

## Studienarbeit im Arbeits- und Unternehmensrecht, 16 Punkte

Dipl.-Jur. Marcel Dervishi

Die Studienarbeit zum Thema „Umgang mit gestreckten Sachverhalten im Lichte des Art. 17 MAR“ wurde im Wintersemester 2023/24 an der Juristischen Fakultät der Leibniz Universität Hannover gestellt.

Herzlichen Dank gebührt dabei Prof. Dr. Petra Buck-Heeb und Prof. Dr. Roland Schwarze, die sich mit der Veröffentlichung der Arbeit und des Votums einverstanden erklärt haben.

### ANMERKUNG

Diese Bearbeitung wurde vor dem Inkrafttreten des sog. Listing Acts vom 04. Dezember 2024 abgeschlossen. Dadurch wurde Art. 17 MAR, insbesondere die Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten, maßgeblich geändert. Zur neuen Rechtslage wird auf Assmann, „Die Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten in gestreckten Sachverhalten nach den Änderungen von Art. 17 MAR durch den sog. Listing Act“ (ZHR 2025, 14-75), verwiesen.

### Erster Teil: Einleitung

Schadensersatzansprüche in Milliardenhöhe wegen eines einzigen Fehlers? Ja, mit einem Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht<sup>1</sup> ist das möglich. So läuft derzeit in diesem Kontext ein Kapitalanleger Musterverfahren gegen die VW-AG in Höhe von 4,3 Mrd. Euro.<sup>2</sup> Neben Schadensersatzansprüchen<sup>3</sup> drohen zudem auch Bußgelder<sup>4</sup>, Untersagungsverfügungen und Gewinnentziehung<sup>5</sup>. Rechtsunsicherheit wäre hier fehl am Platz. Doch genau damit muss man in diesem Gebiet rechnen. Insbesondere die gestreckten Sachverhalte bereiten Probleme und werfen Fragen auf. Damit sind Sachverhalte gemeint, die sich über eine gewisse Zeitspanne erstrecken und von kleine-

ren Zwischenschritten geprägt sind.<sup>6</sup> Also genau die Fälle, die in der Praxis die Regel darstellen. Unerwartete und plötzliche Situationen gibt es nur sehr selten.<sup>7</sup> Die Frage, ob Zwischenschritte überhaupt veröffentlichungspflichtig sein können, wurde bereits im Daimler/Geltl-Urteil des EuGH<sup>8</sup> geklärt und ist inzwischen unmittelbar geltendes Gesetzesrecht.<sup>9</sup> Wie man jedoch mit gestreckten Sachverhalten genau umzugehen hat, steht nicht eindeutig fest. Insbesondere stellt sich die Frage, ab wann ein Zwischenschritt eine ad-hoc-mitteilungspflichtige Insiderinformation darstellt. Dies wird teilweise als „eines der praxisrelevantesten, aber auch diffizilsten Felder des Insiderrechts“<sup>10</sup> bezeichnet. Trotz dieser Rechtsunsicherheit müssen sich Marktteilnehmer<sup>11</sup> an diese Vorschrift halten und Maßnahmen ergreifen, um sie erfüllen zu können. Dies führt kausal zu höheren Compliance-Kosten.<sup>12</sup> Deshalb bezeichneten Unternehmen die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität in einer Konsultation der Europäischen Kommission auch als „belastend“.<sup>13</sup>

### Zweiter Teil: Hauptteil

#### A. Sinn und Zweck des Art. 17 MAR

Um gestreckte Sachverhalte im Rahmen des Art. 17 MAR richtig einordnen zu können, muss zunächst die Ratio der Norm herausgearbeitet werden.

Die Ad-hoc-Publizität ist für die Praxis von enormer Wichtigkeit und Relevanz und stellt einen Kernbereich des

<sup>1</sup> Zur Terminologie Klöhn, AG 2016, 423, 429.

<sup>2</sup> Vgl. Pressemitteilung OLG Braunschweig v. 17.11.2023.

<sup>3</sup> Vgl. bspw. §§ 97, 98 WpHG; dazu Meyer/Veil/Rönnau/Wolf, § 31 Rn. 12.

<sup>4</sup> Vgl. §§ 120 Abs. 15 Nr. 6 bis 11 i.V.m. Abs. 18 WpHG.

<sup>5</sup> Buck-Heeb, KapMarktR, Rn. 593.

<sup>6</sup> VGR/Kumpan, S. 109 Rn. 1; vgl. weitere Praxisbeispiele in ErwG 17 MAR.

<sup>7</sup> Kührt/Schreiber, BKR 2023, 351.

<sup>8</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 –C-19/11– „Geltl/Daimler“ Rn. 38.

<sup>9</sup> Vgl. Art. 7 Abs. 2 S. 2 und Abs. 3 MAR.

<sup>10</sup> Kraack, AG 2022, 267, 268 Rn. 7; vgl. auch Vetter/Engel/Lauterbach, AG 2019, 160.

<sup>11</sup> Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird auf die gleichzeitige Verwendung der Sprachform männlich, weiblich und divers verzichtet. Sämtliche Personenbezeichnungen gelten gleichermaßen für alle Geschlechter.

<sup>12</sup> Misterek, ZIP 2023, 400, 403.

<sup>13</sup> Targeted Consultation, Question 44.

Marktmissbrauchsrechts dar.<sup>14</sup> Der Art. 17 MAR fungiert als eine zentrale Norm zur Informationsbereitstellung im Kapitalmarktrecht. Im Wesentlichen lässt sich der Sinn und Zweck der Regelung in zwei Zielrichtungen zusammenfassen.<sup>15</sup>

### I. Präventive Verhinderung von Insiderhandel

Die Ad-hoc-Publizität korreliert eng mit dem Insiderhandelsverbot aus Art. 14 MAR, da beide Vorschriften an den Begriff der Insiderinformation aus Art. 7 MAR anknüpfen.<sup>16</sup> Gelangt ein Marktteilnehmer an kurserhebliche Informationen, die nicht dem gesamten Publikum bekannt sind, entsteht ein Ungleichgewicht an Wissen. Dadurch besteht die Gefahr, dass dieser Wissensvorsprung gezielt dafür genutzt werden könnte, vorteilhafte Transaktionen zu tätigen, die wiederum zu Lasten anderer, nicht informierter Marktteilnehmer wirken könnten.<sup>17</sup>

Sobald jedoch eine Information der Öffentlichkeit zugänglich gemacht worden ist, kann sie nicht mehr Teil eines unzulässigen Insiderhandels sein. Und je kürzer dieser Wissensvorteil nur einem begrenzten Anlegerpublikum zur Verfügung steht, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, dass Insidergeschäfte getätigt werden.<sup>18</sup> Durch die unverzügliche Veröffentlichungspflicht soll somit zunächst der Insiderhandel präventiv verhindert werden, indem Informationsungleichheiten abgebaut werden.<sup>19</sup>

### II. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

Anleger werden ihr Geld nur dann investieren, wenn sie in die Integrität und Stabilität des Kapitalmarktes vertrauen können (Institutionelle Funktionsfähigkeit). Es muss insbesondere eine unbeeinflusste Preisbildung am Kapitalmarkt sichergestellt sein.<sup>20</sup> Der natürliche Marktpreis ist der geschätzte Wert, auf den sich alle Marktteilnehmer bei gleichem Zugang zu allen öffentlichen Informationen einigen würden.<sup>21</sup>

Durch Informationsasymmetrien kann die Preisbildung am Kapitalmarkt jedoch nicht natürlich sein.<sup>22</sup>

Mithilfe der Ad-hoc-Publizitätspflicht werden Marktteilnehmer schnell informiert, wodurch eine Informationsasymmetrie hergestellt wird („equal access“).<sup>23</sup> Folglich werden „unangemessene“ Preise vereitelt und Anleger vor „Irreführung“ geschützt.<sup>24</sup> Die Ad-hoc-Publizität sichert somit die institutionelle Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, indem sie auf Markttransparenz abzielt.<sup>25</sup>

### B. Geltl/Daimler

Der Umgang mit gestreckten Sachverhalten im Zusammenhang mit dem Insiderrecht war lange Zeit ungeklärt und umstritten. Erst der Rücktritt des Vorstandsmitglieds Schrempp der börsennotierten Daimler AG führte dazu, dass sich deutsche Gerichte mit diesem Thema beschäftigen mussten, woraufhin der II. Zivilsenat des BGH ein Vorabentscheidungsverfahren einleitete. Der EuGH sollte im Hinblick auf Art. 1 MAD zum einen klären, ob Zwischenschritte schon für sich gesehen Insiderinformationen darstellen können oder ob dies von der Eintrittswahrscheinlichkeit des Endergebnisses abhängt. Zudem sollte das Merkmal der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“ präzisiert werden.<sup>26</sup>

Im Ergebnis wurde entschieden, dass bei einem zeitlich gestreckten Vorgang jeder einzelne bereits eingetretene sowie zu erwartende Zwischenschritt unabhängig vom Endergebnis eine Insiderinformation sein kann.<sup>27</sup> Dadurch solle die Integrität der Finanzmärkte der Union sowie die informationelle Gleichbehandlung sichergestellt werden.<sup>28</sup>

Zudem urteilte der EuGH bezüglich zukünftiger Umstände, dass die hinreichende Wahrscheinlichkeit getrennt von den Auswirkungen auf den Kurs von Finanzinstrumenten zu betrachten ist.<sup>29</sup> Dies bezwecke die Gewährleistung von Rechtssicherheit für die Marktteilnehmer, indem verhindert werde, dass die Veröffentlichungspflicht zu früh greife. Es bestünde sonst die Gefahr, dass Informationen veröffent-

<sup>14</sup> Buck-Heeb, KapMarktR, Rn. 488; Hopt/Kumpan, Art. 17 MAR Rn. 1; vgl. ErwG 49 MAR; Im Jahre 2013 bis 2022 veröffentlichten börsennotierte Unternehmen durchschnittlich knapp über fünf Ad-hoc-Meldungen pro Tag, siehe BaFin, Jahresbericht 2022, S. 69.

