

Schriften zum Gesellschafts-,
Bank- und Kapitalmarktrecht

100

Patrick Leopold

Die Kapitalerhöhung der börsennotierten Aktiengesellschaft im Lichte des Insiderhandelsverbots



Nomos

Schriften zum Gesellschafts-,
Bank- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Gregor Bachmann, Humboldt Universität zu Berlin

Prof. Dr. Matthias Casper, Universität Münster

Prof. Dr. Carsten Schäfer, Universität Mannheim

Prof. Dr. Rüdiger Veil, LMU München

Band 100

Patrick Leopold

Die Kapitalerhöhung der börsennotierten Aktiengesellschaft im Lichte des Insiderhandelsverbots



Nomos



Onlineversion
Nomos eLibrary

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

Zugl.: Münster (Westf.), Univ., Diss. der Rechtswissenschaftlichen Fakultät, 2024

ISBN 978-3-7560-1808-6 (Print)

ISBN 978-3-7489-4056-2 (ePDF)

D6

1. Auflage 2024

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2024. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Meiner Familie

Vorwort der Reihenherausgeber

Als Reihenherausgeber freuen wir uns, dass mit der Arbeit von Herrn Leopold siebzehn Jahre nach dem Start dieser Reihe nun Band 100 erscheint.

Die Reihe begann 2007 mit einem Ergebnisband zu einer Tagung, die die Reihenherausgeber zur Steuerungsfunktion des Haftungsrechts im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht im Oktober 2006 in Mannheim organisiert hatten. Der eigentliche Startschuss zu dieser fruchtbaren Zusammenarbeit fiel allerdings bereits im Jahr 1999, als vier Habilitanden, zwei aus Berlin, zwei aus Heidelberg, die Bonner Jahrestagung der Gesellschaft Junger Zivilrechtswissenschaftler (heute Gesellschaft Junge Zivilrechtswissenschaft) besuchten und auf dem Sonnendeck eines Rheindampfers feststellten, dass sie vielfältige gemeinsame Fragestellungen im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht und manches darüber hinaus verband.

Die seither erschienenen 99 Dissertationen sind ein Spiegelbild dieser gemeinsamen Forschungsinteressen. Es ist in diesem Vorwort nicht der Raum, sie im Einzelnen zu würdigen. Neben aktuellen Fragen werden immer wieder auch Grundfragen der drei durch diese Reihe abgedeckten Rechtsgebiete behandelt, die neben dem Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht auch bankrechtliche Fragen adressiert. Die große Mehrzahl der erschienenen Dissertationen wurde von einem der vier Reihenherausgeber betreut. Über die Aufnahme in die Reihe entscheiden die Herausgeber einstimmig nach strengen Kriterien.

Wir hoffen, dass die Reihe sich auch in Zukunft so erfreulich entwickelt und noch viele spannende Fragen des Gesellschafts-, Bank- und Kapitalmarktrechts ausleuchten und zu einem produktiven wissenschaftlichen Diskurs anregen wird, der ohne die kreativen Ideen des Nachwuchses versteinern würde.

Berlin/Mannheim/München/Münster im April 2024

Prof. Dr. Gregor Bachmann

Prof. Dr. Carsten Schäfer

Prof. Dr. Matthias Casper

Prof. Dr. Rüdiger Veil

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Münster im Wintersemester 2023/24 als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur wurden bis Anfang März 2024 berücksichtigt.

Ein großer Dank gebührt zunächst meinem Doktorvater Prof. Dr. Matthias Casper, der diese Arbeit begleitet und ihre Fertigstellung nach Kräften gefördert hat. In meinen zwei Jahren am Lehrstuhl und auch darüber hinaus ließ er mir immer einen großen wissenschaftlichen Gestaltungsspielraum, stand mir aber bei Bedarf stets als Diskussionspartner und Ratgeber zur Verfügung. Ihm sowie seinen Mitherausgebern Prof. Dr. Gregor Bachmann, LL. M., Prof. Dr. Carsten Schäfer und Prof. Dr. Rüdiger Veil danke ich ferner für die Aufnahme meiner Arbeit in ihre Schriftenreihe.

Prof. Dr. Ingo Saenger danke ich herzlich für die äußerst schnelle Erstellung des Zweitgutachtens.

Neben Prof. Dr. Casper danke ich stellvertretend für den gesamten Lehrstuhl insbesondere Bernharde Herbert, Dr. Ludwig Richter, Dr. Julius Balan, Dr. Max Grieger, Dr. Jonas Diebel, Bastian Reich, Rasmus Christiansen und Lukas Wunram. Neben fachlichen Aspekten hat mich die Zusammenarbeit vor allem auch persönlich bereichert. Den fünf Letztgenannten danke ich ferner für die mühevollen und sehr hilfreichen Durchsichten des Manuskripts.

Ein besonderer Dank gilt auch Eric Dorn, der mir als Büronachbar und Freund stets mit Rat und Tat zur Seite stand und mit seiner intensiven Durchsicht des gesamten Manuskripts die Fertigstellung dieser Arbeit gefördert und das Ergebnis bereichert hat.

Ferner danke ich meiner Familie für ihre bedingungslose Unterstützung in jeder Hinsicht. Meine Eltern, Susan und Heinz Leopold, haben mir die Aufnahme meines akademischen Weges ermöglicht und mich dabei mit Kräften gefördert. Auch meinen Schwiegereltern in spe, Susanne und Jörg Drabas sowie Denise Drabas möchte ich für ihre bedingungslose Unterstützung auf meinem Weg danken.

Schließlich gebührt mein größter Dank meiner Lebenspartnerin und Verlobten Annalena Drabas, die schon seit dem 4. Semester meine treueste Begleiterin und größte Stütze ist. Sie hat mich schon durch das 1. Staatsexamen

men begleitet und durch ihre Unterstützung die Erstellung dieser Arbeit überhaupt erst ermöglicht. Dabei hatte sie auch im Anschluss und trotz ihres eigenen Rechtsreferendariats stets die Geduld, über die Themen dieser Arbeit zu diskutieren, und hat dabei vermutlich mehr Gespräche über das Insiderhandelsverbot geführt, als sie es je für möglich gehalten hätte. Ihr gilt meine Liebe, Dankbarkeit und größte Wertschätzung.

