechtlichen Verbotsnormen statt²⁰⁰¹.

Die Umstände des jeweiligen Einzelfalles sind anschließend im Rahmen einer Verhältnismäßigkeitsprüfung, bei der die Presse- und Meinungsfreiheit gegen den Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes abzuwägen ist, zu berücksichtigen. Ausgangspunkt dieser Abwägung sind dabei die Kriterien, die der EuGH in seiner AMF/LVMH-Entscheidung aufgestellt hat. Als Kriterien hat der EuGH (1) die potenzielle Abschreckungswirkung der Verbotsvorschriften der MAR auf die journalistische Tätigkeit einschließlich vorbereitender Untersuchungstätigkeiten, (2) die Einhaltung journalistischer Berufs- und Standesregeln, wobei deren Einhaltung einen Verstoß gegen die MAR nicht zwingend ausschließt, und schließlich (3) die negativen Auswirkungen der zu beurteilenden Handlung auf die Integrität der Finanzmärkte genannt²⁰⁰².

I. Potenzielle Abschreckungswirkung

In Bezug auf das erste Kriterium, der potenziell abschreckenden Wirkung des Insiderrechts, ist die enorme rechtliche Komplexität der einzelnen Tatbestände zu berücksichtigen, die für einen juristischen Laien regelmäßig kaum zu durchdringen sind. Diese potenziell abschreckende Wirkung entsteht durch die Rechtsunsicherheit, die mit der rechtlichen Komplexität des Insiderrechts einhergeht, wobei gleichzeitig eine strafrechtliche Verfolgung droht.

Bereits die Auslegung des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR und die damit einhergehende Frage, ob eine Information überhaupt den Tatbestand einer Insiderinformation erfüllt²⁰⁰³, ist gerade in

²⁰⁰⁰ E.VIII Pflichten bei der Erstellung von Anlageempfehlungen.

²⁰⁰¹ F.III Offenlegung Verbreitung, Empfehlung.

²⁰⁰² Ausführlich: F.VIII Rechtsfolgen des Art. 21 MAR.

²⁰⁰³ C.I Insiderinformation.

Bezug auf das Merkmal der Kurserheblichkeit²⁰⁰⁴ hoch komplex und erfordert neben fundierten juristischen Kenntnissen auch Kenntnisse über das Finanzinstrument auf das sich die Insiderinformation bezieht sowie über die Erwartungen des Kapitalmarktes in dem jeweiligen Segment und die Funktionsweisen des Kapitalmarktes in der jeweiligen Anlageklasse. Dabei ist zu bedenken, dass bereits die abstrakte Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung ausreicht, welche im Rahmen einer entsprechenden Zukunftsprognose zu ermitteln ist. Besondere Schwierigkeiten bereiten zudem die Einordnung von Gerüchten²⁰⁰⁵ sowie von zeitlich gestreckten Vorgängen²⁰⁰⁶, welche regelmäßige von besonderem journalistischem Interesse sind.

In Bezug auf das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen haben Journalisten, neben der Einordnung einer Information als Insiderinformation, zudem zu beurteilen, ob eine Offenlegung dieser Insiderinformation unrechtmäßig im Sinne des Art. 10 Abs. 1 MAR wäre, wobei die dort enthaltene Tatbestandsausnahme zu berücksichtigen ist²⁰⁰⁷. Bei der Beurteilung der Unrechtmäßigkeit ist eine saubere Differenzierung danach vorzunehmen, ob die Offenlegung der Insiderinformation *gegenüber* einem Medium, *durch* ein Medium oder *innerhalb* eines Mediums erfolgt²⁰⁰⁸. Bei der Offenlegung *gegenüber* einem Medium ist weiter danach zu differenzieren, ob die Offenlegung durch den Emittenten oder durch einen Dritten, dessen Verhalten dem Emittenten nicht zuzurechnen ist²⁰⁰⁹, erfolgt. Darüber hinaus kommt es bei der Offenlegung durch einen Emittenten darauf an, ob für diesen, in Bezug auf die Insiderinformation die offengelegt werden soll, eine Ad-hoc-Publizitätspflicht besteht oder nicht²⁰¹⁰.

Auch der Umgang mit dem Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation ist, jedenfalls für juristische Laien, kaum zu überblicken. Die zentrale Herausforderung besteht darin, ähnlich wie bei der Prüfung der Kurserheblichkeit einer Information, zu beurteilen, ob die Verbreitung einer Information ein falsches oder irreführendes Signal sendet oder ein anormales oder künstliches Kursniveau herbeiführt oder eine der beiden Folgen zumindest wahrscheinlich ist²⁰¹¹. Insbesondere der Umstand, dass bereits eine abstrakte Eignung ausreichend ist, um den Tatbestand zu erfüllen, sorgt dafür, dass selbst für eine grobe Einschätzung der potenziellen

²⁰⁰⁴ C.I.5 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung.

²⁰⁰⁵ C.I.1.e) Gerüchte; C.I.5.e)bb) Gerüchte.

²⁰⁰⁶ C.I.1.i) Zeitlich gestreckte Vorgänge; C.I.3.e) Zeitlich gestreckte Vorgänge.

²⁰⁰⁷ C.II.3 Unrechtmäßigkeit der Offenlegung.

²⁰⁰⁸ C.II.4 Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Medien.

²⁰⁰⁹ C.II.2.b) Zurechnung des Handels natürlicher Personen.

²⁰¹⁰ C.II.4.c) Offenlegung von nicht ad-hoc-pflichtigen Insiderinformationen.

²⁰¹¹ D.III Tatbestand.

Geeignetheit, zum Senden irreführender Signale oder Herbeiführen eines anormalen oder unnatürlichen Kursniveaus²⁰¹², schon sehr fundierte Kenntnisse des Kapitalmarktes im Allgemeinen und des jeweiligen Finanzinstrumentes und der wirtschaftlich dahinterstehenden Branche im Besonderen, notwendig sind, welche von einer Wirtschaftsjournalistin oder einem Wirtschaftsjournalisten in dieser Qualität nicht erwartet werden können.

Auch der Art. 20 Abs. 1 MAR hat durchaus das Potenzial, eine abschreckende Wirkung auf Journalisten zu entfalten, sofern diese direkte Anlageempfehlungen erstellen oder verbreiten²⁰¹³. Schwierigkeiten bereitet bereits die Definition einer Anlageempfehlung und die einer Anlagestrategieempfehlung, da die Legaldefinitionen in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR wechselseitig aufeinander bezugnehmen und entsprechend unverständlich sind²⁰¹⁴. Hinzu kommt, dass der Umfang der in Art. 20 Abs. 1 MAR erwähnten Darstellungs- und Offenlegungspflichten sich nicht aus der Vorschrift selbst ergibt, sondern aus der delegierten VO (EU) 2016/958, auf welche in Art. 20 Abs. 3 MAR verwiesen wird²⁰¹⁵.

Diese wurde bisher durch keine gleichwertige angemessene Selbstregulierung abgedungen²⁰¹⁶. Bei der Anwendung der delegierten VO (EU) 2016/958 besteht für Journalisten zudem die Schwierigkeit, dass diese in Art. 1 lit. a) zwischen Sachverständigen und anderen nicht-qualifizierten Personen unterscheidet, wobei Journalisten beiden Kategorien zugeordnet werden können²⁰¹⁷. Diese Vielzahl an, jedenfalls in ihrer Gesamtheit, schwer zu durchdringenden Vorschriften ist durchaus geeignet, eine Journalistin oder einen Journalisten von der Veröffentlichung einer direkten Anlageempfehlung abzuhalten.

Aufgrund der dargestellten Komplexität des Insiderrechts kann von Journalisten nicht erwartet werden, dass sie, parallel zu ihrer eigentlichen journalistischen Tätigkeit, die für sie einschlägigen insiderrechtlichen Vorschriften vollständig durchdringen und zutreffend auf ihre jeweilige journalistische Aktivität anwenden. Ein Verstoß oder ein Fehlverständnis würde neben dem Risiko strafrechtlicher Konsequenzen auch ein massives Risiko für die Reputation, sowohl des

²⁰¹² D.III.3 Herbeiführen eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus.