<sup>15</sup> BGH BeckRS 2020, 40730 Rn. 332; Kapitalmarktinf-HdB/Frowein/Berger, § 10 Rn. 3; vgl. ErwG 2 u. 49 MAR.

<sup>16</sup> Gebauer/Teichmann/Zetzschke, § 14 Rn. 85.

<sup>17</sup> Buck-Heeb, KapMarktR, Rn. 490.

<sup>18</sup> Poelzig, KapMarktR, Rn. 515.

<sup>19</sup> BGH BeckRS 2020, 40730 Rn. 332; Buck-Heeb, KapMarktR, Rn. 490; vgl. ErwG 58 MAR.

<sup>20</sup> Poelzig, KapMarktR, Rn. 29.

<sup>21</sup> Auch Fundamentalwert genannt, zu dem Begriff Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 192 ff.

<sup>22</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 17 Rn. 6; Weißhaupt, NZG 2019, 175.

<sup>23</sup> Buck-Heeb, KapMarktR, Rn. 490.

<sup>24</sup> BeckOK WpHR/Buck-Heeb, Art. 17 MAR Rn. 1; vgl. ErwG 49 S. 1 MAR.

<sup>25</sup> BGH BeckRS 2020, 40730 Rn. 332; Hopt/Kumpan, Art. 17 MAR Rn. 1.

<sup>26</sup> BGH NJW 2011, 309.

<sup>27</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 – C-19/11 – „Geltl/Daimler“ Rn. 38 u. 46.

<sup>28</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 – C-19/11 – „Geltl/Daimler“ Rn. 33; Vetter/Engel/Lauterbach, AG 2019, 160, 162.

<sup>29</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 – C-19/11 – „Geltl/Daimler“ Rn. 50.

licht werden, die gar keine Insiderinformationen seien.<sup>30</sup>

Am 03.07.2016 trat die MAR in Kraft und ersetzte die vom EuGH etwas näher präzierte MAD nebst Durchführungsrichtlinien<sup>31</sup>. In Art. 7 Abs. 2 S. 2 und Abs. 3 MAR wurde so dann das *Geltl/Daimler*-Urteil des EuGH kodifiziert und die Problematik der gestreckten Sachverhalte wurde erstmals vom Gesetzgeber geregelt.<sup>32</sup>

### C. Die „Insiderinformation“ als Ausgangslage der Problematik

Nach dem System der MAR beruhen alle insiderrechtlichen Vorschriften auf demselben Begriff der Insiderinformation. Es herrscht das sog. Einheitsprinzip.<sup>33</sup> Somit knüpft auch der Art. 17 MAR an die Regelung des Art. 7 MAR an.<sup>34</sup> Nach Art. 7 Abs. 1a MAR sind Insiderinformationen definiert als „nicht öffentliche bekannte präzise Informationen, die (...), wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs (...) erheblich zu beeinflussen“. Art. 7 Abs. 2 S. 2 und Abs. 3 MAR stellen zudem klar, dass auch ein Zwischenschritt eines zeitlich gestreckten Vorgangs eine Insiderinformation sein kann, wenn die entsprechenden Voraussetzungen dafür vorliegen.

Im Gesetz unregelt und von den Gerichten nicht entschieden ist jedoch die Frage, wann genau ein Zwischenschritt als Insiderinformation zu klassifizieren ist und welche Voraussetzungen dafür bestehen. Insbesondere ist noch ungeklärt, wann er präzise ist, Kursbeeinflussungspotenzial besitzt und inwiefern das Endergebnis zu berücksichtigen ist. Darüber hinaus gibt es in einem gestreckten Sachverhalt oft mehrere verschiedene Zwischenschritte, was die Bestimmung des richtigen Anknüpfungspunkts erschwert.<sup>35</sup> Aufgrund unterschiedlicher Interpretation vermag auch das *Daimler/Geltl*-Urteil diese Fragen nicht vollständig zu beantworten.<sup>36</sup>

Die Problematik der gestreckten Sachverhalte kristallisiert sich mithin bei der Prüfung des Merkmals der Insiderinformation, speziell bei der präzisen Information und Kurserheblichkeit.

### I. Präzise Information

Der Art. 7 Abs. 2 S. 1 Hs. 1 MAR bestimmt, dass eine zukünftige Information dann präzise ist, wenn der damit gemeinte Umstand bzw. das damit gemeinte Ergebnis vernünftigerweise erwartet werden kann. Zusätzlich muss nach Abs. 2 S. 1 Hs. 2 die Information so spezifisch sein, dass sich eine Schlussfolgerung auf eine mögliche Marktveränderung ableiten ließe.

Umstände und eingetretene Ereignisse werden weit gefasst. Grundlegender Anknüpfungspunkt ist der Tatsachenkern, welcher in „innere“ und „äußere“ Tatsachen kategorisiert wird. Werturteile und Prognosen können zudem ebenfalls umfasst sein, wenn sie auf einer beweisbaren Tatsache basieren.<sup>37</sup>

#### 1. Zukünftige Zwischenschritte

Nach dem Wortlaut des Art. 7 Abs. 2 und 3 MAR und *ErwG* 16 S. 2 MAR steht fest, dass zukünftige Zwischenschritte Insiderinformationen sein können, wenn sie vernünftigerweise zu erwarten sind. Aus den anderen Sprachfassungen ergeben sich keine Differenzen.

Die BaFin spricht hingegen in ihren norminterpretierenden Verwaltungsvorschriften davon, dass bei gestreckten Sachverhalten neben dem Endergebnis nur „die auf dem Weg dahin verwirklichten Zwischenschritte als bereits eingetretene Ereignisse auf ihren Insiderinformationsgehalt hin zu überprüfen“ sind.<sup>38</sup> Diese Formulierung könnte so verstanden werden, dass die BaFin davon ausgehe, dass nur verwirklichte Zwischenschritte Insiderinformationen sein können. Diese Interpretation widerspricht indes offensichtlich dem Wortlaut des Art. 7 Abs. 1 und 2 MAR.

Trotz unionsrechtswidrigen Verständnisses könnte die BaFin diese Auffassung dennoch faktisch durchsetzen, indem sie nicht veröffentlichte insiderrelevante zukünftige Zwischenschritte nicht sanktioniert. Zudem könnte sie den Begriff des „verwirklichten“ Zwischenschritt extensiv auslegen, was die Sachverhalte mit zukünftigen Zwischenschritten enorm verkürzen würde.

Ob die BaFin tatsächlich so handelt, ist jedoch unklar und bleibt abzuwarten.<sup>39</sup>

Dennoch ist die MAR geltendes Recht und somit zu be-

<sup>30</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 – C-19/11 – „*Geltl/Daimler*“ Rn. 48.

<sup>31</sup> Richtlinie 2003/124/EG v. 22.12.2003; Richtlinie 2003/125/EG v. 22.12.2003; Richtlinie 2004/72/EG v. 29.4.2004.

<sup>32</sup> Poelzig, NZG 2016, 528, 531; vgl. *ErwG* 16 MAR.

<sup>33</sup> SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 15.

<sup>34</sup> Buck-Heeb, KapMarktR, Rn. 497; Klöhn/Klöhn, Art. 17 Rn. 63.

<sup>35</sup> Augstein, S. 98 f.; Buck-Heeb, KapMarktR, Rn. 402; Vetter/Engel/Lauterbach, AG 2019, 160, 161.

<sup>36</sup> Schwarzfischer, ZBB 2022, 12, 13.

<sup>37</sup> Vgl. dazu BeckOK WpHR/Nietsch, Art. 7 MAR Rn. 40 f.

<sup>38</sup> BaFin, Modul C, S. 13.

<sup>39</sup> Kraack, AG 2022, 267, 269 Rn. 12.

folgen. Zukünftige Zwischenschritte können somit eigene Prüfungsobjekte sein.<sup>40</sup>

## 2. Präzision

Die Präzision<sup>41</sup> einer Insiderinformation bezieht sich ausschließlich auf die Eintrittswahrscheinlichkeit von nicht gegebenen Umständen und Ereignissen.<sup>42</sup> Für zukünftige Zwischenschritte gelten dabei dieselben Voraussetzungen wie für Endziele.<sup>43</sup> Fraglich ist zunächst, wie der Begriff der Wahrscheinlichkeit zu verstehen ist.

### a) Wortlautauslegung

Art. 7 Abs. 1 S. 1 MAR bestimmt, dass etwas Zukünftiges dann wahrscheinlich ist, wenn es vernünftigerweise erwartet werden kann. Leicht abweichend heißt es in anderen Sprachfassungen, dass etwas „vernünftigerweise anzunehmen“<sup>44</sup> oder „vernünftigerweise vorhersehbar“<sup>45</sup> ist.<sup>46</sup> Das Adverb „vernünftigerweise“ wird einheitlich benutzt und ist als Kernelement zu betrachten. Mithin gibt es keine wesentlichen sprachlichen Differenzen.

Dem Begriff lässt sich nur eine vage Eingrenzung entnehmen. Die Wahrscheinlichkeit darf nicht gering sein, jedoch wird eine besonders hohe Wahrscheinlichkeit nicht vorausgesetzt.