Düsseldorf, im März 2024

Patrick Leopold

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	13
Vorwort	9
1. Teil: Grundlegung	23
A. Einleitung	23
I. Themeneinführung	23
II. Gang der Darstellung	28
B. Grundlagen zum Insiderhandelsverbot	29
I. Systematik und Entstehung	29
II. Das ökonomische Argument für ein Insiderhandelsverbot	37
III. Sinn und Zweck des Insiderhandelsverbots	42
IV. Ausgewählte Rechtsprechung zum Insiderhandelsverbot	64
V. Zusammenfassung	70
2. Teil: Insiderhandelsverbote in den Varianten der Kapitalerhöhung	73
C. Insiderhandelsverbote bei der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	73
I. Aktienrechtliche Grundlagen der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	74
II. Insiderrechtliche Beurteilung	84
III. Bedeutung von Insiderhandelsverboten in der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	211
D. Ordentliche Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts	212
I. Aktienrechtliche Grundlagen der ordentlichen Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts	212
II. Insiderrechtliche Beurteilung	214
III. Bedeutung des Insiderhandelsverbots in der ordentlichen bezugsrechtsfreien Kapitalerhöhung	225
E. Insiderhandelsverbote bei der bedingten Kapitalerhöhung	225
I. Aktienrechtliche Grundlagen	225

II. Insiderrechtliche Beurteilung	227
III. Bedeutung von Insiderhandelsverboten bei der bedingten Kapitalerhöhung	231
F. Insiderhandelsverbote bei der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	231
I. Aktienrechtliche Grundlagen und Verfahren der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	232
II. Insiderrechtliche Einordnung	233
III. Bedeutung von Insiderhandelsverboten bei der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	236
3. Teil: Konsequenzen des Insiderhandelsverbots in der Kapitalerhöhung in dem Mitgliedschaftsverhältnis	237
G. Handlungsmöglichkeiten des Aktionärs bei der bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	237
I. Keine Möglichkeit des Aktionärs, an der Kapitalerhöhung teilzunehmen	237
II. Eigenmächtige Veröffentlichung der Insiderinformation durch den Aktionär	241
III. Auswirkung der korporativen Treuepflicht auf den Vorstand	257
H. Handlungsmöglichkeiten der Emittentin	277
I. Gestaltungsansätze	279
I. Probleme de lege lata	279
II. Regelungsbedürfnis de lege ferenda	280
III. Ausblick auf den EU Listing Act	289
IV. Ergebnis	292
J. Zusammenfassung in Thesen	293
Literaturverzeichnis	299

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	9
1. Teil: Grundlegung	23
A. Einleitung	23
I. Themeneinführung	23
II. Gang der Darstellung	28
B. Grundlagen zum Insiderhandelsverbot	29
I. Systematik und Entstehung	29
1. Systematik des europäischen Insiderhandelsverbots	29
2. Genese des Insiderhandelsverbots	31
a) Entwicklung in Deutschland	31
b) Entwicklung in den USA	33
c) Entwicklung in Europa	34
II. Das ökonomische Argument für ein Insiderhandelsverbot	37
III. Sinn und Zweck des Insiderhandelsverbots	42
1. Verschiedene Begründungsansätze	42
a) Fairness und Anlegerschutz	43
b) Emittentenschutz	46
2. Marktschutz	47
a) Anlegervertrauen	47
b) Informationelle Chancengleichheit	52
c) Kompetitiver Markt für Informationshändler	54
aa) Marktmodell	55
bb) Keine Beeinträchtigung der Tätigkeit von Market-Makern, Utilitätshändler und noise traders durch Insiderhandel	57
(1) Market-Maker	57
(2) Utilitätshändler	58
(3) Noise trader	59
cc) Beeinträchtigung der Tätigkeit von Informationshändlern durch Insiderhandel	60

dd) Informationseffizienz durch den Schutz von Informationshändlern	62
ee) Einfügung des Schutzzwecks in die gestaffelten Schutzzwecke des Insiderhandelsverbots	63
3. Ergebnis	64
IV. Ausgewählte Rechtsprechung zum Insiderhandelsverbot	64
1. Grøngaard und Bang (2005)	65
a) Sachverhalt	65
b) Die Entscheidung des EuGH	66
2. Georgakis (2007)	66
a) Sachverhalt	66
b) Die Entscheidung des EuGH	67
3. Spector Photo Group NV (2009)	67
a) Sachverhalt	67
b) Die Entscheidung des EuGH	68
4. Weitere nennenswerte Entscheidungen des EuGH auf dem Gebiet des Insiderrechts	68
5. Gesamtschau der Rechtsprechung des EuGH im Hinblick auf den Sinn und Zweck des Insiderhandelsverbots	69
V. Zusammenfassung	70
2. Teil: Insiderhandelsverbote in den Varianten der Kapitalerhöhung	73
C. Insiderhandelsverbote bei der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	73
I. Aktienrechtliche Grundlagen der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	74
1. Verfahren der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	75
2. Selbst- und Fremdemission als mögliche Gestaltungsvarianten	76
a) Die Selbstemission	76
b) Die Fremdemission	77
3. Das Bezugsrecht der Aktionäre	80
4. Die Beteiligung eines Investors an der Bezugsrechtsemission	83