²⁰¹³ E.VII.4 Einordnung von Journalisten.

²⁰¹⁴ E.I Anlageempfehlung und Anlagestrategieempfehlung.

²⁰¹⁵ E.VIII Pflichten bei der Erstellung von Anlageempfehlungen.

²⁰¹⁶ F.VIII.3.a) Abbedingung der delegierten VO (EU) 2016/958 gem. Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR.

²⁰¹⁷ E.VII.4 Einordnung von Journalisten.

Journalisten als auch des Mediums, welches den betreffenden Beitrag veröffentlicht hat, bedeuten. Gerade diese Reputation muss jedoch über Jahre aufgebaut werden und kann, durch den Makel des Verstoßes gegen das Insiderrecht, schon durch eine einzige Veröffentlichung massiv beschädigt oder gar vollständig zerstört werden.

Derartig hohe Anforderungen an die juristischen Fähigkeiten von Journalisten zu stellen, würde die Abschreckungswirkung des Insiderrechts auf die journalistische Berichterstattung maximieren und die Presse- und Meinungsfreiheit massiv einschränken. Auch eine permanente juristische Beratung würde, in Anbetracht der dadurch verursachten Kosten, an dieser Abschreckungswirkung nichts ändern.

Um die potenzielle Abschreckungswirkung des Insiderrecht in einem für die Presse- und Meinungsfreiheit erträglichen Rahmen zu halten, muss Journalisten daher zugestanden werden, dass sie unter bestimmten Voraussetzungen keine insiderrechtlichen Konsequenzen zu befürchten haben, selbst wenn sie durch ihre journalistische Tätigkeit insiderrechtliche Tatbestände erfüllen, ohne dass dies zu einem permanenten und unbedingten Vorrang der Presse- und Meinungsfreiheit vor dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes führt. Voraussetzung für die Sanktionslosigkeit der journalistischen Tätigkeit sind die Einhaltung der journalistischen Berufs- und Standesregeln und eine angemessene Beachtung der negativen Auswirkungen der Berichterstattung auf die Integrität der Finanzmärkte.

II. Einhaltung der journalistischen Berufs- und Standesregeln

Eine Begrenzung der Ausübung der Presse- und Meinungsfreiheit zum Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes erfolgt unter anderem durch die journalistischen Berufs- und Standesregeln. Durch diese Selbstregulierung wird gleichzeitig ein gewisser Qualitätsstandard für die journalistische Arbeit etabliert. Dieser führt zu einer Steigerung der Glaubwürdigkeit und des Einflusses journalistischer Berichterstattung auf die öffentliche Debatte und dient zudem der Prävention gegen den Missbrauch der Presse- und Meinungsfreiheit.

Um dem Wunsch des europäischen Gesetzgebers nach einer Vollharmonisierung des Insiderrechts in der Europäischen Union²⁰¹⁸ Rechnung zu tragen, sind als Rechtsquellen nicht die ver-

²⁰¹⁸ F. VI.1.b) Schaffung einer unionsweit einheitlichen Regelung.

schiedenen unterschiedlichen Regelungen auf nationaler und föderaler Ebene isoliert heranzuziehen²⁰¹⁹. Vielmehr bedarf es unionsweit einheitlichen journalistischen Berufs- und Standesregeln, um eine Gleichbehandlung aller Journalisten in der Union sicherzustellen²⁰²⁰ und um bei grenzüberschreitender Berichterstattung ein einheitliches Regelwerk anwenden zu können²⁰²¹. Dieses einheitliche Regelwerk lässt sich durch eine Gesamtwürdigung der verschiedenen nationalen journalistischen Berufs- und Standesregeln²⁰²² entwickeln, da diese übereinstimmende Grundprinzipien für den Berufsstand des Journalisten definiert haben²⁰²³. In der Europäischen Union etablierte Berufsgrundsätze sind (1) die Pflicht zur wahrheitsgemäßen Berichterstattung und zu der dazu notwendigen Recherche²⁰²⁴, (2) die Pflicht zur Neutralität und einer damit einhergehenden Vermeidung von Interessenkonflikten²⁰²⁵ sowie (3) die Verpflichtung zur Befolgung von Embargovereinbarungen²⁰²⁶.

Neben diesen journalistischen Berufspflichten, welche sich in allen nationalen Selbstregulierungsvorschriften finden, haben die Berufsvereinigungen in einigen Mitgliedsstaaten weitere zusätzliche Anforderungen an die Ausübung des Berufes des Journalisten gestellt, welche speziell auf die Berichterstattung mit Kapitalmarktbezug und das Insiderrecht eingehen²⁰²⁷. Dies betrifft insbesondere die interne Organisation sowie den Aufbau von Compliance-Strukturen innerhalb eines Mediums und die Überwachung von Interessenskonflikten²⁰²⁸. Da diese Anforderungen sich (bisher) nicht in allen Mitgliedsstaaten etabliert haben, entfalten diese (noch) keine unmittelbare Bindungswirkung für sämtliche Journalisten in der Europäischen Union. Es handelt sich daher lediglich um Obliegenheiten, deren Einhaltung zu Gunsten der Ausübung der Presse- und Meinungsfreiheit zu berücksichtigen ist. Eine Nichtbefolgung dieser Obliegenheiten hat jedoch keinen Verstoß gegen die journalistischen Berufs- und Standesregeln im

²⁰¹⁹ F.VI.1 Erfasste Rechtsquellen.

²⁰²⁰ F.VI.1.h) Einheitliches europäisches Verständnis – Bestimmung unionsweit einheitlicher journalistischer Berufsgrundsätze.

²⁰²¹ F.VI.1.c) Grenzüberschreitende Sachverhalte.

²⁰²² F.VI.3 Die nationalen Pressekodizes.

²⁰²³ F.VI.1.h) Einheitliches europäisches Verständnis – Bestimmung unionsweit einheitlicher journalistischer Berufsgrundsätze.

²⁰²⁴ F.VI.3.a) Wahrheits- und Sorgfaltspflicht.

²⁰²⁵ F.VI.3.b) Allgemeine Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten.

²⁰²⁶ F.VI.3.c) Embargos.

²⁰²⁷ F.VI.3.e) Leitfäden für Finanzmarktjournalismus.

²⁰²⁸ F.VI.4.b) Obliegenheiten.

Sinne des Art. 21 MAR zur Folge²⁰²⁹. Allerdings führt die Einhaltung der journalistischen Berufs- und Standesregeln nicht automatisch zu einem Vorrang der Presse- und Meinungsfreiheit und einer damit einhergehenden Straffreiheit für die veröffentlichende Person.

III. Negative Auswirkungen auf die Integrität der Finanzmärkte

Für den jeweiligen Einzelfall entscheidend ist die Beurteilung der negativen Auswirkungen der Ausübung der Presse- und Meinungsfreiheit auf die Integrität der Finanzmärkte. Der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes darf ebenfalls nicht vollständig hinter der Presse- und Meinungsfreiheit zurücktreten²⁰³⁰. Vielmehr findet die Ausübung der Presse- und Meinungsfreiheit ihre Grenzen dort, wo die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes in ihrem Kern erschüttert wird. Dies ist der Fall, wenn die Ausübung der Presse- und Meinungsfreiheit zu einem langfristigen oder gar dauerhaften Vertrauensverlust der Marktteilnehmer in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes führt. Journalisten müssen daher im Rahmen ihrer journalistischen Tätigkeit, insbesondere bevor sie ihre Werke veröffentlichen, die möglichen Folgen ihrer Tätigkeit auf den Kapitalmarkt beachten und sich bemühen, mögliche Risiken für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes weitestgehend auszuschließen oder jedenfalls zu begrenzen.