### b) Auslegung mithilfe der ErwG

Der ErwG 16 S. 2 MAR präzisiert diese Voraussetzung und bejaht sie, wenn „auf der Grundlage einer Gesamtbewertung der zum relevanten Zeitpunkt vorhandenen Faktoren eine realistische Wahrscheinlichkeit besteht“. In den anderen Sprachfassungen ergibt sich auch nichts anderes.<sup>47</sup> Zudem stellt ErwG 16 S. 3 MAR klar, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit unabhängig von der Kursrelevanz zu betrachten ist, sodass die „Probability-Magnitude-Formel“<sup>48</sup> keine Anwendung findet. Ein Schluss auf einen genauen

Prüfungsmaßstab der Wahrscheinlichkeit ist jedoch nicht möglich. Es wird lediglich eine Negativabgrenzung zu unrealistischen Umständen ermöglicht.<sup>49</sup>

### c) Historische Auslegung

Die Regelungen des Art. 7 Abs. 2 S. 2 u. Abs. 3 MAR entstanden vor dem Hintergrund des Geltl/Daimler-Urteils, welches während des Gesetzgebungsverfahrens entschieden wurde.<sup>50</sup> Die Aussagen des Urteils wurden in die MAR übernommen.<sup>51</sup>

Der BGH hat in seiner Vorlagefrage drei Auslegungsmöglichkeiten der Wahrscheinlichkeiten dargelegt: Eine starre (1) hohe oder (2) überwiegende Wahrscheinlichkeit und (3) die flexible Probability-Magnitude-Formel.<sup>52</sup> Der EuGH entschied sich ausdrücklich gegen die erste sowie letzte Auslegungsmöglichkeit.<sup>53</sup> Bzgl. der zweiten Möglichkeit äußerte sich der EuGH nicht. Folglich kann nach dem Ausschlussprinzip angenommen werden, dass sich der EuGH inzident für die Variante der überwiegenden Wahrscheinlichkeit entschieden hat.<sup>54</sup>

Aus dem Wort „überwiegend“ ergibt sich, dass die Wahrscheinlichkeit des Eintritts höher sein muss als das Ausbleiben.<sup>55</sup> Dies wird als „50% plus x“-Formel bezeichnet.<sup>56</sup>

### d) Teleologie

Der Zweck eines Wahrscheinlichkeitserfordernisses ist die Schaffung von Rechtssicherheit.<sup>57</sup>

### e) Stellungnahme

Im Ergebnis überzeugt die Herleitung der „50% plus x“-Formel in der Theorie. Die Annahme, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit höher als das Ausbleiben ist, harmonisiert mit allen zuvor aufgeworfenen Begriffen im Hinblick auf den allgemeinen Sprachgebrauch. Wenn die Wahrscheinlichkeit des Ausbleibens überwiegen würde, wäre es

<sup>40</sup> ASM/Assmann, Art. 7 MAR Rn. 59; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 68; Seibt/Kraack, BKR 2020, 313, 314.

<sup>41</sup> So begrifflich auch: BeckOK WpHR/Nietsch, Art. 7 MAR Rn. 74; Leyens ZGR 2020, 256, 261; Poelzig, NZG 2016, 528, 532; Schwarzfischer, ZBB 2022, 12, 13.; abweichend hingegen Habersack, AG 2019, 697, 698, der die Eintrittswahrscheinlichkeit nicht als eigenes Tatbestandsmerkmal, sondern als Teil der Kursspezifität betrachtet.

<sup>42</sup> BeckOK WpHR/Nietsch, Art. 7 MAR Rn. 64.

<sup>43</sup> BeckOK WpHR/Nietsch, Art. 7 MAR Rn. 77.

<sup>44</sup> FR: „peut raisonnablement penser“.

<sup>45</sup> PT: „razoavelmente previsível“.

<sup>46</sup> Nicht abweichend EN: „reasonably be expected“ u. ES: „puede esperar razonablemente“.

<sup>47</sup> EN: „realistic prospect“; ES: „probabilidades realistas“; FR: „perspective réaliste“.

<sup>48</sup> Vgl. zu dem Begriff und vergangener Problematik Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 198 f. u. SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 153 f.

<sup>49</sup> So auch Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 96 f.; SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 47.

<sup>50</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 11.

<sup>51</sup> SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 46.

<sup>52</sup> BGH NJW 2011, 309.

<sup>53</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 –C-19/11– „Geltl/Daimler“ Rn. 46 u. 50.

<sup>54</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 97; Poelzig, NZG 2016, 528, 532; VGR/Kumpan, S. 119 Rn. 22; SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 47.

<sup>55</sup> BGH NJW 2013, 2114, 2118 Rn. 29.

<sup>56</sup> VGR/Kumpan, S. 119 Rn. 22.

<sup>57</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 –C-19/11– „Geltl/Daimler“ Rn. 48.



verfehlt von einer vernünftigen Erwartung oder einer realistischen Wahrscheinlichkeit zu sprechen. Etwas wird erst dann realistisch oder wäre als eine vernünftige Entscheidung zu deklarieren, wenn die Erfolgchance überwiegt. Diese Betrachtungsweise steht auch mit den Zielen des Insiderrechts im Einklang, da genügend Rechtssicherheit geschaffen wird. Die Voraussetzung einer zu hohen Wahrscheinlichkeit führe zu einer zu späten ad-hoc-Mitteilungspflicht, was Insiderhandel ermöglichen könnte. Eine zu niedrige hingegen würde zu einem Informationsüberfluss führen, bei welchem letztendlich die Marktteilnehmer die Eintrittswahrscheinlichkeit bewerten müssten. Dies gefährde die Rechtssicherheit und die Finanzmarktstabilität.<sup>58</sup> Ein Mittelweg minimiert diese Probleme.

In der Praxis wird es jedoch nahezu unmöglich sein, genaue Eintrittswahrscheinlichkeiten zu ermitteln.<sup>59</sup> Selbst eine abstrakte Bestimmung wird kaum möglich sein, da jeder Sachverhalt individuell ist. Die Formel folgt zwar der Logik, jedoch werde nur eine Scheinpräzision vorgetäuscht, falls eine genaue Prozentangabe erwartet wird.<sup>60</sup>

Hiergegen lässt sich jedoch anführen, dass in der Formel das „x“ eine unbestimmte Variable darstellt und somit gar nicht davon ausgegangen werden kann, dass eine exakte Prozentangabe erwartet werde.<sup>61</sup> Die Formel soll lediglich ausdrücken, dass der Eintritt wahrscheinlicher sein muss als das Ausbleiben.<sup>62</sup> Dass ein „verständiger Anleger“ abstrakte Prozentwerte errechnen würde erscheint zweifelhaft. Die Beurteilung, ob eine Information präzise sei erfordert eine Gesamtbetrachtung aller Umstände im Einzelfall aus der Sicht eines verständigen Anlegers.<sup>63</sup> Der „50% plus x“-Formel ist im Ergebnis zuzustimmen. Eine genaue Prozentzahl muss dabei jedoch nicht bestimmt werden.<sup>64</sup>

### 3. Sperrwirkung auf Konkurrenzebene

Zwischenschritte sind einem Endergebnis vorgeschaltet, sodass neben dem zukünftigen Zwischenschritt stets auch das zukünftige Endergebnis betrachtet werden muss. Diese beiden Anknüpfungspunkte sind inhaltlich eng miteinander verbunden. Folglich stellt sich die Frage, inwiefern

diese Konnexität bei der Prüfung zu berücksichtigen ist. Eine ausdrückliche Regelung zu diesem Verhältnis existiert nicht in der MAR.

Nach der Wertung des Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR sollen nur präzise Informationen veröffentlicht werden. Dabei könnten Fälle problematisch sein, in denen ein vorgeschalteter Zwischenschritt die Voraussetzungen einer Insiderinformation erfüllt, das zukünftige Endergebnis jedoch noch unwahrscheinlich und somit unpräzise ist. Wird nun der Zwischenschritt veröffentlicht, wird indirekt auch das Endergebnis publik, obwohl der Eintritt noch nicht wahrscheinlich ist. Dies könnte einen Wertungswiderspruch zu Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR darstellen.

Fraglich ist nun, ob die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endergebnisses bei dem Zwischenschritt berücksichtigt werden muss. Man könnte annehmen, dass Zwischenschritte nur Insiderinformation sein können, wenn das damit verbundene zukünftige Endergebnis präzise ist (sog. „Sperrwirkung auf Konkurrenzebene“).<sup>65</sup>

Jedoch hat der Gesetzgeber in Art. 7 Abs. 2 S. 2 UAbs. 3 MAR ausdrücklich geregelt, dass Zwischenschritte eines gestreckten Vorgangs für sich selbst Insiderinformationen sein können. Er geht davon aus, dass damit Insiderhandel betrieben werden könnte. Eine generelle Sperrwirkung auf Konkurrenzebene würde diese Regelung leerlaufen lassen und ist somit abzulehnen.<sup>66</sup>

### 4. Abgrenzung nach Art des Zwischenschritts

Zwischenschritte sollen ad-hoc-publizitätspflichtig sein, um informationelle Gleichberechtigung herzustellen und somit die Finanzmarktintegrität zu schützen.<sup>67</sup> Die Voraussetzung der Präzision für zukünftige Umstände des Art. 7 Abs. 1 S. 1 MAR bezweckt hingegen Rechtssicherheit.<sup>68</sup> Lehnt man nun eine generelle Sperrwirkung auf Konkurrenzebene ab, verbleibt ein Spannungsverhältnis der Regelungsziele. Indem unpräzise Endergebnisse durch die Veröffentlichung von präzisen eingetretenen Zwischenschritten indirekt mitveröffentlicht werden, wird zwar der gleichberechtigte Zugang zu Informationen gestärkt, indes

<sup>58</sup> Möllers/Seidenschwann, NJW 2012, 2762, 2763; zu der generellen Problematik des „information overload“ Möllers/Kernchen, ZGR 2011, 1, 9.