II. Insiderrechtliche Beurteilung	84
1. Sachlicher Anwendungsbereich des Insiderhandelsverbots	85
a) Ausschluss des Anwendungsbereichs der MAR wegen einer Kollision mit dem Bezugsrecht der Aktionäre	85
aa) Folgen eines vorrangigen Bezugsrechts	86
bb) Kein Vorrangverhältnis des Bezugsrechts gegenüber dem Insiderhandelsverbot	87
(1) Bezugsrechtsausschluss durch das Insiderhandelsverbot?	87
(2) Reichweite des Bezugsrechts	89
(3) Spezialität des Insiderhandelsverbots gegenüber dem Bezugsrecht	90
cc) Ergebnis	93
b) Vorliegen eines Finanzinstruments im Sinne von Art. 2 Abs. 1 MAR	93
aa) Junge Aktien	94
(1) Wertpapiereigenschaft	94
(2) Marktbezug	95
(a) Marktbezug wegen bereits vorliegender Börsennotierung	95
(b) Marktbezug nach Art. 2 Abs. 1 lit. a) MAR	96
(c) Marktbezug nach Art. 2 Abs. 1 lit. d) MAR	97
(3) Junge Aktien als Wertpapiere mit hinreichendem Marktbezug	103
bb) Bezugsrecht in der Selbstemission	104
(1) Eigenschaft als Finanzinstrument	104
(2) Marktbezug	105
(3) Bezugsrechte als eigenständig erfasste Finanzinstrumente	106
cc) Mittelbares Bezugsrecht in der Fremdemission	107
dd) Vertragliches Bezugsrecht	108
c) Zwischenergebnis	110

2. Erwerbs-/ Veräußerungsgeschäfte bei der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	110
a) Geschäft im Sinne der MAR	110
aa) Erwerbstatbestand	110
(1) Beruhen auf einem Entschluss des Insiders	111
(2) Entgeltlichkeit	115
(a) Erforderlichkeit der Entgeltlichkeit	115
(b) Begriff der Entgeltlichkeit	119
(3) Erlangung der Inhaberschaft oder eines gesicherten Anspruchs hierauf	122
(4) Zusammenfassung	123
bb) Veräußerungstatbestand	123
b) Grundfall: Die ordentliche Selbstemission	123
aa) Erwerb durch den Aktionär	124
(1) Erwerb des Bezugsrechts	124
(a) Beruhen des Erwerbs auf dem Willen des Aktionärs	124
(b) Entgeltlichkeit des Erwerbs	129
(c) Ergebnis	133
(2) Zeichnung junger Aktien	133
(3) Erwerb junger Aktien	134
(4) Zusammenfassung	135
bb) Veräußerung durch die Emittentin	135
cc) Veräußerung der dem Kapitalerhöhungsbeschluss zustimmenden Aktionäre?	138
dd) Zusammenfassung	138
c) Unterschiede bei der ordentlichen Fremdemission	139
aa) Beurteilung hinsichtlich des Aktionärs	139
(1) Bezugsrecht	140
(2) Übernahmevertrag	140
(3) Erwerb der jungen Aktien	142
(4) Zusammenfassung	142
bb) Beurteilung hinsichtlich der Gesellschaft	143
(1) Hinreichend gesicherter Erwerb der jungen Aktien	143
(2) Veräußerung beruhend auf dem Willen der Emittentin	144

(3) Ergebnis: Vergleich zur ordentlichen Selbstemission	146
cc) Beurteilung hinsichtlich der Emissionsbank	146
(1) Erwerb eines Bezugsrechts	146
(2) Erwerb der jungen Aktien	147
(3) Die Veräußerung der jungen Aktien	148
(4) Zusammenfassung	148
d) Der an einer ordentlichen Kapitalerhöhung beteiligte Investor	149
aa) Junge Aktien	149
bb) Schuldrechtliche Bezugsrechte	150
cc) Zusammenfassung	151
e) Ergebnis	151
3. Verfügen über Insiderinformationen	153
4. Nutzung von Insiderinformationen	154
a) Weiterer Untersuchungsgegenstand	156
b) Legitime Handlung nach Art. 9 MAR	157
aa) Bedeutung der Norm	157
bb) Legitime Handlung in der Kapitalerhöhung	157
(1) Compliance Maßnahmen nach Art. 9 Abs. 1 MAR	158
(2) Erfüllung von Verbindlichkeiten, Art. 9 Abs. 3 MAR	160
(a) Der Aktionär	161
(aa) Erwerb der jungen Aktien	161
(bb) Relevanz für den Aktionär	164
(b) Die Emissionsbank	164
(aa) Zuteilung der Aktien an die Emissionsbank	165
(bb) Veräußerung der jungen Aktien an die Aktionäre	166
(c) Der Investor	167
(d) Zusammenfassung	168
cc) Ergebnis	168
c) Ungeregelte Ausnahme von der Nutzungsvermutung; Spector-Ausnahme	169
aa) Masterplan-Ausnahme	169
(1) Inhalt der Masterplan-Ausnahme	169

(2) Bedeutung in der Kapitalerhöhung	171
bb) Face-to-Face Ausnahme	172
(1) Inhalt der Ausnahme	173
(2) Begründungsansätze für eine Face-to-Face Ausnahme	173
(a) Ursprung der Ausnahme in der Insider- RL	174
(b) Handhabung der Konstellation im amerikanischen Recht	175
(c) Keine Änderung der Begründung nach Einführung der Marktmissbrauchs-RL	177
(3) Kritische Stellungnahme zur Face-to-Face Ausnahme	179
(a) Außerbörslicher Charakter	179
(b) Beiderseitige Kenntnis	184
(aa) Generelle Erwägungen	184
(bb) Der Einfluss der EuGH- Entscheidungen in den Sachen Georgakis und Spector Photo Group	191
(cc) Folgerung	195
(c) Weitergehende Aspekte	195
(d) Zusammenfassung	198
(4) Bedeutung in der Kapitalerhöhung	199
(a) Bezugsrechtswahrende Selbstemission	200
(b) Bezugsrechtswahrende Fremdemission	201
(aa) Verhältnis zwischen Emissionsbank und Emittentin	202
(bb) Verhältnis zwischen Aktionär und Emissionsbank	203
(c) Beteiligung eines Investors	203
(5) Ergebnis	205
cc) Handeln entgegen dem Inhalt der Insiderinformation	205
(1) Inhalt und Rechtfertigung	205
(2) Bedeutung in der Kapitalerhöhung	206
dd) Kapitalerhöhungen mit angemessenem Ausgabebetrag	207