Konkret bedeutet dies, dass die Anforderungen an die journalistische Tätigkeit proportional zu der Gefahr für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes steigen, die von der journalistischen Tätigkeit ausgeht. Je heikler die Berichterstattung zu einem bestimmten Thema ist, umso sorgfältiger müssen Journalisten bei der Ausübung ihrer Tätigkeit sein. Demnach müssen sie die möglichen Gefahren für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, die von ihrer Arbeit ausgehen, im Blick behalten und ihre Arbeitsweise dem Gefahrenpotenzial anpassen. Der Gradmesser für die potenzielle Gefahr, die von einer journalistischen Tätigkeit ausgeht, ist ihre Kurserheblichkeit²⁰³¹. Je eher zu erwarten ist, dass die Berichterstattung dazu geeignet sein wird, eine Kursreaktion auszulösen, umso sorgfältiger und nach eigenem Berufsethos hochwertiger muss die journalistische Arbeit sein.

Besondere Vorsicht ist geboten, wenn eine journalistische Arbeit sich mit hoch sensiblen und kurserheblichen Themen, insbesondere Straftaten wie Kursmanipulation, Steuerhinterziehung oder Korruption beschäftigt. Gleiches gilt bei wirtschaftlich höchst relevanten Vorgängen, wie

²⁰²⁹ F. VI.4.b) Obliegenheiten.

²⁰³⁰ Zu dieser praktischen Konkordanz: B Zielkonflikt.

²⁰³¹ C.I.5 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung.

der Entwicklung des Geschäftsergebnisses, für das Unternehmen bedeutsame Transaktionen oder zentrale strategische Entscheidungen. In diesen Fällen muss die jeweils berichtende Person die für sie bestmögliche journalistische Arbeitsweise anwenden, um die potenzielle Gefahr für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes so gering wie möglich zu halten.

Die berichtende Person ist dann verpflichtet, die Anzahl und die Qualität ihrer Quellen so weit wie möglich zu steigern und alle betroffenen Protagonisten möglichst umfangreich zu den Vorgängen zu befragen. Zudem muss das veröffentlichte Werk selbst die höchstmögliche journalistische Qualität aufweisen und besonders präzise zwischen Tatsachen, Meinungen, Vermutungen und Prognosen unterscheiden und unsichere Tatsachen als solche kennzeichnen. Auch die Objektivität der Berichterstattung muss maximiert werden und auf missverständliche Stilmittel wie Sarkasmus, Satire oder Zynismus verzichten, da diese Stilmittel in besonderem Maße dazu geeignet sind, von Marktteilnehmern missverstanden zu werden und daher in aller Regel eine zu große Gefahr für den Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes darstellen.

IV. Fazit

Ob eine journalistische Berichterstattung gegen das Insiderrecht in strafbewährter Weise verstößt, ist letztlich immer eine Frage des Einzelfalles und bedarf einer umfangreichen Würdigung und Dokumentation (!) der für die Abwägung erheblichen Tatsachen. Zusammenfassend lässt sich jedoch feststellen, dass Journalisten grundsätzlich über alles berichten dürfen, was dem öffentlichen Informationsinteresse dient, ohne dabei Konsequenzen wegen eines Verstoßes gegen die MAR fürchten zu müssen. Allerdings sind sie im Gegenzug verpflichtet, ihre journalistischen Fähigkeiten maximal auszureizen, um die von ihrer Berichterstattung ausgehende Gefahr für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes bestmöglich zu begrenzen. Das Insiderrecht fordert insofern Journalisten keine vertieften juristischen Kenntnisse ab, sondern vielmehr vertiefte journalistische Kenntnisse und Fähigkeiten und deren bestmögliche Anwendung bei für den Kapitalmarkt gefährlicher Berichterstattung. Der Kapitalmarkt und seine Akteure müssen es aushalten, dass Journalisten straffrei gegen das Insiderrecht verstoßen können, wenn ihre Berichterstattung gut gemacht und auch gut gemeint war. Auf der anderen Seite bietet diese Berichterstattung für den Kapitalmarkt auch die Chance, bestehende Missstände aufzudecken und so seine Funktionsfähigkeit zu erhöhen.

Dieses Kapitel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de>) veröffentlicht.



H. Literaturverzeichnis

- Abdolmohammadi, Mohammad/Sultan, Jahangir** Ethical Reasoning and the Use of Insider Information in Stock Trading, *Journal of Business Ethics* 37, 165-173(2002)
- Andreas Cahn** Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG, *ZHR* 162, 1 – 50 (1998)
- Assmann, Heinz-Dieter** Das künftige Insiderrecht, *AG* 1994, 196 - 207
- Assmann, Heinz-Dieter** Das künftige Insiderrecht II, *AG* 1994, 237 - 258
- Assmann, Heinz-Dieter** Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Marktgerüchts als unberechtigte Offenlegung einer Insiderinformation Kommentar zu EuGH v. 15.3.2022 – C-302/20, *AG* 2022, 390-396
- Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H.** Wertpapierhandelsgesetz: WpHG, 6. Auflage, Köln, 2012 (zitiert: Assmann/Schneider/*Bearbeiter*)
- Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H./Mülbert, Peter (Hrsg.)** Wertpapierhandelsrecht, 8. Auflage, Band 1, Köln, 2023 (zitiert: Assmann/Schneider/Mülbert/*Bearbeiter*)
- Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A./Buck-Heeb, Petra (Hrsg.)** Handbuch des Kapitalanlagerechts, 6. Auflage, München, 2024 (zitiert: Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Bearbeiter*)
- Bachmann, Gregor** Ad-hoc Publizität nach „Geltl“, *DB* 2012, 2206 - 2211
- Bäcker, Dirk** Die vierte Gewalt, *Vorgänge* 192, 12/2010, Heft 4, 16 - 22
- Baetge, Jörg (Hrsg.)** Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität. Was bedeuten die Regelungen für die Unternehmenspublizität und Finanzanalyse?, Düsseldorf, 1995 (zitiert: Baetge/*Bearbeiter*)
- Beaver, William H.** Financial Reporting, Supplemental Disclosures and Bank Share Prices, *Journal of Accounting (Acct. Rev.)*, 1979, Vol. 54, Issue 1, p. 38 – 46
- Behre Julia/ Hölig, Sascha/ Möller, Judith** Reuters Institute Digital News Report 2023 – Ergebnisse für Deutschland, Arbeitspapier des Hans-Bredow-Instituts Projektergebnisse Nr.67 für Deutschland, Hamburg, 2023

- Bekritsky, Grigory** Die Insiderinformationen im Lichte des neuen Emittentenleitfadens, WM 2020 Heft 42, 1959 - 1968
- Beneke, Moritz/ Thelen, Martin** Die Schutzgesetzqualität des Insiderhandelsverbots gem. Art.14 Marktmissbrauchsverordnung, BKR 2017, 12-20
- Benner-Heinacher, Jella** Kollidiert die Auskunftspflicht des Vorstandes mit dem Insidergesetz?, DB 1995, 765 – 766.
- Berger, Manfred** Hedging Effiziente Kursabsicherung festverzinslicher Wertpapiere mit Finanzterminkontrakten, Wiesbaden, 1990
- Bingel, Adrian** Die „Insiderinformation“ in zeitlich gestreckten Sachverhalten und die Folgen der jüngsten EuGH-Rechtsprechung für M&A-Transaktionen, AG 2012, 685 - 700
- Bleicher, Joan Kristin** Grundwissen Internet, Perspektiven der Medien- und Kommunikationswissenschaft, Konstanz, 2022
- Brealey, Richard/ Myers, Stewart/ Allen, Franklin** Principles of Corporate Finance, 14. Auflage, New York, 2022
- Brellochs, Michael** Zur Ad-hoc Publizität bei gestreckten Sachverhalten – Anmerkung zu BGH, Beschluss vom 23. April 2013 – II ZB 7/09, ZIP 2013, 1170 - 1173
- Brockman, Paul/ Tressl, Jiri/ Unlu, Emre** The impact of insider trading laws on dividend payout policy, Journal of Corporate Finance, 2014, Vol. 29, Issue C, 263-287
- Brudney, Victor** Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws, Harvard Law Review Vol. 93, No. 2, pp. 322-376, Dezember 1979
- Bettendorf, Selina** Instagram-Journalismus – Ein Leitfaden für Redaktionen und Freie Journalisten, Berlin, 2019
- Buck-Heeb, Petra** Kapitalmarktrecht, 12. Auflage, Heidelberg, 2022
- Buck-Heeb, Petra** Insiderrecht und soziale Medien, AG 2021, 42-48
- Buck-Heeb, Petra** Haftung für verspätete Ad-hoc-Mitteilung bei zeitlich gestrecktem Vorgang – Entscheidungsbesprechung BGH, Beschluss vom 23. April 2013 – II ZB 7/09, LMK 2013, 348684