<sup>59</sup> Kocher/Widder, BB 2012, 2837, 2839.

<sup>60</sup> Mengozzi, Schlussantrag zu C-19/11 v. 21.03.2012 = BeckRS 2012, 80624 Rn. 81 f.; Möllers/Seidenschwann, NJW 2012, 2762, 2763.

<sup>61</sup> Augstein, S. 127.

<sup>62</sup> VGR/Kumpan, S. 119 Rn. 22.

<sup>63</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 99; so auch ErWG 16 S. 2 MAR.

<sup>64</sup> So im Ergebnis Augstein, S. 128; SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 48.

<sup>65</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 101.

<sup>66</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 – C-19/11 – „Geltl/Daimler“ Rn. 38; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 105; Kraack, AG 2022, 267, 268 Rn. 8; Leyens, ZGR 2020, 256, 260; Poelzig, NZG 2016, 528, 532; SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 52.

<sup>67</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 – C-19/11 – „Geltl/Daimler“ Rn. 33.

<sup>68</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 – C-19/11 – „Geltl/Daimler“ Rn. 48.

leide die Rechtssicherheit darunter, da etwas Unwahrscheinliches publik wird.<sup>69</sup>

Diesen Konflikt könne man lösen, indem nach der Art des Zwischenschritts differenziert werde.<sup>70</sup> Es gebe zwei Typen von Zwischenschritten. Es sei danach zu unterscheiden, ob der Zwischenschritt seine insiderrechtliche Relevanz ausschließlich von dem zukünftigen Endergebnis ableite (nachfolgend Typ 1) oder ob er für sich genommen eine selbständige vom Endergebnis unabhängige Bedeutung hat (nachfolgend Typ 2).<sup>71</sup> Die Qualität einer Insiderinformation meint hierbei die Kursspezifität und Kursrelevanz.<sup>72</sup>

#### a) Beispiel

Diese abstrakte Differenzierung lässt sich am Beispiel eines Unternehmenskaufs als mehrstufigen Prozess veranschaulichen, in welcher typischerweise eine Due-Diligence-Prüfung<sup>73</sup> als Zwischenschritt vorgelagert ist. Die Information der Due-Diligence-Prüfung an sich motiviert einen Anleger in der Regel nicht zu einer (De-)Investition. Die Due-Diligence-Prüfung könnte jedoch dazu führen, dass der Unternehmenskauf wahrscheinlicher wird, was den Anleger zum (De-)Investieren verleiten würde. Dies wäre ein Fall des Zwischenschritts des Typ 2, da der Handelanreiz vom Endergebnis ausgeht.

Würde eine Due-Diligence-Prüfung hingegen ergeben, dass bspw. ein Unternehmensgrundstück überraschenderweise kontaminiert ist und dies zu einer unerwarteten finanziellen Belastung für das Unternehmen führt, hätte der Zwischenschritt eine vom Endergebnis unabhängige Relevanz. Dies wäre ein Fall des Zwischenschritts des Typ 1, da der Handelsanreiz zunächst allein vom Zwischenschritt ausgeht.<sup>74</sup> Dass das Endergebnis daneben auch eine Relevanz hat und durch den Zwischenschritt beeinflusst werden könnte, ist in diesem Kontext unerheblich, da es separat zu prüfen ist.

#### b) Herleitung der Differenzierung

Nach dem Wortlaut des Art. 7 Abs. 3 MAR wird ein Zwischenschritt dann als Insiderinformation gewertet, wenn er „für sich genommen“ die entsprechenden Voraussetzungen erfüllt.<sup>75</sup> Aus den anderen Sprachfassungen ergeben sich bzgl. dieser Formulierung keine Differenzen.<sup>76</sup>

„Für sich genommen“ bedeute, dass der Zwischenschritt isoliert betrachtet wird und „selbstständig“ sei.<sup>77</sup> Im Umkehrschluss ergebe sich dann, dass es vom Endergebnis abhängige Zwischenschritte gebe.<sup>78</sup> Folglich ergebe sich aus dem Wortlaut, dass es mehr als eine Art von Zwischenschritten geben müsse.

Der Gesetzgeber gehe somit davon aus, dass bei Zwischenschritten des Typ 1 keine zu korrigierende Rechtsunsicherheit bestehe. Bei den Zwischenschritten des Typ 2 müsse hingegen die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endergebnisses berücksichtigt werden. Der Eintritt dieser Zwischenschritte hätten lediglich Einfluss auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endergebnisses. Das Interesse an der Veröffentlichung der Information unterliege dann dem Interesse der Rechtssicherheit, da sich die insiderrechtliche Relevanz aus einem unsicheren Ergebnis herleitet.<sup>79</sup>

#### c) Kritik an der Differenzierung

Gegen eine zweigeteilte Differenzierung der Zwischenschritte spricht, dass so eine Unterscheidung sowie die Voraussetzung einer „insiderrechtlichen Relevanz“ nicht ausdrücklich im Gesetz stehe. Auch aus dem Wortlaut „für sich genommen“ folge nicht, dass Zwischenschritte mit Ausblendung des Endergebnisses betrachtet werden müssten. In gestreckten Sachverhalten sei es typisch, dass ein Zwischenschritt in einem Endziel mündet. Folglich sei es nicht sachgerecht diese Charakteristik auszublenden. Man müsse vielmehr den Gesamtkontext betrachten, da sonst auch die spätere Bestimmung der Kursrelevanz nicht möglich sei. Der Wortlaut des Art. 7 Abs. 3 MAR bedeute lediglich, dass einem Zwischenschritt hinreichende Kursrelevanz zukommt. Und genau dies könne nicht genau be-

<sup>69</sup> Vetter/Engel/Lauterbach, AG 2019, 160, 163.

<sup>70</sup> Vetter/Engel/Lauterbach, AG 2019, 160, 164.

<sup>71</sup> Merkner/Sustmann/Retsch, AG 2019, 621, 625; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 70; Vetter/Engel/Lauterbach, AG 2019, 160, 164; so ein Verständnis zumindest auf Kursrelevanzebene BaFin, Modul C, S. 13; der Differenzierung zustimmend jedoch kritisch bzgl. der Terminologie Seibt/Kraack BKR 2020, 313, 314.

<sup>72</sup> Vetter/Engel/Lauterbach, AG 2019, 160, 164; die Kursrelevanz meint die Eignung zur Kursbeeinflussung nach Art. 7 Abs. 1a aE MAR und wird auch Kurserheblichkeit genannt.

<sup>73</sup> Zum Begriff Weber, Rechtswörterbuch, Due Diligence.

<sup>74</sup> Beispiel von Hasenauer/Ebner, GesRZ 2022, 210, 211 f.

<sup>75</sup> Vgl. auch ErwG 16 S. 4 MAR.

<sup>76</sup> EN: „by itself“; ES: „por sí misma“; FR: „en soi“.

<sup>77</sup> SZ/Kumpian/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 50; Vetter/Engel/Lauterbach, AG 2019, 160, 165.

<sup>78</sup> Habersack, AG 2020, 697, 700 Rn. 13.

<sup>79</sup> Vetter/Engel/Lauterbach, AG 2019, 160, 164 f.

stimmt werden, wenn nicht der Gesamtkontext betrachtet würde.<sup>80</sup> Der Informationsgehalt eines Zwischenschrittes beziehe sich nicht nur auf das Endergebnis, sondern auf den gesamten gestreckten Vorgang als solchen. Ein Zwischenschritt sei ein eigenes Zwischenergebnis im gestreckten Vorgang und kann deshalb eine Insiderinformation sein. Eine spezifische Verknüpfung zum endgültigen „Resultat“ bestehe nicht.

Zudem komme erschwerend hinzu, dass in gestreckten Vorgängen mehrere Endergebnisse in Betracht kommen könnten. In dieser Situation sei unklar, bzgl. welchem Endergebnis der Zwischenschritt unabhängig sein müsse. Ferner würde die Differenzierung dazu führen, dass die ausdrücklich abgelehnte Sperrwirkung auf Konkurrenzebene indirekt für die Zwischenschritte des Typ 2 wirken würde.<sup>81</sup> Ferner wird angeführt, dass Zwischenschritte des Typ 2 ausschließlich eine Indizwirkung für die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endergebnisses hätten.<sup>82</sup>

Das Spannungsverhältnis von Rechtsunsicherheit und Finanzmarktschutz sei ein Thema der Veröffentlichungspflicht und sei auch dort zu lösen. Eine Modifizierung des Begriffs der Insiderinformation sei folglich nicht nötig.<sup>83</sup>

#### d) Stellungnahme

Der Wortlaut überzeugt. Das Gesetz spricht in Art. 7 Abs. 2 S. 2 MAR ausdrücklich davon, dass Zwischenschritte Insiderinformationen sein „können“<sup>84</sup> und nicht müssen. Dies spricht auch dafür, in Art. 7 Abs. 3 MAR den Umkehrschluss zu ziehen, dass es mehrere Arten von Zwischenschritten gibt.<sup>85</sup>

Zudem kann die Verortung im Rahmen des Begriffes der Insiderinformation nicht verfehlt sein, da sie ein Tatbestandsmerkmal der Ad-hoc-Publizitätspflicht ist und so eine hinreichende Konnexität besteht. Jedoch vermag die Verortung im Merkmal der „Präzision“ nicht zu überzeugen. Eine Wechselwirkung von Zwischenschritt und Endergebnis ist bei diesem Merkmal nicht angelegt. Für die Differenzierung von Zwischenschritten ist es notwendig, dass der Zwischenschritt auf seine Relevanz überprüft werden muss. Die Kursrelevanz stellt indes ein eigenes Tatbestandsmerkmal der Insiderinformation dar.<sup>86</sup> Es ist nicht ersichtlich, warum diese Differenzierung schon bei

der Prüfung der „präzisen Information“ erfolgen soll. Die Prüfung der Kursrelevanz würde vorgezogen werden, um dann den Prüfungsmaßstab der Präzision so zu modifizieren, dass die Wahrscheinlichkeit des Endergebnisses bei einem bereits eingetretenen Zwischenschritt zu berücksichtigen sei. Bei dieser Betrachtungsweise wird verkannt, dass der Schwerpunkt der Prüfung bei der Kursrelevanz liegt. Es wäre nur dann konsequent und besser nachvollziehbar, das Ergebnis dieser Prüfung dort wirken zu lassen, wo der Prüfungsschwerpunkt liegt. Folglich wäre vorzuzugewürdiger, die Differenzierung im Merkmal der Kursrelevanz vorzunehmen.