ee) Ausnahme für die Emissionsbank als bloße Abwicklungsinstanz	210
d) Zusammenfassung zur Nutzung der Insiderinformation	211
III. Bedeutung von Insiderhandelsverboten in der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	211
D. Ordentliche Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts	212
I. Aktienrechtliche Grundlagen der ordentlichen Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts	212
II. Insiderrechtliche Beurteilung	214
1. Sachlicher Anwendungsbereich	214
a) Die jungen Aktien	214
b) Bezugsrecht	215
c) Schuldrechtlich gewährte Bezugsrechte	215
d) Zusammenfassung	216
2. Geschäft im Sinne von Art. 8 Abs. 1 MAR	216
a) Möglicher Erwerb des Begünstigten	216
aa) Erwerb der jungen Aktien	217
bb) Erwerb eines schuldrechtlichen Bezugsrechts	217
b) Veräußerung durch die Emittentin	218
c) Veräußerung durch die Emissionsbank	219
3. Nutzung von Insiderinformationen	220
a) Legitime Handlung nach Art. 9 Abs. 3 MAR	220
aa) Die Emittentin	220
bb) Der Erwerber	221
(1) Erwerb des schuldrechtlichen Bezugsrechts	221
(2) Erwerb der jungen Aktien	221
b) Masterplan-Ausnahme	222
aa) Der Erwerber der Aktien	222
bb) Die Emittentin	222
c) Nutzung von Insiderinformationen bei Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen	223
d) Nachweis der Emittentin, dass sich die Insiderinformation nicht auf das Geschäft ausgewirkt hat	223
III. Bedeutung des Insiderhandelsverbots in der ordentlichen bezugsrechtsfreien Kapitalerhöhung	225

E. Insiderhandelsverbote bei der bedingten Kapitalerhöhung	225
I. Aktienrechtliche Grundlagen	225
II. Insiderrechtliche Beurteilung	227
1. Sachlicher Anwendungsbereich	227
2. Geschäft im Sinne von Art. 8 Abs. 1 MAR	227
a) Erwerb des Begünstigten	227
aa) Junge Aktien	227
bb) Schuldrechtliche Bezugsrechte	228
b) Veräußerung der Emittentin	228
c) Beteiligung einer Emissionsbank	229
3. Nutzung von Insiderinformationen	230
a) Die Emittentin	230
b) Der Erwerber und die Emissionsbank	230
III. Bedeutung von Insiderhandelsverboten bei der bedingten Kapitalerhöhung	231
F. Insiderhandelsverbote bei der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	231
I. Aktienrechtliche Grundlagen und Verfahren der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	232
II. Insiderrechtliche Einordnung	233
1. Bezugsrechtsemission	233
a) Anwendungsbereich	233
b) Geschäft im Sinne von Art. 8 Abs. 1 MAR	234
aa) Veräußerung des Bezugsrechts durch die Emittentin?	234
bb) Erwerb des Aktionärs	234
cc) Die Emissionsbank	235
c) Nutzung der Insiderinformation	235
d) Ergebnis zur Bezugsrechtsemission	235
2. Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts	235
III. Bedeutung von Insiderhandelsverboten bei der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	236

3. Teil: Konsequenzen des Insiderhandelsverbots in der Kapitalerhöhung in dem Mitgliedschaftsverhältnis	237
G. Handlungsmöglichkeiten des Aktionärs bei der bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	237
I. Keine Möglichkeit des Aktionärs, an der Kapitalerhöhung teilzunehmen	237
1. Ursprung der Problemlage	237
2. Konkretisierung der weiteren Untersuchung	240
II. Eigenmächtige Veröffentlichung der Insiderinformation durch den Aktionär	241
1. Insiderrechtliche Zulässigkeit der Veröffentlichung	243
2. Einschränkung der Zulässigkeit der eigenmächtigen Veröffentlichung	245
a) Vertraulichkeitsvereinbarung	245
b) Mitgliedschaftliche Treuepflicht	247
aa) Herleitung der mitgliedschaftlichen Treuepflicht	248
bb) Verbot der Schädigung der Gesellschaft	251
cc) Bedeutung für die Veröffentlichung von Insiderinformationen	252
3. Fazit zur eigenmächtigen Offenlegung	255
III. Auswirkung der korporativen Treuepflicht auf den Vorstand	257
1. Wegfall der Legitimation eines Veröffentlichungsaufschubs hinsichtlich der Insiderinformation	258
a) Emittenteninteresse im Sinne von Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR	258
b) Wegfall des Emittenteninteresses bei gegenläufigen Aktionärsinteressen	261
2. Pflicht des Vorstands zur Veröffentlichung der Insiderinformation aus der korporativen Treuepflicht	262
a) Die Treuepflicht der Emittentin im Verhältnis zum Aktionär	262

b) Übertragung dieser Grundsätze auf die Kapitalerhöhung bei gleichzeitig vorhandenem Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR	264
aa) Verdichtung der Treuepflicht zu einer Handlungspflicht	266
(1) Anerkannte Konstellationen	266
(2) Insbesondere: Zulassung einer Due-Diligence-Prüfung	267
(3) Handlungspflicht zur Ermöglichung der Beteiligung an der Kapitalerhöhung	268
bb) Auflösung des Konflikts zwischen Aktionärs- und Gesellschaftsinteresse	269
c) Zwischenergebnis	276
3. Zusammenfassung	277
H. Handlungsmöglichkeiten der Emittentin	277
I. Gestaltungsansätze	279
I. Probleme de lege lata	279
II. Regelungsbedürfnis de lege ferenda	280
1. Möglichkeit der Erweiterung des Safe Harbour Katalogs in Art. 5 MAR	281
2. Zweckmäßigkeit der Freistellung	283
a) Erwerb des Aktionärs	283
b) Veräußerung der Emittentin	286
3. Ergebnis	288
III. Ausblick auf den EU Listing Act	289
IV. Ergebnis	292
J. Zusammenfassung in Thesen	293
Literaturverzeichnis	299