- Buck-Heeb, Petra** Rechtzeitigkeit einer Ad-hoc-Veröffentlichung – Anmerkung zu EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – C-19/11 (Geltl-Entscheidung), LMK 2013, 346872
- Buck-Heeb, Petra** Begriff der Insider-Information und Konkretisierung der Ad-hoc Publizitätspflicht – Anmerkung zu EuGH, Urteil vom 11. März 2015 – C-628/13 (Lafonta-Entscheidung), LMK 2015, 373992
- Buck-Heeb, Petra** Vom Kapitalanleger- zum Verbraucherschutz – Befund und Auswirkung auf das Recht der Anlageberatung, ZHR 176 (2012), 66 – 95.
- Bunz, Thomas** Ad-hoc-Pflichten im Rahmen von Compliance Audits, NZG 2016, 1249 - 1255
- Bürgers, Tobias** Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 424 - 432
- Callewaert, John** Die EMRK und die EU-Grundrechtecharta / Bestandsaufnahme einer Harmonisierung auf halbem Weg, EuGRZ 2003, 198
- Caspari, Karl-Burkhard** Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüsseler Richtlinien, NZG, 2005, 98
- Caspari, Karl-Burkhard** Die geplante Insiderregelung in der Praxis, ZGR 1994, 530 - 546
- Clark, Robert Charles** Corporate Law, Little, Brown, Boston, 1986
- Claussen, Carsten P.** Das Wertpapiergesetz und die Wertpapieranalysten – ein offenes Feld, AG 1997, 306 – 312
- Claussen, Carsten P.** Neues zur kommenden Insidergesetzgebung (I), ZBB 1992, 73 - 79
- Claussen, Carsten P.** Das neue Insiderrecht, DB 1994, 27 - 31
- Cloppenburg, Matthias/
Kruise, Dominik** Die Weitergabe von Insiderinformationen an und durch Journalisten, WM 2007, Heft 24, 1109 – 1115.
- Constantinides, George
M./ Stulz, Rene M.
(Hrsg.)** Handbook of the Economics and Finance, Financial Marktes and Asset Pricing, Vol. 1 Part B, Amsterdam, 2003 (zitiert: Constantinides/Stulz/Bearbeiter)
- Demsetz, Harold** Corporate Control, Insider Trading and Rates of Return, The American Economic Review, Vol.76, No.2, 1986

- Diekgräf, Moritz B.** Directors' Dealings Paradigmenwechsel im europäischen Marktmissbrauchsrecht, Baden-Baden, 2017
- Diekmann, Hans/
Sustmann, Marco** Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), NZG 2004, 929 - 939
- Drygala, Tim** A Step Ahead of the Crowd – Zur selektiven Information von Finanzanalysten nach amerikanischem und deutschem Kapitalmarktrecht – Teil II, WM 2001 Heft 28, 1313 - 1356
- Ehlers, Dirk** Europäische Grundrechte und Grundfreiheiten, 4. Auflage, Berlin, 2014
- Eichelberger, Jan** Manipulation ohne Absicht? – Die subjektive Komponente bei dem Verbot der Marktmanipulation (§20a WpHG), WM 2007, Heft 44, 2046 - 2052
- Ekkenga, Jens** Individuelle Entscheidungsprozesse im Recht der Ad-hoc-Publizität – Sieben Thesen zum Fall Geltl/Daimler/Schrepp, NZG 2013, 1081 - 1087
- Ellenberger, Jürgen/
Bunte, Hermann-Josef
(Hrsg.)** Bankenrechts-Handbuch, Band I, 6. Auflage, München, 2022 (zitiert: Ellenberg/Bunte/*Bearbeiter*)
- Fama, Eugene Francis** Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance (J. Fin.), Vol. 25, No. 2, May 1970, pp. 383 – 417
- Fischel, Daniel R.** Efficient Capital Markets the Crash and the Fraud on the Market Theory, 74 Cornell Law Review (Cornell L. Rev.), 907 (1989)
- Fischel, Daniel R./
Carlton, Dennis W.** The Regulation of Insider Trading, 35 Stanford Law Review 857, 1982
- Fischer, Thomas** Strafgesetzbuch, 70. Auflage, München, 2023
- Flaig, Carolin** Wirtschaftsjournalismus und Markt – Notwendigkeit und Ansätze einer Regulierung, Berlin, 2009
- Fleischer, Holger** Ad-hoc-Publizität beim einvernehmlichen vorzeitigen Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden – Der DaimlerChrysler-Musterbescheid des OLG Stuttgart, NZG 2007, 401 - 407

- Fleischer, Holger** Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2009, 505 - 541
- Fleischer, Holger/
Schmolke, Ulrich** Gerüchte im Kapitalmarktrecht: Insiderrecht, Ad-hoc-Publizität, Marktmanipulation, AG 2007, 841 – 854.
- Franzen, Martin/
Gallner, Inken/ Oetker,
Hartmut** Kommentar zum europäischen Arbeitsrecht, 4.Auflage, München, 2021 (zitiert: Franzen/Gallner/Oetker/*Bearbeiter*)
- Frey, Michael/ Pfeifer,
Laura** Der ordre public – die öffentliche Ordnung: derselbe Begriff, verschiedene Funktionen – ein Rechtsprinzip?, EuR, Heft 6 aus 2015, S. 721 - 734
- Fuchs, Andreas (Hrsg.)** Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), 2. Auflage, München, 2016 (zitiert: Fuchs/*Bearbeiter*)
- Gemmill, Gordon/
Thomas, Dylan C.** Noise Trading, Costly Arbitrage and Asset Prices: Evidence from Closed-end Funds, The Journal of Finance (J. Fin.), Vol. 57, Issue 6, pp. 2571-2594 (2002)
- Gerke, Wolfgang** Gerke Börsen Lexikon, 1. Auflage, Nürnberg, 2002
- Gilson, Ronald J./
Kraakman, Reinier H.** The Mechanisms of Market Efficiency, Virginia Law Review (Va. L. Rev.), vol. 40, No. 4, May 1984, pp. 549 - 644
- Goette, Wulf/
Habersack, Mathias/
Kalss Susanne (Hrsg.)** Münchener Kommentar zum Aktienrecht, Band 3, 5. Auflage, München 2022 (zitiert: MüKo zum AktG/*Bearbeiter*)
- Goshen, Zohar/
Parchomovsky, Gideon** On Insider Trading, Markets, and “Negative“ Property Rights in Information, Virginia Law Review, Vol. 87, No.7, November 2001
- Götz, Jürgen** Die unbefugte Weitergabe von Insidertatsachen – Anmerkungen zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, DB 1995, 1949-1953
- Grabenwarter,
Christoph/ Pabel,
Katharina** Europäische Menschenrechtskonvention, 7. Auflage, München, 2021
- Grechenig, Kristoffel** Schadenersatz bei Verletzung von § 14 WpHG? – Insiderhandel bei positiver und negativer Information, LSK 2010, 250737