Dies wäre auch mit der Systematik des Art. 7 MAR vereinbar. Der Art. 7 Abs. 3 MAR bestimmt, dass ein Zwischenschritt eine Insiderinformation sein kann, „falls er für sich genommen die Kriterien für Insiderinformationen gemäß diesem Artikel erfüllt“. Mithin kann sich die Vorgabe „für sich genommen“ auf alle Merkmale der Insiderinformation beziehen. Der Wortlaut verhindert somit die mögliche systematische Auslegung, dass sich der Abs. 3 nur auf den vorgelagerten Abs. 2 bezieht, welcher die „präzise Information“ konkretisiert.

Hat ein Zwischenschritt „für sich genommen“ insiderrechtliche Qualität, muss das Tatbestandsmerkmal der Kursrelevanz bejaht werden. Bei einem Zwischenschritt des Typ 2 hängt dies allein von dem Endergebnis ab.

Für die Bestimmung der Präzision des Zwischenschritts ist nach der hier vertretenen Auffassung keine Abgrenzung der Zwischenschritt Art erforderlich.

#### 5. Kursspezifität

Neben der Präzision muss eine Information kursspezifisch sein. Das ist nach Art. 7 Abs. 2 S. 1 aE MAR dann der Fall, wenn sie spezifisch genug ist, um einen Schluss auf die mögliche Kursauswirkung zuzulassen. Diese Regelung in der MAR beruht dabei auf der *Geltl/Daimler*-Entscheidung und ist nahezu wortidentisch.<sup>87</sup>

Schon der Wortlaut der Norm macht deutlich, dass die Kursspezifität stark der Kurerheblichkeit ähnelt. Nach Art. 7 Abs. 4 UAbs. 1 MAR liegt Kurerheblichkeit vor, wenn ein „verständiger Anleger“ die Information als Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde.

<sup>80</sup> Schwarzfischer, ZBB 2022, 12, 15.

<sup>81</sup> Leyens, ZGR 2020, 256, 260.

<sup>82</sup> Fett, FS 25 Jahre WpHG, 1089, 1097.

<sup>83</sup> Schwarzfischer, ZBB 2022, 12, 16 f.; vgl. im Ergebnis auch Leyens, ZGR 2020, 256, 260.

<sup>84</sup> EN: „may be deemed to be“; ES: „pueden“; FR: „peuvent être“.

<sup>85</sup> BeckOK WpHR/Nietsch, Art. 7 MAR Rn. 86.

<sup>86</sup> Vgl. Art. 7 Abs. 1a Var. 4 iVm. Abs. 4 UAbs. 1 MAR.

<sup>87</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 -C-19/11- „Geltl/Daimler“ Rn. 35 u. 39.

Der EuGH urteilte ausdrücklich, dass zwischen den Tatbestandsmerkmalen „präzise(r) Information“ und „Kursrelevanz“ unterschieden werden müsse. Die Merkmale seien „Mindestvoraussetzungen“.<sup>88</sup> Die Kursspezifität solle dabei dem Zweck dienen, dass „vage oder allgemeine Informationen“, die keinen Schluss auf eine Kursauswirkung zulassen, ausgefiltert werden.<sup>89</sup>

Wie indes zwischen diesen beiden Merkmalen abzugrenzen ist, ist noch nicht vollständig geklärt.

#### a) Keine eigenständige Bedeutung der Kursspezifität

Es ließe sich kein Fall konstruieren, in dem eine kursrelevante Information nicht auch kursspezifisch ist. Bei der Bejahung der Kursrelevanz würde zwangsweise auch die Kursspezifität vorliegen.<sup>90</sup> Andererseits sei es jedoch möglich, dass eine Information kursspezifisch, aber nicht kursrelevant sei.<sup>91</sup> Daraus könnte man schließen, dass die Kursspezifität gar keine eigenständige Bedeutung habe.<sup>92</sup>

Dies widerspräche jedoch ausdrücklich der Rechtsprechung, welche als Grundlage der MAR diene.

Es wäre jedoch möglich, dass das Merkmal lediglich eine Filter-Funktion im Sinne einer Evidenzkontrolle hätte. Informationen, die ein „verständiger Anleger“ offensichtlich nicht berücksichtigen würde und somit irrelevant seien, sollen schon keine präzise Information darstellen. Bei offensichtlich irrelevanten Informationen kann somit die Eigenschaft als Insiderinformation schon vor der gesamten Prüfung der Kursrelevanz abgelehnt werden.<sup>93</sup>

#### b) Eigenständige Bedeutung der Kursspezifität

Ferner besteht die Möglichkeit, der Kursspezifität eine eigenständige Bedeutung zuzugestehen. Dahingehend wird vertreten, dass das Merkmal eine wertende Komponente besitzt, um in Einzelfällen eine Ergebnisgerechtigkeit herzustellen. So könne einer Information aus dem „engen persönlichen Bereich“ oder dem „Bereich interner Willensbildung“ die Qualifizierung als Insiderinformation aberkannt werden, ohne die Kursrelevanz prüfen zu müssen.<sup>94</sup>

#### c) Stellungnahme

Der Gesetzgeber hat die Voraussetzung der Kursspezifität seit 1989 in dem Kontext in jedem Entwicklungsschritt der Regelungsmaterie aufrechterhalten.<sup>95</sup> In Anbetracht dieses historischen Willens des Gesetzgebers und des Wortlauts des Gesetzes ist es wichtig, die Kursspezifität nicht außer Acht zu lassen. Mithin bleibt es jedoch eine rein dogmatische Frage. Wenn die Kursspezifität in der Kursrelevanz aufgeht, hat die Unterscheidung dieser Merkmale keine Auswirkung auf die Praxis.<sup>96</sup>

Betrachtet man die Kursrelevanz im Kontext des gesamten Art. 7 MAR wird klar, dass die Kursrelevanz eine enge Beziehung zu allen Tatbestandsmerkmalen aufweist. Die Kursrelevanz ist in der Regel nicht gegeben, wenn ein anderes Merkmal zu verneinen ist. Daraus folgt, dass die Merkmale der Insiderinformation derart miteinander verflochten sind, dass eine vollkommene Eigenständigkeit der einzelnen Merkmale nicht besteht. Der Gesetzgeber konnte mithin nicht davon ausgegangen sein, dass eine Wechselwirkung der Merkmale unmöglich ist und dass Merkmale in der Kursrelevanz nicht aufgehen könnten. Daraus kann indes nicht geschlossen werden, dass in der Kursspezifität die Kursrelevanz mit nur einer geringeren Intensität geprüft würde. Wenn der Gesetzgeber zwei verschiedene Tatbestandsmerkmale ins Gesetz schreibt, muss davon ausgegangen werden, dass zwei verschiedene Prüfungen zu erfolgen haben.<sup>97</sup>

Nach Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR bilden die Präzision und die Kursspezifität gemeinsam die „präzise Information“. Folglich ist im Gesetz angelegt, dass diese Merkmale in einem engen Verhältnis stehen. Das Merkmal der Präzision wird abstrakt nach der Eintrittswahrscheinlichkeit bestimmt. Diese Betrachtungsweise kann man übertragen. Mithin ist zu bestimmen, ob eine Information abstrakt betrachtet einen Handelsreiz auslösen kann. Dabei sind alle Umstände zu berücksichtigen, die unmittelbar mit der Information in Verbindung stehen. Die konkrete Betrachtung erfolgt dann erst bei der Prüfung der Kursrelevanz.<sup>98</sup> Durch diese Unterscheidung von abstrakter und konkreter Betrachtung

<sup>88</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 – C-19/11 – „Geltl/Daimler“ Rn. 53; EuGH, Urteil v. 11.03.2015 – C-628/13 – „Lafonta“ Rn. 28.

<sup>89</sup> EuGH, Urteil v. 11.03.2015 – C-628/13 – „Lafonta“ Rn. 31; so auch BaFin, Modul C, S. 10.

<sup>90</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 82.

<sup>91</sup> Hellgardt, AG 2024, 57, 60 Rn. 15.

<sup>92</sup> Steinrück, S. 40.

<sup>93</sup> Bankrechtstag 2017, Seibt, 81, 89; Kapitalmarktinf-HdB/Brellochs, § 1 Rn. 44; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 82; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 28d.

<sup>94</sup> BeckOK WpHR/Nietsch, Art. 7 MAR Rn. 95.

<sup>95</sup> SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 35.

<sup>96</sup> KapAnlR-HdB/Buck-Heeb, § 8 Rn. 79.

<sup>97</sup> SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 37.

<sup>98</sup> Bankrechts-HdB/Hopt/Kumpan, § 86 Rn. 43; SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 38; VGR/Kumpan, S. 112 Rn. 8; so im Ergebnis auch Dollenz/Simonishvili, ÖBA 2017, 668, 671.



tungsweise kann bei jedem Merkmal eine isolierte Prüfung stattfinden.