1. Teil: Grundlegung

A. Einleitung

I. Themeneinführung

Nicht ohne Grund steht das Insiderhandelsverbot in systematischer Hinsicht an vorderster Stelle der Marktmissbrauchsverordnung (VO (EU) 596/2014, im Folgenden: MAR). Es handelt sich dabei um „die wohl wichtigste Norm jedes hochentwickelten Kapitalmarktrechts“.¹ Auf europäischen Kapitalmärkten ist der Handel mit bestimmten Finanzinstrumenten auf Grundlage einer Insiderinformation spätestens seit 1989 mit Einführung der Insider-RL² verboten. Seitdem scheint es fast zur Selbstverständlichkeit geworden zu sein, dass „Insidergeschäfte [...] vollständige und ordnungsgemäße Markttransparenz [verhindern]“³, und ihr „wesentliches Merkmal [...] in der Untergrabung der Integrität der Finanzmärkte und des Vertrauens der Investoren“⁴ liegt.

Dabei wurde die Schädlichkeit des Insiderhandels in der Vergangenheit durchaus anders gesehen.⁵ Es kann davon ausgegangen werden, dass Insidergeschäfte im Zusammenhang mit Wertpapiertransaktionen schon mindestens so lange vorkommen, wie es Märkte für den Handel mit Wertpapieren gibt.⁶ So wurde noch Anfang des 20. Jahrhunderts der Fall als insiderrechtlich unproblematisch gesehen, dass eine Sekretärin im Zuge ihrer Arbeit erfährt, dass einer Gesellschaft erhebliche finanzielle Mittel

1 Klöhn, in: Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, 341, 374 Rn. 83.

2 Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl. EG 1989 Nr. L 334, 30.

3 ErwG (7) MAR.

4 ErwG (23) MAR.

5 Vgl. etwa Manne, Harvard Business Review 44 (1966), 113; Manne, Journal of Corporation Law 31 (2005), 167; zur deutschen Gesetzgebungsgeschichte etwa auch Assmann, ZGR 1994, 494, 495 ff.; vgl. auch M. Weber, NJW 1994, 2849, 2849: „institutionalisierte Überwachung des Wertpapierhandels [...] war eher etwas, was es mit allen Mitteln zu verhindern denn auch nur im geringsten zu befördern galt.“; zu dem ökonomischen Für und Wider eines Insiderhandelsverbots I. B. Lee, Columbia Law Review 2002 (2002), 119, 131 ff.

6 Mennicke, in: Fuchs, WpHG, Vor §§ 12-14 Rn. 3.

durch Unterschlagung seitens des Managements fehlen, und dieses Wissen nutzt, um eine Short-Position aufzubauen.⁷ Erst die US-Amerikanische Kapitalmarktgesetzgebung Anfang der 1930er Jahre rückte das Insiderproblem als Funktionsproblem des Kapitalmarkts in die breite Öffentlichkeit.⁸ Man kann also durchaus die US-Amerikanische Insiderregulierung als Ausgangspunkt und Anstoß für die internationale Rechtsentwicklung in dem Bereich sehen.⁹

Dies führte jedoch nicht dazu, dass damit eine Akzeptanz der Idee einherging, dass Insiderhandel für den Markt schädlich ist und daher verhindert werden müsse. Mit starken Worten¹⁰ kritisierte der wohl bekannteste Skeptiker der Insiderregulierung, *Henry G. Manne*,¹¹ die Entscheidung der amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde SEC (Securities Exchange Commission) 1965 gegen den Vorstand der *Texas Gulf Sulphur Company* wegen Verstößen gegen das amerikanische Insiderhandelsverbot vorzugehen. Hierbei handelt es sich um einen Fall, in dem ein Unternehmen, welches sich mit Bergbau beschäftigt, ein neues und profitables Vorkommen von Kupfer und Zink entdeckte, woraufhin die Vorstandsmitglieder – vor öffentlicher Bekanntmachung dieser Information – das Unternehmen betreffende Finanzinstrumente an öffentlichen Märkten in der Erwartung erwarben, um von der durch die Bekanntmachung der Information verursachten positiven Kursreaktion zu profitieren.¹² Aus *Mannes* Perspektive handelte

7 Vgl. *Perino*, University of Illinois Law Review 2019, 951, 957 f., der aber darauf hinweist, dass 1904, als sich der geschilderte Fall abgespielt hat, der Gewinn aus den Geschäften der Sekretärin als rechtmäßig zugesprochen wurden; nur angemerkt sei hier zudem, dass ein ähnlicher Fall in Sachen *Chiarella v. United States* später sogar bis zum obersten amerikanischen Gericht gehen sollte, mithin auch in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts nicht als eindeutig gewertet werden kann, vgl. zu der Entscheidung *Langevoort*, California Law Review 70 (1982), 1, 11 ff.

8 *Mennicke*, in: Fuchs, WpHG, Vor §§ 12-14 Rn. 4.

9 *Mennicke*, in: Fuchs, WpHG, Vor §§ 12-14 Rn. 4.

10 “In the entire literature on insider trading there does not exist one careful analysis on the subject. Lawyers have been having a field day arguing about the meaning of words or the reach of the last case or any of a thousand technical and legal issues. Unfortunately however, most lawyers do not have the skills to develop a careful economic analysis of the subject, and economists have offered no assistance. The tone of the debate has remained essentially moralistic and question-begging. Logic has been totally lost to emotion.”, *Manne*, Harvard Business Review 44 (1966), 113, 113.