- Grigoleit, Hans
Christoph (Hrsg.)** Aktiengesetz Kommentar, 2. Auflage, München, 2020 (zitiert: Grigoleit/*Bearbeiter*)
- Grossman, Stanford J./
Stiglitz, Joseph E.** On the Impossibility of Informationally Efficient Marktes, The American Economic Review, Vol. 70, No. 3 (Jun. 1980), pp. 393-408
- Grüneberg, Christian
(Hrsg.)** Bürgerliches Gesetzbuch, 82. Auflage, München, 2023 (zitiert: Grüneberg/*Bearbeiter*)
- Gsell, Beate/ Krüger,
Wolfgang/ Lorenz,
Stephan/ Reymann,
Christoph (Hrsg.)** beck-online.GROSSKOMMENTAR AktG, Stand: 01.07.2023 (zitiert: Spindler/Stilz/*Bearbeiter*)
- Gump, Tobias** Die Kommissionsvorschläge zum EU Listing Act, BKR 2023, 82 - 90
- Habersack, Mathias/
Mülbert, Peter/ Schlitt,
Michael (Hrsg.)** Handbuch der Kapitalmarktinformation, 3. Auflage, München, 2020 (zitiert: Habersack/Mülbert/Schlitt/*Bearbeiter*)
- Harbarth, Stephan** Ad-hoc-Publizität beim Unternehmenskauf, ZIP 2005, 1898 - 1909
- Harris, Larry** Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners, Oxford, 2002
- Hartmann, Jörg** Juristische und ökonomische Regelungsprobleme des Insiderhandels, Bern, 1999
- Heidel, Thomas** Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Auflage, Bonn, 2020
- Heider, Karsten/ Hirte,
Markus** Ad hoc-Publizität bei zeitlich gestreckten Vorgängen, GWR 2012, 429 - 432

- Helm, Leon** Der „Sachverständige“ im persönlichen Anwendungsbereich von Art. 20 MAR, BKR 2018, 150 - 152
- Hirshleifer, David** Investor Psychology and Asset Pricing, The Journal of Finance (J. Fin.) Vol. 56 Issue 4, pp. 1533 - 1597
- Hirte, Heribert/ Möllers, Thomas M. (Hrsg.)** Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage, Köln, 2014 (zitiert: Hirte/Möllers/*Bearbeiter*)
- Hitzer, Martin** Zum Begriff der Insiderinformation, NZG 2012, 860 - 863
- Hopt, Klaus J.** Ökonomische Theorie des Insiderrecht, AG 1995, 353 - 362
- Hopt, Klaus J.** Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz – insbesondere Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität -, ZHR 159 (1995), 135 - 163
- Hopt, Klaus J.** Europäisches und deutsches Insiderrecht, ZGR 1991, 17 - 73
- Hopt, Klaus J. (Hrsg.)** Handelsgesetzbuch, 42. Auflage, München, 2023 (zitiert: Hopt/*Bearbeiter*)
- Hopt, Klaus/ Will, Michael R.** Europäisches Insiderrecht, Band 9 von Abh. D. Inst. f. Europäisches u. Internationales Wirtschaftsrecht: Münchener Universitätsschriften, Universität München, 1973
- Jarass, Hans (Hrsg.)** Charta der Grundrechte der Europäischen Union: GRCh, 4. Auflage, München, 2021 (Zitiert: Jarass/*Bearbeiter*)

- Joost, Detlev/ Strohm, Lutz** Handelsgesetzbuch: HGB, Band 2, 4. Auflage, München, 2020 (zitiert: Ebenroth/Boujong/Joost/Stroh/*Bearbeiter*)
- Karpenstein, Ulrich/ Mayer, Franz C.** EMRK, Konvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten, 3. Auflage, München, 2022 (zitiert: Kaprstein/Mayer/*Bearbeiter*)
- Kiethe, Kurt** Das Recht des Aktionärs auf Auskunft über riskante Geschäfts (Risikovorsorge), NZG 2003, 401 - 409
- Klöhn, Lars** Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, Band 6, Berlin, 2006
- Klöhn, Lars** Interessenkonflikte zwischen Aktionären und Gläubigern der Aktiengesellschaft im Spiegel der Vorstandspflichten, ZGR 2008, 110 - 158
- Klöhn, Lars** Der „gestreckte Geschehensablauf“ vor dem EuGH – Zum DaimlerChrysler-Vorlagebeschluss des BGH, NZG 2011, 166 - 171
- Klöhn, Lars** Die Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität gem. §§ 37b, 37c WpHG nach dem IKB-Urteil des BGH, AG 2012, 345 - 358
- Klöhn, Lars** Wann ist eine Information öffentlich bekannt i.S.v. Art. 7 MAR?, ZHR 180 (2016), 707 - 731
- Klöhn, Lars** Das deutsche und europäische Insiderrecht nach dem Geltsl-Urteil des EuGH – Besprechung EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – Rs. C-19/11, ZIP 2012, 1885 - 1895
- Klöhn, Lars** Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas, ZHR 177 (2013), 349-387
- Klöhn, Lars** Lafonta/AMF – die neue cause célèbre des europäischen Insiderrechts?, ZIP 2014, 945 - 954
- Klöhn, Lars** Eine neue Insiderfalle für Finanzanalysten? – Zweck, Bedeutung und Auslegung von Erwägungsgrund Nr. 8 MAR - WM 2016 Heft 35, 1665
- Klöhn, Lars** Ad-hoc Publizität und Insiderverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, AG 2016, 423 - 434

- Klöhn, Lars** Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot nach „Lafonta“ – Anmk. zu EuGH, Urteil vom 11. März 2015 – Rs- C-628/13 (Lafonta-Entscheidung), NZG 2015, 809 - 817
- Klöhn, Lars** Die (Ir-)Relevanz des Wissenszurechnung im neuen Recht der Ad-hoc Publizität und des Insiderhandelsverbots, NZG 2017, 1285 - 1292
- Klöhn, Lars** Financial journalism, unlawful disclosure of inside information and freedom of press: Mr A v. Autorité des marchés financiers, Common Market Law Review 60 (2023) 547 - 568
- Klöhn, Lars (Hrsg.)** Marktmissbrauchsverordnung, 2.Auflage, München, 2023 (zitiert: Klöhn/*Bearbeiter*)
- Klöhn, Lars/ Büttner, Siegfried** Finanzjournalismus und neues Marktmissbrauchsrecht – Hintergrund, Inhalt und praktische Bedeutung von Art.21 MAR, WM 2016, 2241 - 2248
- Klöhn, Lars/ Franke, Julian** Gamestop, Reddit und Swarm Trading – David gegen Goliath am Kapitalmarkt, NZG 2021, 257 (258)
- Knauth, Oliver** Kreditratings, deren Verbreitung und Behandlung als Insiderinformation nach MAR- und EU-RatingVO, WM 2022 Heft 15, 704 - 714
- Koch, Stefan** Neuregelungen im Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität, DB 2005, 267 - 274
- Koch, Thomas /Denner, Nora** Fake News als Gefahr für die öffentliche Meinung?: Effekte des wiederholten Aufgreifens und erklärender Dementis auf die Glaubwürdigkeit von Falschinformationen, Traditionen und Transformationen des Öffentlichen, Wiesbaden, 2020
- Kocher, Dirk** Ad-hoc-Publizität und Insiderhandel bei börsennotierten Anleihen, WM 2013, 1305 - 1310
- Kocher, Dirk/ Widder, Stefan** Die Bedeutung von Zwischenschritten bei der Definition von Insiderinformationen, BB 2012, 2837 – 2841
- Kraack, Jörg-Peter** Der neue Emittentenleitfaden zum Marktmissbrauchsrecht – Neuakzentuierte Aufsichtspraxis zum Insider- und Ad-hoc-Recht nach Modul C des neuen Emittentenleitfadens der BaFin, ZIP 2020, 1389 - 1399