Problematisch ist, dass Fälle des Zwischenschritts des Typ 2 aus sich heraus abstrakt keinen Handelsanreiz auslösen könnten, da jegliche Kursrelevanz im Endergebnis liegt. In diesen Fällen ist die Norm extensiv auszulegen. Der abstrakte Handelsanreiz setzt sich dann aus einem Zusammenspiel von Zwischenergebnis und Endergebnis zusammen.

## 6. Zwischenergebnis

Für die Bestimmung der „präzise(n) Information“ im Rahmen von gestreckten Sachverhalten lässt sich folgendes festhalten. Jeder eingetretene sowie zukünftige Zwischenschritt ist neben dem Endergebnis isoliert zu prüfen.

Bei allen zukünftigen Geschehnissen muss im Wege einer Gesamtbetrachtung bewertet werden, ob der Eintritt wahrscheinlicher ist als dessen Ausbleiben. Die Differenzierung von Zwischenschritten in zwei Typen überzeugt, jedoch ist es vorzugswürdig, dies im Rahmen der Kurserheblichkeit zu prüfen.

Ferner muss das Merkmal der Kursspezifität kumulativ erfüllt sein. Dies ist zu bejahen, wenn eine Information abstrakt einen Handelsreiz auslösen kann.

## II. Eignung, den Kurs erheblich zu beeinflussen

Nach Art. 7 Abs. 1 lit. a aE MAR muss eine Insiderinformation dazu geeignet sein, wenn sie öffentlich bekannt würde, den Kurs erheblich zu beeinflussen. Nach Art. 7 Abs. 4 UAbs. 1 MAR haben Informationen die Eignung zur Preisbeeinflussung, „die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde“.

### 1. Verständiger Anleger

Fraglich ist zunächst, was unter einem „verständigen Anleger“ zu verstehen ist. Das Gesetz definiert diesen Begriff nicht. Auf den Ebenen der „Level 2“ sowie „Level 3“-Maßnahmen ist ebenfalls keine Präzisierung zu finden.<sup>99</sup>

Auch aus den anderen Sprachfassungen ergibt sich kein Begriff, der konkreter ist. Man könnte lediglich abwei-

chend dahingehend übersetzen, dass es „vernünftiger Anleger“ heißen würde.<sup>100</sup> Ein erheblicher Unterschied der Bedeutung ergibt sich jedoch nicht.

Aus dem Begriff „verständlich“ folgt jedoch, dass der Anleger, im Gegensatz zu einem „nicht-verständigen“ Anleger, eine gewisse Qualifikation aufweisen muss. Demnach muss aus der Sicht eines „verständigen Anlegers“ eine gewisse Breite an Fachwissen zugrunde gelegt werden. Mithilfe dieses Wissens können dann Entscheidungen nach klaren und bestimmten Vorgehensweisen getroffen werden.<sup>101</sup>

Ferner ergibt sich aus dem Begriff, dass es nicht auf die subjektiv individuelle Sicht des handelnden Insiders oder Richters im konkreten Fall ankommt.<sup>102</sup> Der „verständige Anleger“ ist ein unbestimmter Rechtsbegriff und wird nicht durch Beweiserhebung ermittelt und beruht somit auf einem objektiven Konzept.<sup>103</sup> Was dieses Konzept jedoch genau umfasst, wird unterschiedlich bewertet. Im Hinblick auf die mögliche Ad-hoc-Publizitätspflicht und aufgrund des Normzweckes muss der Begriff so weit sein, dass alle Möglichkeiten des Insiderhandelns verhindert werden. Der Begriff darf jedoch auch nicht so weit ausgelegt werden, dass ein „Information Overload“ zulasten des Marktes entstehe. Zudem muss im Hinblick auf die drohenden Sanktionen darauf geachtet werden, dass das Merkmal subsumtionsfähig und somit im Einklang mit dem Bestimmtheitsgebot ist.<sup>104</sup>

Konkret sind drei Kernfragen zu klären, um den Begriff ausreichend zu füllen:

- Wie professionell handelt der Anleger und welche Erfahrungen hat dieser am Kapitalmarkt?
- Inwiefern stützt der Anleger seine (De-)Investitionen auf rationale oder spekulative Erwägungen?
- Gibt es persönliche Präferenzen, wie eine Entscheidung getroffen wird und falls ja, wie wird dies berücksichtigt?<sup>105</sup>

### a) Verständiger Anleger als Individuum

Bei Betrachtung des verständigen Anlegers als Individuum, liegen dem Begriff die realen Marktteilnehmer zu Grunde. Aus den tatsächlich handelnden Anlegern wird ein Durchschnittsanleger bestimmt, der die breite Masse repräsentiert. Seine Eigenschaften sind dann maßgeblich. Dabei

<sup>99</sup> Langenbucher/Klöhn, § 6 Rn. 98; näher zum Lamfalussy-Verfahren Bankrechts-HdB/Kolassa, § 121 Rn. 45 ff.

<sup>100</sup> EN: „reasonable investor“; ES: „inversor razonable“; FR: „investisseur raisonnable“.

<sup>101</sup> Kumpan/Misterek, ZHR 2020, 180, 188.

<sup>102</sup> BGH NJW 2012, 1800, 1804 Rn. 42; Kumpan/Misterek, ZHR 2020, 180, 188; Poelzig, KapMarktR, Rn. 404.

<sup>103</sup> Langenbucher/Klöhn, § 6 Rn. 99; Kumpan/Misterek, ZHR 2020, 180, 188; vgl. ErwG 14 MAR.

<sup>104</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 267; vgl. ErwG 4 u. 23 MAR.

<sup>105</sup> Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 114a; ergänzend Kumpan/Misterek, ZHR 2020, 180, 189, die auch noch nach der Informationsrecherche und -auswertung fragen; ähnlich Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 268–270a, der jedoch statt der persönlichen Referenz nach dem Fundamentalwertbezug der Entscheidung fragt.

sollte der Durchschnitt aus einer Referenzgruppe mit einer gewissen fachlichen Qualifikation gebildet werden.<sup>106</sup> Nach der BaFin sei ein „verständiger Anleger“ börsenkundig, hätte Kenntnis von allen verfügbaren Informationen und würde alle Erfahrungswerte berücksichtigen, wobei kein besonderes Fachwissen vorausgesetzt wird.<sup>107</sup> Teilweise wird vertreten, dass er dabei selbst irrationale Marktreaktionen berücksichtigen würde.<sup>108</sup> Darüber hinaus würde er streng wirtschaftlich handeln, wobei jede Chance des Profits genutzt werden würde. Jede Entscheidung muss in Anbetracht aller Gesamtumstände des Einzelfalls getroffen werden, wobei alle Erfahrungswerte zu berücksichtigen seien. Eine spezielle Investitionsstrategie gebe es nicht.<sup>109</sup>

### b) Verständiger Anleger als Kollektiv

Bei kollektiver Betrachtung soll der „verständige Anleger“ den gesamten Markt widerspiegeln. Die Professionalität und Rationalität sollen nicht an einer Person gemessen werden, die eine bestimmte Referenzgruppe abbildet. Es muss stattdessen danach gefragt werden, wie der Kurs des Marktes auf eine Information hypothetisch reagieren würde. Somit sind solche Informationen relevant, die genügend Anleger für so wichtig erachten und aus diesem Grund (de-)investieren, sodass sich der Kurs verändert.<sup>110</sup> Bei dieser Betrachtungsweise wird jedoch unterschiedlich beurteilt, ob das idealisierte Marktgeschehen der Anknüpfungspunkt sein soll<sup>111</sup> oder ob auch irrationale Marktreaktionen berücksichtigt<sup>112</sup> werden müssen. Ein idealisiertes Marktgeschehen würde die Möglichkeit eröffnen, dass die Entscheidungen eines „verständigen Anlegers“ mithilfe von empirischen Kapitalmarkttheorien und Verhaltensökonomie ermittelt werden könnten. Bei der Bewertung der Kursrelevanz würden somit hauptsächlich typische Reaktionen des Kapitalmarktes und der Anleger berücksichtigt.

Das Berücksichtigen von irrationalen Reaktionen des Marktes würde hingegen dazu führen, dass die Entscheidung des Anlegers eher der Realität entspreche.<sup>113</sup>

### c) Stellungnahme

Der Wortlaut der MAR spricht dafür, dass der „verständige Anleger“ ein Abbild einer individuellen Person sei. So kann nur eine reale Person „verständlich“ sein. Sie muss Informationen auf der Grundlage von Fachwissen verstehen, verarbeiten und Entscheidungen treffen. Zudem kann auch nur eine reale Person Kapital am Markt anlegen und somit „Anleger“ sein. Der Gesetzgeber hätte stattdessen auch einen abstrakteren Begriff wie „Marktreaktion“ wählen können.<sup>114</sup> Würde man dieser Betrachtungsweise folgen, verbliebe jedoch das Problem der Bestimmung der Referenzgruppe. Die Professionalität der Marktteilnehmer ist breit gestreut. Der Aussagegehalt eines Durchschnittswerts, der Spezialisten sowie unqualifizierte Privatanleger umfasst, ist schwach. Je qualifizierter ein Anleger ist und komplizierter ein Sachverhalt, desto eher weicht sein Status vom Durchschnitt ab. Er könnte dann das Informationsungleichgewicht ausnutzen. Gerade bei gestreckten Sachverhalten, in denen es mehrere Zwischenschritte gibt, ist die Bestimmung der Kursrelevanz kompliziert. Dies ermöglicht dem besonders qualifizierten Anleger in diesen Fällen, das Informationsungleichgewicht auszunutzen. So eine Lücke kann der Gesetzgeber nicht gewollt haben.<sup>115</sup> Diese Problematik scheint so gelöst zu werden, dass die Referenzgruppe aus marktspezifisch börsenkundigen Anlegern gebildet wird.<sup>116</sup> Dem ist jedoch entgegenzuhalten, dass dennoch Spezialisten in schwer zu durchdringenden Sachverhalten immer noch profitieren würden.<sup>117</sup> Diese Sondervorteile sollen nach dem Konzept der MAR gerade verhindert werden.<sup>118</sup> Zudem ist zu kritisieren, dass es keinen real existierenden Anleger gibt, der ein allumfassendes Wissen besitzt.<sup>119</sup> Es ist auch fraglich, mit welcher Methode

<sup>106</sup> Zu einer fallorientierten und ereignisabhängigen Referenzgruppe BeckOK WpHR/Nietsch, Art. 7 MAR Rn. 133 f. u. KapitalmarktstrafR-HdB/Schröder, Kap. 2 Rn. 133.