11 Vgl. insofern *Klöhn*, in: Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, 341, 375 Rn. 85.

12 So lag der Sachverhalt in der Sache *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F. 2d 833 (2nd Cir.1968), Zusammenfassung und Besprechung etwa bei *Kennedy/Wander*, Business Lawyer 20 (1965), 1057.

es sich bei den Vorstandsmitgliedern um respektierte Personen, die nur auf Grundlage einer Moralvorstellung nunmehr durch die SEC sanktioniert werden sollten.¹³

Die geschilderten Fälle dürften nach heutigem Verständnis und auch nach europäischem Recht ohne Weiteres vom Insiderhandelsverbot erfasst sein. Auch die Notwendigkeit eines Insiderhandelsverbots steht heute im Wesentlichen nicht mehr in Diskussion.¹⁴ Was jedoch ungeklärt bleibt sind die Auswirkungen des Insiderhandelsverbots auf bestimmte, darunter zu subsumierende Anwendungsfälle. Dies erscheint angesichts der Bedeutung des Insiderhandelsverbots für das Kapitalmarktrecht, nach heutigem Verständnis als Fundament für den Kapitalmarkt, überraschend.

Ob die Kapitalerhöhung einer kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaft unter das Insiderhandelsverbot fällt, ist beispielsweise ungeklärt. Dabei stellt die Kapitalerhöhung für eine Aktiengesellschaft eine wichtige Möglichkeit dar, die Finanzierung durch Beschaffung von Eigenkapital zu sichern.¹⁵ Für Kapitalgesellschaften ist eine Kapitalerhöhung dabei in der Regel die einzige Option, um nach ihrer Gründung ihr Eigenkapital zu erhöhen.¹⁶ Im Vergleich zum Fremdkapital bietet Eigenkapital dabei viele verschiedene Vorteile, nicht zuletzt die Dauerhaftigkeit der zur Verfügung gestellten Mittel sowie die Gewinnabhängigkeit der Gegenleistung.¹⁷ Dementsprechend stellt die Kapitalerhöhung eine Finanzierungsquelle von erheblicher Bedeutung für börsennotierte Aktiengesellschaften dar.

Die Erhöhung des Grundkapitals durch Kapitalerhöhung ist dabei besonders bei börsennotierten Aktiengesellschaften ein Vorgang, der mit erheblicher Planung und erheblichen Kosten verbunden ist.¹⁸ Erschwerend kommt bei den hier zu untersuchenden kapitalmarktorientierten Aktienge-

13 *Manne*, Harvard Business Review 44 (1966), 113, 113.

14 Vgl. etwa *Kumpan/Misterek*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 1 MAR Rn. 4.

15 Vgl. *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo AktG, Vor § 182 Rn. 17. Selbstverständlich sind dabei auch Mischformen denkbar; zu den verschiedenen Möglichkeiten der Eigenkapitalbeschaffung durch Kapitalerhöhung in einer Aktiengesellschaft jeweils C.I., D.I., E.I., F.I.; Welche Rolle das Eigenkapital neben dem Fremdkapital einnimmt soll hier nicht näher beleuchtet werden. Einen Überblick gewährt beispielsweise *Paramentier*, in: Hdb AG-Finanzierung, Kap. 1 Rn. 34 ff.

16 Neben der Erhöhung des Grundkapitals kann Eigenkapital auch noch durch Einzahlung durch Aktionäre in die Kapitalrücklage (§ 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB) erhöht werden, was praktisch aber wohl kaum sinnvoll sein dürfte, vgl. *Apfelbacher/Metzner*, in: Hölters/Weber, AktG, Vor § 182 Rn. 9.

17 *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo AktG, Vor § 182 Rn. 18 f.

18 Vgl. *Albrecht/Kolodinski*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rn. 1.102.

sellschaften hinzu, dass sich Fehler bei der Planung und/oder der Durchführung der Kapitalerhöhung nicht nur auf die Beschaffung liquider Mittel auswirken, sondern auch negative Auswirkungen auf den Börsenkurs haben können. Insofern ist die Ermittlung des Rechtsrahmens und seiner Auswirkung auf den Einzelfall von einem starken Bedürfnis nach Rechtssicherheit geprägt.

Dabei gibt auch die Rechtsprechung Anlass dazu, sich mit diesem Thema auseinanderzusetzen. Die Frage, wie Insiderhandelsverbot und Kapitalerhöhung sich zueinander verhalten ist kein „neues“ Thema in der Rechtsprechung. Schon 1949 wurde in den USA die Möglichkeit in Betracht gezogen, dass bestimmte Vorgänge im Rahmen einer Kapitalerhöhung den Tatbestand des Insiderhandels erfüllen könnten.¹⁹ Das Problemfeld ist also seit mindestens knapp 70 Jahren bekannt.

Grund, über Insiderverbote bei Kapitalerhöhungen nachzudenken, hat jüngst auch der BGH mit seinem Hypo Real Estate-Beschluss²⁰ geliefert. Dabei musste der BGH sich mit einem Fall auseinandersetzen, der sich noch Ende 2007 bzw. Anfang 2008 abspielte.

Die Hypo Real Estate (HRE) wurde im Zuge der internationalen Finanzkrise ab 2007 zu einem Sanierungsfall. Über mehrere Jahre hinweg hatte die Bank in strukturierte Finanzprodukte wie Collateralized Debt Obligations investiert, deren Wert mit dem Zusammenbruch des US-Immobilienmarktes verfiel. Im Juli 2007 teilte die HRE im Rahmen einer Übernahme eigene Aktien aus einer Kapitalerhöhung an die Aktionäre der Depfa Bank plc. zu. Im Mittelpunkt des Verfahrens stand dabei die Frage, ob die HRE ihre Aktionäre in mehreren Mitteilungen aus den Jahren 2007 und 2008 über ihre finanzielle Schieflage getäuscht hat.²¹ In seinem Beschluss beschäftigte sich der BGH dabei unter anderem aber auch ausführlich mit der Frage, ob ein Erwerb im insiderrechtlichen Sinne auch dann vorliegen kann, wenn Aktien aus einer Kapitalerhöhung gezeichnet werden.²²

Der Hypo Real Estate-Beschluss rückt deutlich ins Licht, dass ein Risiko der Verwirklichung von Insiderhandelsverboten im Rahmen von Kapitalerhöhungen grundsätzlich besteht. Dieser Feststellung entspricht die

19 Vgl. zum Verfahren *Shaw v. Dreyfus*: *Gerber*, *Syracuse Law Review* 10 (1959), 296, 297 f.

20 BGH, Beschl. v. 17. 12. 2020 – II ZB 31/14 = ZBB 2021, 266.

21 Eine Zusammenfassung des Sachverhalts sowie des Verfahrens findet sich bei <https://www.juve.de/verfahren/justizmarathon-bgh-verleiht-aktionaeren-der-hypo-real-estat-e-kleinen-daempfer/>, zuletzt abgerufen am 7.8.2023.