- Kumpan, Christoph** Die neuen Regelungen zu den Directors' Dealings in der Marktmissbrauchsverordnung, AG 2016, 466 - 459
- Kumpan, Christoph** Anmerkung zu EuGH, Urteil vom 11. März 2015 – C-628/13 (Lafonta-Entscheidung), EuZW 2015, 387 (390)
- Kumpan, Christoph** Ad-hoc-Publizität nach der Marktmissbrauchsverordnung – Untersuchung wesentlicher Neuerungen und deren Auswirkungen auf Emittenten, DB 2016, 2039 - 2046
- Kumpan, Christoph/
Misterek, Robin** Der verständige Anleger in der Marktmissbrauchsverordnung - Zu den Eigenschaften der Maßstabsfigur für Insiderinformationen, ZHR 184 (2020), 180 - 221
- Kümpel, Siegfried/
Mülbert, Otto/ Früh,
Andreas/ Seyfried,
Thorsten (Hrsg.)** Bank- und Kapitalmarktrecht, 6.Auflage, Köln, 2022 (zitiert: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Bearbeiter)
- Kuntz, Thilo/ Stark,
Johanna** Digitale Kommunikation mit Aktionären und Investoren – Chancen und Herausforderungen durch Blockchain, Soziale Medien und „Big Data“ – ZHR 183 (2019), 190
- Kyle, Albert S.** Continuous auctions and insider Trading, Econometrical, Vol. 53, No. 6 (November, 1985)
- Lahmann, Kai** Insiderhandel: Ökonomische Analyse eins ordnungspolitischen Dilemmas, Berlin, 1994
- Langenbucher, Katja** In Brüssel nichts Neues? – Der „verständige Anleger“ in der Marktmissbrauchsverordnung, AG 2016, 417 - 422
- Langenbucher, Katja/
Hau, Daniel/ Wentz,
Jasper** „Aktivistische Leerverkäufer“ – eine Überlegung zur Markteffizienz und deren Grenzen im Kapitalmarktrecht, ZBB 2019, 307 - 316
- Laoutoumai, Sebastian/
Cobe, Matondo** Anlageempfehlungen und Finanztipps von sog. „Finfluencern“, WRP 2022, 290 - 296
- Lee, Ian B.** Fairness and Insider Trading, Colum. Bus L. Rev. 119 (2002)
- Lehmann, Matthias/
Kumpan, Christoph
(Hrsg.)** European Financial Services Law, München, 2019, (zitiert: Lehmann/Kumpan/Bearbeiter)
- Leland, Hayne** Insider Trading: Should it be prohibited?, Journal of political Economy, Vol.100, Issue 4, 859 - 887, 1992

- Lenenbach, Markus** Scalping: Insiderdelikt oder Kursmanipulation?, ZIP 2003, 243
- Leuering, Dieter/
Rubner, Daniel** Bevorstehende Veröffentlichung von Presseartikeln als Insiderinformation, NJW-Spezial 2022, 495
- Ludwigs, Markus/
Sikora, Patrick** Grundrechtsschutz im Spannungsfeld von Grundgesetz, EMRK und Grundrechtscharta, JuS 2017, 385
- Macey, Jonathan** Getting the world Out about Fraud: A Theoretical Analysis of Whistleblowing and Insider Trading, Michigan Law Review, Volume 105, Issue 8, 2007
- Manne, Henry G.** Insider trading and the stockmarket, The Free Press, 1966, Pp. xiii, 274, New York
- Manne, Henry G.** In Defense of Insider Trading, Harvard Business Review 113, 44(6) (1966)
- Marsch-Barner,
Reinhard/ Schäfer,
Frank A. (Hrsg.)** Handbuch börsennotierte AG, 5. Auflage, Köln, 2022 (zitiert: Marsch-Barner/Schäfer/*Bearbeiter*)
- McCrum, Dan** House of Wirecard – Wie ich den größten Wirtschaftsbetrug Deutschlands aufdeckte und einen DAX-Konzern zu Fall brachte, Berlin, 2022
- Mennicke, Petra** Steine statt Brot – Weiterhin keine Rechtssicherheit zur Ad-hoc Publizität bei sogenannten gestreckten Entscheidungsprozessen, ZBB 2013, 244 - 252
- Merkner, Andeas/
Sustmann, Marco/
Retsch, Alexander** Das neue Modul C des Emittentenleitfadens der BaFin – Auswirkungen auf die Kapitalmarktkommunikation bei M&A-Transaktionen, NZG 2020, 688 - 695
- Merkner, Andreas/
Sustmann, Marco** Insiderrecht und Ad-Hoc-Publizität – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz „in der Fassung durch den Emittentenleitfaden der BaFin“, NZG 2005, 729 - 738
- Merk, Hanno/
Rossbach, Oliver** Zur Einführung: Kapitalmarktrecht, JuS 2003, 2017
- Meyer, Andreas/ Veil,
Rüdiger/ Rönna, Thomas (Hrsg.)** Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, 2. Auflage, München, 2023 (zitiert: Meyer/Veil/Rönna/*Bearbeiter*)

- Meyer, Jürgen/Hölscheid, Sven (Hrsg.)** Charta der Grundrechte der Europäischen Union, 5. Auflage, München, 2019 (zitiert: Meyer/Hölscheid/*Bearbeiter*)
- Meyer-Ladewig, Jens/Nettesheim, Martin/ von Raumer, Stefan (Hrsg.)** EMRK Europäische Menschenrechtskonvention, 5. Auflage, München, 2023 (zitiert: Meyer-Ladewig/Nettesheim/von Raumer/*Bearbeiter*)
- Mitchell, Mark/ Pulvino, Todd/ Stafford, Erik** Limited Arbitrage in Equity Markets, *The Journal of Finance* (J. Fin.), Vol. 57, Issue 2, pp. 551 - 584, (2002)
- Mock, Sebastian** Gestreckte Verfahrensabläufe im europäischen Insiderrecht – Besprechung EuGH, Urteil vom 28. Juni 2012 – Rs. C-19/11, ZBB 2012, 286 - 292
- Mock, Sebastian** Die verschobene Veröffentlichung von Finanzberichten im Marktmissbrauchsrecht, BKR 2021, 61 - 69
- Mock, Sebastian** Anstehende journalistische Berichterstattung über Gerüchte als Insiderinformation, ZIP 2022, (Heft 16), 777 - 781
- Möllers, Thomas/ Cyglakow, Kristina** Audiatur et altera pars – man höre die andere Seite – als Rechtspflicht von Finanzanalysten, JZ 23/2018, 1131 - 1138
- Möllers, Thomas/ Schauer, Jonas** Twitternde Vorstandsmitglieder und die Fallstricke des Kapitalmarktrechts, NZG 2021, 1333 - 1340
- Mühlbauer, Tilo/ Gaede, Karsten** Wirtschaftsstrafrecht zwischen europäischem Primärrecht, Verfassungsrecht und der richtlinienkonformen Auslegung am Beispiel des Scalping, LSK 2005, 080650
- Nietsch, Michael** Insiderinformation; Kursspezifität; Offenlegungsverbot; Journalistenprivileg, WuB 2022, 341 - 348
- Nietsch, Michael** Die Mitteilung über die Veröffentlichung von Gerüchten durch Journalisten als unbefugte Offenlegung einer Insiderinformation, BKR 2022, 611 - 620
- Nossol, Babette** Marktmanipulation versus Pressefreiheit bei der alltäglichen journalistischen Berichterstattung – Der § 20a Abs. 6 WpHG, Hamburg, 2010
- Oberender, Peter /Daumann, Frank** Verbot von Insidergeschäften im Börsenhandel? Eine Ordnungstheoretische Analyse, ORDO: Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, Vol. 43, 1992, S. 255-265

- Ott, Klaus/ Schäfer Hans-Bernd** Ökonomische Auswirkungen der EG-Insider-Regulierung in Deutschland, ZBB 1991, 266 - 241
- Park, Tido (Hrsg.)** Kapitalmarktstrafrecht, 5. Auflage, Dortmund, 2019 (zitiert: *Park/Bearbeiter*)
- Pechstein, Matthias/ Nowak, Carsten/Häde, Ulrich** Frankfurter Kommentar zu EUV, GRC und AEUV, Band I, 1. Auflage, 2017, Frankfurt (Oder) (zitiert: *Pechstein/Nowak/Häde/Bearbeiter*)
- Piepenburg, Jannik/ Schwarz Moritz** Shortseller-Attacken und das „Phänomen GameStop“ im Kontext des Kapitalmarktstrafrechts, BKR 2021, 760 – 766
- Poelzig, Dörte** Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, NZG 2016, 528 - 538
- Poelzig, Dörte** Shortseller-Attacken im Aufsichts- und Zivilrecht, ZHR 184 (2020), 697 - 760
- Poelzig, Dörte** Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, München, 2023
- Prentice, Robert A./ Donelson, Dain C.** Insider Trading as a Signaling Device, American Business Law Journal, Vol. 47, Issue 1, 1 – 73, Frühling 2010
- Ridder, Wolfram** “Vierte Gewalt” oder “Not-so-independent broker“ – Die Legende vom irakischen Atomwaffenprogramm und die Medien in den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich und in Deutschland, ZfP 2014, 263 - 283
- Rögele, Elisabeth / Seibt, Christoph** 1. Jahr Marktmissbrauchsverordnung (MAR) aus Praxissicht; Bankenrechtstag 2017, S. 81 – 124