<sup>107</sup> BaFin, Modul C, S. 11 f.

<sup>108</sup> ASM/Assmann, Art. 7 MAR Rn. 84; so früher auch BaFin, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs), III.5.b. (S. 8), der Hinweis für die Beachtung von irrationalen Reaktionen wurde im neuen Emittentenleitfaden der BaFin entfernt.

<sup>109</sup> Darstellend Kumpan/Misterek, ZHR 2020, 180, 192.

<sup>110</sup> Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 115a; Kumpan/Misterek, ZHR 2020, 180, 193.

<sup>111</sup> Zu diesem Ansatz ausführlich Langebucher, AG 2016, 417, 419 f.; zur Berechnung des Erwartungswerts in diesem Kontext Hellgardt, AG 2024, 57, 61 f.

<sup>112</sup> So der BGH NJW 2012, 1800, 1804 Rn. 44, wobei dieser Entscheidung dennoch eine fundamentalwertorientierte Herangehensweise zu Grunde liegt; dazu Merkner/Sustmann/Retsch, AG 2019, 621, 623 f.

<sup>113</sup> Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 115a; SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 134.

<sup>114</sup> KapitalmarktstrafR-HdB/Schröder, Kap. 2 Rn.131; SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 136.

<sup>115</sup> SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 136 f.

<sup>116</sup> BeckOK WpHR/Nietsch, Art. 7 MAR Rn. 133 f.; KapitalmarktstrafR-HdB/Schröder, Kap. 2 Rn. 133.

<sup>117</sup> Kumpan/Misterek, ZHR 2020, 180, 204.

<sup>118</sup> Vgl. ErwG 23 MAR.

<sup>119</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 277.

der Durchschnitt einer Referenzgruppe bestimmt werden soll. So käme bspw. eine Umfrage in Betracht. Wie praktikabel und aussagekräftig so etwas sein soll ist jedoch fragwürdig. Insbesondere ist nicht klar, welche äußeren Einflüsse in beachtet werden müssten. Problematisch wären Fälle, in denen sich ein unqualifizierter Anleger von einem Dritten fachlich beraten lassen würde. Hinzu käme die Möglichkeit der Nutzung von neuen Technologien wie der künstlichen Intelligenz. Auch die Bestimmung in welchem zeitlichen Abstand so ein Durchschnitt berechnet werden würde wäre fraglich.<sup>120</sup> So eine Methode würde im Ergebnis faktisch auf ein Problem der Beweiserhebung hinauslaufen.

Die Bestimmung des „verständigen Anlegers“ als normatives Konstrukt wäre praktikabler. Auch der Sinn und Zweck der MAR spricht für einen kollektiven Ansatz. Mithilfe des „verständigen Anlegers“ soll lediglich beurteilt werden, ob eine Information zu einer Kursänderung führt. Dies ist nur dann der Fall, wenn genügend Anleger darauf reagieren. Folglich muss davon ausgegangen werden, dass der „verständige Anleger“ den Markt abbilden soll und nicht eine typisierte Person.<sup>121</sup> Aus den ErwG 14 u. 15 MAR ergebe sich, dass aufgrund aller bekannten öffentlichen Informationen eine rationale Entscheidung getroffen wird. Diese Entscheidung stellt den Erwartungswert und somit die prognostische Preisveränderung dar.<sup>122</sup>

In Anbetracht der drohenden Sanktionen im Hinblick auf das strafrechtliche Bestimmtheitsgebot ergibt sich zudem, dass keine Rechtsunsicherheit bestehen darf.<sup>123</sup> Es können zwar nie hundertprozentig richtige Prognosen erstellt werden, jedoch ist es möglich, Prognosen auf Tatsachen zu stützen und zu versuchen, dass sie so genau wie möglich sind. Die „sicherste“ Prognose ist mithin die, die aufgrund rationaler Erwägungen getroffen wird. Die Beachtung von irrationalen Erwartungen würde hingegen der Logik zuwiderlaufen und eine reine Spekulation ohne sachliche Rechtfertigung darstellen. Zudem bestünde die Gefahr, dass Emittenten irrelevante Informationen ad-hoc-publizieren müssten, wenn irrational handelnde Anleger hinreichend darauf reagieren würden.<sup>124</sup>

Auch der Wortlaut „wahrscheinlich“ spreche nicht dafür, dass eine irrationale Reaktion berücksichtigt werden müsste, da Prognosen nie völlig sicher sind.<sup>125</sup> Somit passt der Wortlaut auch, wenn die Marktreaktion mithilfe des Fundamentalwerts des Finanzinstruments vermeintlich sicher errechnet werden würde. Im Ergebnis wird nur auf eine möglichst hohe Wahrscheinlichkeit abgezielt.

Zudem würde eine Beachtung von irrationalen Reaktionen ein Problem im Hinblick auf die gestreckten Sachverhalte darstellen. Zwischenschritte zum Anfang eines langwierigen Prozesses könnten als Anknüpfungspunkt für unsichere und spekulative Prognosen von Anlegern dienen. Gerade im Hinblick auf das Endergebnis könnte so ein Zwischenschritt überinterpretiert werden und eine irrationale Entscheidung provozieren.

Im Ergebnis spricht mehr dafür nur rationale Reaktionen zu berücksichtigen und den „verständigen Anleger“ als Abstraktion des Kapitalmarktes zu verstehen.<sup>126</sup>

## 2. Feststellung der Eignung bei Zwischenschritten

Ein „verständiger Anleger“ bewertet die Eignung einer Information zur Preisbeeinflussung im Rahmen einer Prognose zum Zeitpunkt eines möglichen Insiderhandelns. Dabei sind alle zu diesem Zeitpunkt öffentlichen und relevanten Umstände ex ante zu berücksichtigen.<sup>127</sup> Mit diesem Wissen wird dann rational bewertet, ob die Informationen fundamentalwertrelevant sind.

Da es lediglich auf die Eignung zu einer möglichen Kursänderung ankommt, muss der verständige Anleger aus der Information auch nicht folgern können, ob der Kurs steigt oder fällt. Es reicht mithin die Annahme, dass sich der Kurs überhaupt verändert.<sup>128</sup> Eine tatsächliche Veränderung kann jedoch die Eignung zur Preisbeeinflussung indizieren.<sup>129</sup>

## 3. Erheblichkeit

Eine Information ist nur dann für den Markt schädlich, wenn sie einen ausreichenden Anreiz für den Anleger liefert, dass er am Markt (de-)investieren wird. Dieser Anreiz ist nur dann gegeben, wenn die erwarteten Transaktions-

<sup>120</sup> So auch im Ergebnis Augstein, S. 148.

<sup>121</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 276.

<sup>122</sup> So Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 274, der dies als halbstrenge Variante der Markteffizienzhypothese klassifiziert.

<sup>123</sup> Vgl. auch ErwG 4 u. 18 MAR.

<sup>124</sup> Misterek, ZIP 2023, 400, 401 f.

<sup>125</sup> A.A. SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn.139, die im Ergebnis dennoch die Berücksichtigung irrationaler Entscheidungen ablehnen.

<sup>126</sup> So im Ergebnis auch Kapitalmarktinf-HdB/Brellocks, § 1 Rn. 82; Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 271 ff.; Kumpan/Misterek, ZHR 2020, 180, 212 f.; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 114 ff.; SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 136 ff.

<sup>127</sup> KapAnlR-HdB/Buck-Heeb, § 8 Rn. 118 f.; vgl. ErwG 14 MAR.

<sup>128</sup> EuGH, Urteil v. 11.03.2015 – C-628/13 – „Lafonta“.

<sup>129</sup> BaFin, Modul C, S. 12; KapAnlR-HdB/Buck-Heeb, § 8 Rn. 120; VGR/Kumpan, S. 114 Rn. 10.

und Opportunitätskosten von dem potentiellen Gewinn gedeckt werden, wobei auch vermiedene Verluste umfasst sind. Es sollen Bagatellfälle ausgefiltert werden, damit keine Informationen ad-hoc-Publizitätspflicht werden, von denen keine Gefahr für den Kapitalmarkt ausgeht.<sup>130</sup>

Dies ist auch richtig, da Informationen, die nur zu sehr geringen Kursveränderungen führen, einen Informationsüberfluss auslösen würden, der den Kapitalmarkt schädigt.<sup>131</sup>

#### 4. Beurteilung gestreckter Sachverhalte

Bei der Beurteilung gestreckter Sachverhalte hat das Merkmal der Kursrelevanz eine hohe Bedeutung. Da einem Ergebnis in einem mehrstufigen Vorgang viele Zwischenschritte in einem sehr frühen Stadium vorgelagert sein können, besteht die Gefahr, dass zu viele Informationen zu früh ad-hoc-publizitätspflichtig wären. Das könnte zu einer Ausuferung der Regelung führen.<sup>132</sup> Dabei sind bereits eingetretene sowie präzise zukünftige Zwischenschritte eigenständige Prüfungsobjekte.<sup>133</sup>

##### a) Eigenständige Zwischenschritte (Typ 1)

Ein Zwischenschritt hat dann eine eigenständige Kursrelevanz, wenn ein „verständiger Anleger“ die Information unabhängig vom Endergebnis als Teil seiner Anlageentscheidung heranziehen würde. Kommt ein „verständiger Anleger“ zu dem Ergebnis, dass der Zwischenschritt für sich betrachtet fundamentalwertrelevant ist, ist die Kurserheblichkeit zu bejahen. Einem verständigen Anleger kommt es dann nicht auf das Endergebnis an.<sup>134</sup> Somit kann auch dahinstehen, ob das Endergebnis unwahrscheinlich oder kursunerheblich ist.