22 Vgl. etwa *Möllers/Schauer*, *EWiR* 2021, 359, 359; *Nietsch*, *ZHR* 174 (2010), 556, 240 ff.

Behandlung in der Literatur nicht. Es überrascht dabei, dass grade in diesem Bereich, der einerseits eine große Bedeutung für die Aktiengesellschaft hat und andererseits mit erheblichem Aufwand und erheblichen Kosten verbunden ist, die Auseinandersetzung mit Insiderhandelsverboten überwiegend an der Oberfläche bleibt. Einzelne vertiefte Auseinandersetzungen²³ stehen überwiegend oberflächlichen Feststellungen gegenüber. In letzteren wird überwiegend der Eindruck erweckt, die Kapitalerhöhung sei auch bei Vorliegen von Insiderinformationen ohne Weiteres möglich. Hierzu wird teilweise angeführt, junge Aktien würden nicht dem sachlichen Schutzbereich der MAR unterfallen.²⁴ Jedenfalls aber sei eine Ausnahme²⁵ vom Insiderhandelsverbot begründet.²⁶ Zugleich wird teilweise in diesem Zusammenhang festgestellt, eine hinreichende Auseinandersetzung mit dieser Frage habe bislang nicht stattgefunden.²⁷ Insbesondere vernachlässigt wird, dass der börsennotierten Aktiengesellschaft verschiedene Wege der Kapitalerhöhung offenstehen, die sich jeweils unter unterschiedlichen Voraussetzungen auf verschiedene Arten und Weisen vollziehen und daher möglicherweise unterschiedlich zu bewerten sind. Daneben ergibt sich möglicherweise ein Konflikt zwischen dem Insiderhandelsverbot als Marktregulierung und dem Aktienrecht als Innenrecht der Gesellschaft, insbesondere in Form des Bezugsrechts der Bestandsaktionäre.

Für die Beteiligten an der Kapitalerhöhung kann dies aber eine wichtige Frage sein. Einerseits muss ein Aktionär oder Investor wissen, ob die Kenntnis einer Insiderinformation ihn von der Kapitalerhöhung ausschließt. Andererseits muss auch die Frage aufgeworfen werden, ob die Emittentin in Kenntnis einer Insiderinformation überhaupt eine Kapitalmaßnahme durchführen darf oder möglicherweise so lange keine Kapitalerhöhung durchführen kann, bis die Insiderinformation veröffentlicht wird. *Prima facie* wird deutlich, dass es sich bei der Frage des Verhältnisses

23 Becker, ZGR 2020, 999; Noch zur alten Rechtslage *Widder/Kocher*, AG 2009, 654, 656 f.

24 *Ekkenga*, in: KölnKomm AktG, § 185 Rn. 17.

25 Auf die verschiedenen Begründungsansätze wird noch einzugehen sein.

26 *Ekkenga*, in: KölnKomm AktG, § 185 Rn. 17, § 186 Rn. 26; *Buck-Heeb*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Hdb Kapitalanlagerecht, § 8 Rn. 158 f.; *Sickinge/Kuthe*, in: MAH AktR, § 33 Rn. 180; *Ekkenga/Jaspers*, in: Hdb AG-Finanzierung, Kap. 4 Rn. 43 f.

27 *Ekkenga*, in: KölnKomm AktG, § 186 Rn. 26, 244; *Sickinge/Kuthe*, in: MAH AktR, § 33 Rn. 182, wobei letztere deswegen zur Vorsicht mahnen und dazu raten, sicherheitshalber alle Insiderinformationen vor Durchführung einer Kapitalerhöhung zu veröffentlichen.

eines Insiderhandelsverbots zur Kapitalerhöhung um ein folgenreiches Problemfeld handelt. Das gilt insbesondere, wenn man berücksichtigt, dass ein Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot nicht in einem aktienrechtlichen Statusverfahren zu klären ist, sondern bei vorsätzlichem Handeln strafbewehrt und bei fahrlässigem Handeln immerhin durch eine Ordnungswidrigkeit sanktioniert ist.²⁸

II. Gang der Darstellung

Das erste Kapitel dieser Arbeit widmet sich der Ermittlung der Grundlagen des Insiderhandelsverbots. Dabei wird die Systematik des geltenden Verbots erläutert und die Entstehungsgeschichte der Insiderregulierung in Deutschland, Europa und den USA betrachtet. Zudem wird die ökonomische Diskussion über die Einführung eines Insiderhandelsverbots nachgezeichnet. Anschließend wird der Sinn und Zweck des Insiderhandelsverbots untersucht und die wesentlichen Urteile des EuGH und ihre Bedeutung für das Verständnis des Verbots nachgebildet.

Im zweiten Kapitel wird das Insiderhandelsverbot im Zusammenhang mit den Möglichkeiten der Kapitalerhöhung für eine Aktiengesellschaft erläutert. Dabei werden die aktienrechtlichen Grundlagen und die praktische Handhabung jeder Kapitalerhöhungsform betrachtet. Der Schwerpunkt der Betrachtung liegt auf der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung, die nach der Systematik des Gesetzes den Grundfall der Kapitalerhöhung bildet und auf der die restlichen Kapitalerhöhungsvarianten aufbauen. Diese wird genauer analysiert, einschließlich der Kriterien für Insidergeschäfte, den Erwerb von jungen Aktien und Bezugsrechten sowie der Nutzungsvermutung gemäß der Spector-Kriterien. Es wird dabei festgestellt, dass die Face-to-Face Ausnahme keinen Bestand mehr hat und es kaum Möglichkeiten gibt, die Nutzungsvermutung auszuräumen. Die anderen Varianten der Kapitalerhöhung werden anschließend vergleichend untersucht.