- Rubinstein, Mark** Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case, Financial Analysts Journal, Vol. 57, No. 3, pp. 15 - 29 (2001)
- Rückert, Christian** Marktmanipulation durch Unterlassen und Bestimmtheitsprinzip, NSTZ 2020, 391 - 397
- Säcker, Franz
Jürgen/Rixecker,
Roland/Oetker,
Hartmut/Limperg,
Bettina (Hrsg.)** Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 2, 8. Auflage, München, 2019 (zitiert: *MüKo/Bearbeiter*)
- Sajnovits, Alexander** GameStop im Lichte der MAR – Meme Trading, soziale Medien und Handelsbeschränkungen durch Broker, ZGR 2021, 804 - 845
- Sapusek, Annemarie** Definition der Informationseffizienz, Berlin, 1998
- Schall, Alexander** Anmerkung zum Urteil des EUGH vom 28.06.2012, Rs. C-19/11 – Insiderinformationen und Publizitätspflichten in gestreckten Entscheidungsprozessen, ZIP 2012, 1286 - 1288
- Schmolke, Klaus Ulrich** Die Haftung für fehlerhafte Sekundärinformationen nach dem „IKB“-Urteil des BGH, ZBB 2012, 165 - 178
- Schmolke, Klaus Ulrich** „Leerverkaufsattacken“ und Marktmissbrauch, ZGR 2020, 291 - 318
- Schneider, Dieter** Wider Insiderhandelsverbot und die Informationseffizienz des Kapitalmarkts, Db 1993, 1429-1435.
- Schneider, Sven** Die Weitergabe von Insiderinformationen – Zum normativen Verhältnis der verschiedenen Formen der Informationsweitergabe, NZG 2005, 702 - 707
- Schotland, Roy A.** Unsafe at Any Price: A Repl to Manne, Insider Trading and the Stock Market, Virginia Law Review, Vol. 53, No.7, pp. 1425 - 1487, 1967
- Schröder, Christian** Strafrechtliche Risiken für den investigativen Journalismus? – Die Meinungs- und Pressefreiheit und das Wertpapierhandelsgesetz, NJW 2009, 465 - 469

- Schröder, Christian/
Sethe, Rolf** Kapitalmarktrecht und Pressefreiheit – Rechtliche Risiken des investigativen Journalismus und der Berichterstattung über börsennotierte Unternehmen, Baden-Baden, 2011 (zitiert: Schröder/Sethe/*Bearbeiter*)
- Schwark,
Eberhard/Zimmer,
Daniel** Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage, München, 2020 (zitiert: Schwark/Zimmer/*Bearbeiter*)
- Seibt, Christoph** Finanzanalysten im Blickfeld von Aktien- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2006, 501 - 539
- Seibt, Christoph** Krisenmanagement: Rechtsrahmen für Geschäftsleiterhandeln, BB 2019, 2563 - 2572
- Seibt, Christoph/ Buck-
Heeb, Petra/ Harnos,
Rafael (Hrsg.)** BeckOK Wertpapierhandelsrecht, 9. Edition, Stand: 01.10.2023 (zitiert: Seibt/Buck-Heeb/Harnos/*Bearbeiter*)
- Seibt, Christoph/
Kraack, Jörg-Peter** Anmerkung zum Urteil des EuGH vom 11.3.2015, Az. C-628/13 (Lafonta-Entscheidung), EWIR 2015, 237 - 238
- Seibt, Christoph/
Kraack, Jörg-Peter** Praxisleitfaden zum BaFin-Emittentenleitfaden Modul C – Insiderrecht und Ad hoc-Publizität, BKR 2020, 313 - 320
- Seibt, Christoph/
Wollenschläger,
Bernward** Revision des Marktmissbrauchsrechts durch Marktmissbrauchsverordnung und Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Marktmanipulation, AG 2014, 593 - 608
- Sethe, Rolf** Die Verschärfung des insiderrechtlichen Weitergabeverbots, ZBB 2006, 243 - 257
- Siebel, Ulf** Insidergeschäfte mit Anleihen, BKR 2002, 795 - 801
- Sieder, Sebastian/
Wilfling, Gernot** Zur präzisen Information und zum Journalistenprivileg gemäß MAR, ZFR 2022/132, 267 - 271

- Smid, Jörg F.** Der Journalist als Insider aufgrund öffentlich zugänglicher Informationen? AfP 2002, 13 - 17
- Spindler, Gerald** Kapitalmarktreform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, NJW 2004, 3449 - 3455
- Spindler, Gerald** Finanzanalyse vs. Finanzberichterstattung: Journalisten und das AnSVG, NZG 2004, 1138 - 1144
- Stout, Lynn** The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance, 28 SSRN Electronic Journal (J. Corp. L.) 635, 640 ff. (2003)
- Sturm, Wolfgang** Die kapitalmarktrechtlichen Grenzen journalistischer Arbeit, ZBB 2010, 20 - 35
- Süßmann, Rainer** Die befugte Weitergabe von Insiderfakten, AG 1999, 162 - 172
- Teigelack, Lars** Ad-hoc-Mitteilungspflicht bei Zivilprozessen, BB 2016, 1604 - 1613
- Thielmann, Jochen** Die „vierte Gewalt“ als Kontrollinstanz der Justiz? – Die Berichterstattung der Medien in politischen Prozessen am Beispiel des Düsseldorfer Al-Qaida-Verfahrens, HRRS 2012, 149 - 152
- Tippach, Stefan** Marktdaten im künftigen Insiderrecht, WM 1993, 1269 - 1274
- Tissen, Simon** Die Investorensuche im Lichte der EU-Marktmissbrauchsverordnung, NZG 2015, 1254 - 1259
- Tountopoulos, Vassilios D.** Private Durchsetzung des Insiderrechts? RIW 2013, 33 - 43
- Trüg, Gerson** Konzeption und Struktur des Insiderstrafrechts, Tübingen, 2014
- Veil, Rüdiger** Der Schutz des verständigen Anlegers durch Publizität und Haftung im europäischen und nationalen Kapitalmarktrecht, ZBB 2006, 162 - 171
- Vogel, Joachim** Scalping als Kurs- und Marktmanipulation, Besprechung von BGH, Urteil vom 06. 11.2003 – 1 StG 24/03, NStZ 2004, 252 - 256

- Von der Groeben, Hans/
Schwarze, Jürgen/ Hatje,
Armin** Europäisches Unionsrecht, Band 1, 7. Auflage, München,
2015 (zitiert: Groeben/Schwarze/Hatje/*Bearbeiter*)
- Voß, Thorsten** EuGH, Verhinderung von Insider-Geschäften verlangt die
Offenlegung auch solcher Informationen, deren konkreter
Kurseinfluss noch nicht bestimmt werden kann – Anmerkung
zu EuGH, Urteil vom 11. März 2015 – C-628/13 (Lafonta-
Entscheidung), BB 2015, S. 788
- Wagner, Gerhard** Wissenszurechnung: Rechtsvergleichende und
rechtsökonomische Grundlagen, ZHR 181 (2017), 203 - 272
- Weber, Ulf Andreas** Das neue deutsche Insiderrecht, BB 1995, 157 – 166
- Wilhelm, Alexander** Der Listing Act vor dem Endspurt: Zeitenwende am
Kapitalmarkt für KMU?, BKR 2024, 747 - 756
- Wilsing, Hans-Ulrich/
Goslar, Sebastian** „Daimler, die Dritte“ – Insiderinformationen i. S. des § 13
Abs. 1 WpHG bei zeitlich gestreckten Vorgängen – Zur
Entscheidung des BGH zur Ad-hoc-Publizität vom
23.04.2012, II ZB 7/09, DStR 2013, 1610 - 1613
- Zöllter-Petzoldt, Irka** Das Modul C des Emittentenleitfadens der BaFin – Neues zu
Insiderinformationen, Ad-hoc-Veröffentlichungen und
Managers' Transactions, BKR 2020, 272 - 276

I. Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
EGMR	Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUV	Vertrag über die Europäische Union
FT	Financial Times
Gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
HS	Halbsatz
KMU	Kleinere und mittlere Unternehmen
lit.	Litera
MAR	Marktmissbrauchsverordnung
mwN	mit weiteren Nachweisen
Nr.	Nummer
TeilS.	Teilsatz
UAbs.	Unterabsatz

Vorb.	Vorbemerkungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz

Hinweis zur Verwendung geschlechter- und diversitätsgerechter Sprache:

In dieser Arbeit wird durchgängig das generische Maskulinum verwendet, um eine einheitliche Terminologie mit dem Gesetzeswortlaut sicherzustellen. Das generische Maskulinum ist dabei so zu verstehen, dass dieses alle Personen unabhängig von ihrem Geschlecht, ihrer Geschlechtsidentität oder sexuellen Orientierung umfasst.

J. Verzeichnis der nationalen Pressekodizes der EU-Mitgliedsstaaten

(Zuletzt abgerufen am 05.12.2024)

Mitgliedsstaat	Berufsvereinigung	Pressekodex abrufbar unter:
Belgien (Flandern)	Raad voor de Journalistiek (https://www.rvdj.be/node/211)	https://www.rvdj.be/sites/default/files/pdf/code-rvdj.pdf (Kodex) https://www.rvdj.be/sites/default/files/pdf/financiele-richtlijn.pdf (Leitfaden)
Belgien (Wallonie)	Conseil de déontologie journalistique / Rat für journalistische Berufsethik (https://www.lecdj.be/de/der-rat/aufgaben/)	https://www.lecdj.be/wp-content/uploads/RBJ-Kodex-journalistischer-Berufsethik-2017.pdf (Kodex) https://www.lecdj.be/telechargements/20060712-deontologiefinanciere.pdf (Leitfaden)
Bulgarien	СЪЮЗ НА БЪЛГАРСКИТЕ ЖУРНАЛИСТИ / Union of Bulgarian Journalists (https://sbj-bg.eu/Article/Details/31159)	https://sbj-bg.eu/article/details/47769/
Dänemark	Dansk Journalistforbund (https://journalistforbundet.dk/)	https://www.pressenaevnet.dk/god-presseskik/
Deutschland	Deutscher Presserat (https://www.presserat.de/)	https://www.presserat.de/downloads.html?file=files/presserat/dokumente/pressekodex/Pressekodex2021.pdf (Kodex) https://www.presserat.de/pressekodex.html?file=files/presserat/dokumente/download/DPR_Verhaltensgrunds%C3%A4tze_Finanzmarktberichterstattung_2019.pdf&cid=218 (Leitfaden)
Estland	Avaliku Sõna Nõukogu (https://www.asn.org.ee/mis_on_asn.html)	https://www.asn.org.ee/english/code_of_ethics.html
Finnland	Julkisen sanan neuvosto (https://jsn.fi/en/)	https://jsn.fi/en/journalists-guidelines/

© Der/die Autor(en) 2025

R.-R. Hartung, *Presseberichterstattung im Kapitalmarktrecht*,

<https://doi.org/10.1007/978-3-658-47687-8>

Frankreich	Syndicat National des Journalistes (https://www.snj.fr/Qui-sommes-nous)	https://www.snj.fr/sites/default/files/documents/Charte2011-SNJ.pdf
Griechenland	Πανελλήνια Ομοσπονδία Ενώσεων Συντακτών (ΠΟΕΣΥ) / Panhellenische Föderation der Redakteursgewerkschaften (https://www.poesy.gr/idrysi/)	https://www.poesy.gr/deontologia/
Irland	Press Council of Ireland (https://www.presscouncil.ie/)	https://www.presscouncil.ie/press-council-of-ireland/code-of-practice
Italien	Federazione nazionale della stampa Italiana (https://www.fnsi.it/)	https://www.fnsi.it/upload/9b/9bf31c7ff062936a96d3c8bd1f8f2ff3/99859a211a0e89b35c46912b41ed13a3.pdf (Kodex) https://www.fnsi.it/upload/70/70efd2ec9b086079795c442636b55fb/cea71f6c3b1efd4972f0c0fa05c65a52.pdf (Leitfaden)
Katalonien	Col·legi de Periodistes de Catalunya (https://www.periodistes.cat/)	https://www.periodistes.cat/sites/default/files/public/continguts/basic/codi-deontologic/documents/codi-deontologic-novembre-2016-3.pdf
Kroatien	Hrvatskog novinarskog društva (https://www.hnd.hr/home)	https://www.hnd.hr/kodeks-casti-hrvatskih-novinara1
Lettland	Latvijas Žurnālistu asociācija (https://latvijaszurnalisti.lv/)	https://latvijaszurnalisti.lv/codeofethics/
Litauen	Lietuvos žurnalistų sąjunga (http://www.lzs.lt/lt/titulinis_puslapis.html)	http://www.lzs.lt/lt/teises_aktai/etikos_kodeksas.html

Luxemburg	Association luxembourgeoise des journalistes professionnels (https://www.press.lu/de/wer-wir-sind/historie/)	https://www.press.lu/wp-content/uploads/2022/11/Code-de-deontologie.pdf
Malta	Istitut tal-Ġurnalisti Maltin (https://igm.mt/)	https://rese-arch.tuni.fi/ethicnet/country/malta/code-of-journalistic-ethics/
Niederlande	Nederlandse Vereniging van Journalisten (https://www.nvj.nl)	https://www.nvj.nl/file/17988/download?token=fBKlJuZL
Österreich	Österreichische Presserat (https://www.presserat.at/)	https://www.presserat.at/rte/upload/pdfs/grundsätze_für_die_publicistische_arbeit_ehrenkodex_für_die_österreichische_presse_idf_vom_07.03.2019.pdf (Kodex) https://www.presserat.at/show_content.php?sid=57 (Leitfaden)
Polen	Stowarzyszenie Dziennikarzy Polskich (https://sdp.pl/)	https://sdp.pl/o-sdp/dokumenty/kodeks-etyki-sdp/
Portugal	Sindicato dos Jornalistas (https://jornalistas.eu/)	https://jornalistas.eu/deontologico/codigo-deontologico/
Rumänien	Sindicatul Roman al Jurnalistilor MediaSind (https://mediasind.ro/)	https://mediasind.ro/codul-deontologic/
Schweden	Svenska Journalistförbundet (https://www.sjf.se/)	https://www.sjf.se/yrkesfragor/yrkesetik/yrkesetik-regler/rules-professional-conduct
Slowakei	Tlačovo-digitálna rada Slovenskej republiky (https://trsr.sk/)	https://trsr.sk/wp-content/uploads/Etický_kodex.pdf
Slowenien	Društvo novinarjev Slovenije (https://novinar.com/)	https://novinar.com/drustvo-novinarjev-slovenije/o-nas/dokumenti/kodeks/
Spanien	Comisión de arbitraje, quejas y deontología del	https://www.comisiondequejas.com/codigo-deontologico/

	periodismo (https://www.comisiondequejas.com/)	
Tschechien	Syndikát novináru České republiky (https://www.syndikat-novinaru.cz/)	https://www.syndikat-novinaru.cz/o-nas/etika/eticky-kodex/
Ungarn	Magyar Újságírók Országos Szövetsége (https://muosz.hu/)	https://muosz.hu/alapdokumentumok/etikai-kodex/
Zypern	Committee of Media Ethics Cyprus (https://cmcc.us.aldryn.io/en/the-committee/about-committee/)	https://cmcc.us.aldryn.io/en/journalists-code-of-conduct/journal-code-2022/#item-18