Aufbauend auf den Ergebnissen aus dem zweiten Kapitel werden im dritten und letzten Kapitel die Handlungsmöglichkeiten betroffener Aktionäre untersucht, die aufgrund des Insiderhandelsverbots von der Beteiligung an einer Kapitalerhöhung abgehalten werden. Es wird analysiert, ob

28 *Klöhn*, in: Klöhn MAR, Art. 14 Rn. 48 ff.; die Emittentin kann dabei nach Maßgabe des § 30 OWiG belangt werden, vgl. *Klöhn*, in: Klöhn MAR, Art. 14 Rn. 105 ff.

Aktionäre das Verbot umgehen können, indem sie die Insiderinformation veröffentlichen, und ob die Gesellschaft verpflichtet werden kann, die Insiderinformation zu veröffentlichen, um den Aktionären eine Beteiligung zu ermöglichen. Zudem werden die Möglichkeiten der Aktiengesellschaft beleuchtet, eine Kapitalerhöhung trotz Vorliegens von Insiderinformationen durchzuführen.

Anschließend werden bestehende Safe Harbour Regelungen untersucht, um festzustellen, ob eine Ausnahme für Kapitalerhöhungen im Rahmen des Insiderhandelsverbots angebracht ist und in die Systematik der MAR passt. Die Schlussbetrachtung fasst die wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung zusammen und stellt Thesen auf.

B. Grundlagen zum Insiderhandelsverbot

Um das Insiderhandelsverbot in einen Zusammenhang mit der Kapitalerhöhung zu setzen, ist es unerlässlich, zunächst den Normtext systematisch zu erschließen. Aus diesem wird in dem folgenden Abschnitt die Entstehung und Systematik des Insiderhandelsverbots überblicksartig dargestellt. Im Anschluss wird ermittelt, welchen Zweck das Insiderhandelsverbot verfolgt und zu einem besseren Verständnis des Tatbestandes eine Auswahl an Urteilen des EuGH zum Insiderhandelsverbot dargestellt. Dies ist angesichts dessen erforderlich, dass in die MAR-Leitsätze bestimmter EuGH-Urteile im Normtext aufgenommen wurde, die erhebliche Tragweite hinsichtlich des Verständnisses des Insiderhandelsverbotstatbestands haben.²⁹

I. Systematik und Entstehung

1. Systematik des europäischen Insiderhandelsverbots

Strukturell gliedert sich die MAR in sieben Kapitel. Das Insiderrecht bildet das Herzstück der MAR und ist in den Kapiteln 2 und 3 geregelt. Kapitel 2 enthält das Insiderverbot sowie das Verbot der Marktmanipulation und bildet damit den zentralen Abschnitt der MAR. Kapitel 3 regelt Pflichten

²⁹ Bachmann, Das europäische Insiderhandelsverbot, S. 16.

der Emittentin sowie der Marktbetreiber, welche das Insiderrecht absichern sollen.³⁰

In Art. 14 MAR enthält die Insiderverbote der MAR. Betroffen sind von diesem Verbot alle Finanzinstrumente im Sinne von Art. 2 Abs. 1 MAR.³¹ Verboten sind demnach folgende Handlungen:

- a) *das Tätigen von Insidergeschäften und der Versuch hierzu,*
- b) *Dritten zu empfehlen, Insidergeschäfte zu tätigen, oder Dritte dazu zu verleiten, Insidergeschäfte zu tätigen, oder*
- c) *die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.*

Das hier zu untersuchende Insiderhandelsverbot, also das Verbot, Insidergeschäfte zu tätigen,³² ist dabei in Art. 14 lit. a) MAR geregelt. Die einzelnen Voraussetzungen der Verbotsnorm werden durch die Art. 7-11 MAR konkretisiert. So findet sich in Art. 7 MAR die für das Insiderrecht tragende Definition der Insiderinformation.³³ Art. 8 MAR enthält die Kriterien für das Vorliegen eines Insidergeschäfts im Sinne von Art. 14 lit. a) MAR, wohingegen Art. 9 MAR bestimmte Ausnahmetatbestände vom Insiderhandelsverbot beinhaltet.

Bei der Anwendung und Auslegung des Insiderhandelsverbots ist zu berücksichtigen, dass Art. 7 Abs. 1 CRIM-MAD³⁴ vorgibt, dass verhältnismäßige und abschreckende strafrechtliche Sanktionen vorgesehen werden müssen. Die CRIM-MAD³⁵ normiert dabei die Verpflichtung der Mitgliedstaaten, Sanktionsmechanismen bei Verletzung des Insiderhandelsverbots vorzusehen.³⁶ Darauf aufbauend werden Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot in Deutschland sowohl strafrechtlich gemäß § 119 Abs. 3 WpHG als auch ordnungswidrigkeitsrechtlich gemäß § 120 Abs. 14 WpHG geahndet.

30 Zum Ganzen *Kiesewetter/Paramentier*, BB 2013, 2371; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593; zum Verhältnis von Ad-hoc Publizität und Insiderhandelsverbot *L. S. Neumann*, Wissenszurechnung, S. 35.

31 Vgl. *Klöhn*, in: *Klöhn MAR*, Art. 8 Rn. 40; *Kumpan/F. Schmidt*, in: *Schwark/Zimmer KMRK*, Art. 8 MAR Rn. 34.

32 *Kulenkamp/von Bonin*, in: *BeckOK WpHR*, Art. 14 MAR Rn. 11.

33 Hierauf soll es in dieser Arbeit nicht weiter ankommen. Das Vorliegen einer Insiderinformation wird unterstellt.

34 Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABL (EU) L 173 vom 12.6.2014, S. 179 (engl. Market Abuse Directive on Criminal Sanctions, CRIM-MAD).

35 Zur CRIM-MAD *Diekgräff*, *Directors' Dealings*, S. 106 f.

36 Zur bezweckten Harmonisierung der strafrechtlichen Sanktionen *Krause*, CCZ 2014, 248, 259.