Dies widerspricht auch nicht dem ErwG 16 S. 2 MAR, der eine realistische Wahrscheinlichkeit voraussetzt. Wenn der Zwischenschritt ohne Beachtung des Endergebnisses eine präzise Information darstellt und kurserheblich ist, würde in diesem Fall eine Verknüpfung mit dem Endergebnis der Regelung in Art. 7 Abs. 3 MAR widersprechen. Der Zwischenschritt erfüllt für sich genommen die Vorausset-

zung der Insiderinformation. In diesem Fall kann das später folgende Endergebnis keine Auswirkungen haben.<sup>135</sup>

Bei dieser Zwischenschrittart ist jedoch festzustellen, dass sie selten auftritt und nicht die Regel in der Praxis darstellt. Dennoch ist diese Konstellation möglich, sodass sie in jedem Einzelfall geprüft werden muss.<sup>136</sup>

##### b) Zwischenschritte mit abgeleiteter Insiderrelevanz (Typ 2)

Bei Zwischenschritten des Typ 2 stellt sich hingegen die Frage, welche Wechselwirkung zwischen dem Zwischenschritt und dem Endergebnis besteht.

##### aa) Sperrwirkung auf Kursrelevanzebene

In der Literatur wird teilweise vertreten, dass Zwischenschritte des Typ 2 nur dann Insiderinformationen sein können, wenn der Eintritt des Endergebnisses überwiegend wahrscheinlich ist. Dies wird mit der Rechtssicherheit begründet. Generell dürften Informationen der Kursrelevanz nur dann beachtet werden, wenn sie hinreichend präzise wären.<sup>137</sup> Dies wird „Sperrwirkung auf Kursrelevanzebene“ genannt.<sup>138</sup>

##### bb) Kritik/Stellungnahme

Der Art. 7 Abs. 2 S. 2 MAR stellt eindeutig fest, dass es keine Sperrwirkung auf Konkurrenzebene gibt.<sup>139</sup> Durch eine Anerkennung der Sperrwirkung auf Kursrelevanzebene würde jedoch genau dies faktisch eingeführt werden. Diese wäre nicht mit der MAR vereinbar.<sup>140</sup>

Ferner würde dies zu unvertretbaren Ergebnissen führen, wenn mehrere verschiedene unpräzise Endergebnisse möglich wären und klar ist, dass ein Ergebnis eintreten wird, jedoch unklar ist welches. Je mehr mögliche Szenarien in Betracht kommen, desto weniger wahrscheinlich ist es, dass eines davon präzise ist.<sup>141</sup> Da jedes Ergebnis dann für sich unwahrscheinlich und somit unpräzise wäre, müsste die Sperrwirkung auf Kursrelevanzebene eingreifen. Würden jedoch mehr als die Hälfte der möglichen unpräzisen Endergebnisse zu einer Kursänderung

<sup>130</sup> BaFin, Modul C, S. 12; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 118; SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 120.

<sup>131</sup> Buck-Heeb, KapMarktR, Rn. 403.

<sup>132</sup> Augstein, S. 177.

<sup>133</sup> Vgl. dazu C.I.1.

<sup>134</sup> A.A. Fett, FS 25 Jahre WpHG, 1089, 1096 f., der davon ausgeht, dass ein Anleger stets an die Bedeutung des Endergebnisses anknüpfe und Zwischenschritte lediglich ein Indiz für die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endergebnisses seien.

<sup>135</sup> Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 117i.

<sup>136</sup> SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 164; zustimmend und mit Beispielen Kallmeier, S. 100.

<sup>137</sup> Bachmann, DB 2012, 2206, 2209; Kallmeier, S. 113-120; Koch/Widder, BB 2012, 2837, 2840; Mülbart/Früh/Seyfried/Meyer, Rn. 12.199.; Vetter/Engel/Lauterbach, AG 2019, 160, 166 f.

<sup>138</sup> Zum Begriff Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 104.

<sup>139</sup> Vgl. C.I.3.

<sup>140</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 108.

<sup>141</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 108; Schwarzfischer, ZBB 2022, 12, 18.



führen, würde ein „verständiger Anleger“ handeln.<sup>142</sup> Zudem bestünde die Gefahr des Missbrauchs der Sperrwirkung. Emittenten könnten viele unwahrscheinliche, indes mögliche Endergebnisse künstlich erzeugen, um somit Geschehnisse als Zwischenschritte in einem mehrstufigen Sachverhalt einzuordnen.<sup>143</sup>

Ein Widerspruch zu Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR ist auch nicht anzunehmen, da die Präzision ein eigenes Tatbestandsmerkmal darstellt und sich auf den Zwischenschritt selbst bezieht. Die Voraussetzung der Präzision bezieht sich nicht auf die Kursrelevanz.<sup>144</sup>

Eine Sperrwirkung auf Kursrelevanzebene ist folglich abzulehnen.<sup>145</sup>

### cc) Probability-Magnitude-Formel

Laut dem EuGH muss ein „verständiger Anleger“ bei der Entscheidung, ob eine Information kurserheblich ist, „nicht nur die ‚möglichen Auswirkungen‘ eines Ereignisses auf den Emittenten in Betracht ziehen, sondern auch den Grad der Wahrscheinlichkeit des Eintritts dieses Ereignisses“.<sup>146</sup> Fraglich erscheint, ob diese Aussage so zu verstehen ist, dass bei den Zwischenschritten des Typ 2 die Probability-Magnitude-Formel angewendet werden kann. Mit der Formel soll der Erwartungswert berechnet werden, wenn die Beurteilung einer präzisen Information von der kursrelevanten Auswirkung in der Zukunft abhängt. Dabei wird das mögliche Ausmaß der Kursveränderung (magnitude) mit der Eintrittswahrscheinlichkeit multipliziert und auf die Gegenwart abgezinst. Je größer das mögliche Ausmaß auf den Kurs ist, desto geringer muss die Anforderung an die Eintrittswahrscheinlichkeit sein und je niedriger die Eintrittswahrscheinlichkeit ist, desto höher muss die Auswirkung sein.<sup>147</sup> Durch diese Herangehensweise könnte ein Zwischenschritt des Typ 2 kursrelevant sein, obwohl das Endergebnis nicht hinreichend wahrscheinlich ist.

### (1) Ablehnung der Probability-Magnitude-Formel

Zum Teil wird das Urteil als Ablehnung gegenüber der Probability-Magnitude-Formel verstanden. Es wird ar-

gumentiert, dass der EuGH an einer anderen Stelle ausführte, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit nicht von dem Ausmaß der Kursveränderung abhänge.<sup>148</sup> Wenn der EuGH ausführt, dass ein „verständiger Anleger“ sowohl das Ausmaß als auch die Wahrscheinlichkeit in Betracht ziehen würde, sei damit lediglich gemeint, dass diese Faktoren in der Anlagenentscheidung berücksichtigt werden würden. Damit sei indes nicht gemeint, dass diese Wahrscheinlichkeit in einer Wechselwirkung mit dem Ausmaß stehe. Der EuGH führte einen Satz zuvor an, dass vernünftigerweise nicht davon ausgegangen werden kann, dass ein Ergebnis eintrete, nur weil es spürbaren Einfluss hätte.<sup>149</sup> Diese Unabhängigkeit beider Faktoren würde sich nicht nur bei der Bestimmung der präzisen Information, sondern entsprechend auch bei der Kurserheblichkeit widerspiegeln.<sup>150</sup> Zudem sei die Formel praxisfern, da sich Wahrscheinlichkeiten und Auswirkungsmöglichkeiten schwer auf genaue Zahlen oder anderen Faktoren reduzieren lassen.<sup>151</sup>

### (2) Annahme der Probability-Magnitude-Formel

Die entgegengesetzte Auslegung des Urteils ergibt, dass die Probability-Magnitude-Formel anerkannt wurde. Dies würde sich jedoch nicht ausdrücklich ergeben. In der Passage des EuGH, in der erklärt wird, dass ein „verständiger Anleger“ die möglichen Auswirkungen sowie die Wahrscheinlichkeit des Eintritts beachten würde, hätte deutlicher stehen müssen, dass sich die Wahrscheinlichkeitskomponente auf die Auswirkungen des Eintritts bezieht. Die Anerkennung der Probability-Magnitude-Formel sei dadurch nur indiziert.<sup>152</sup> Die Formel zielt darauf ab einen Erwartungswert bei den Fällen zu ermitteln, bei denen die Kursrelevanz von Informationen von der zukünftigen Auswirkung abhängt. Und da auch davon auszugehen ist, dass ein „verständiger Anleger“ immer die Eintrittswahrscheinlichkeit prüfen wird, beschreibt die Probability-Magnitude-Formel genau das Verhalten eines verständigen Anlegers. Je höher das Ausmaß, desto eher ist auch anzunehmen, dass ein Anleger handeln wird. Dass ein Anleger bei einer Information mit enorm großem Einfluss gar nicht

<sup>142</sup> Mit einem konkreten Beispiel *Klöhn/Klöhn*, Art. 7 Rn. 109; vgl. auch *SZ/Kumpan/Misterek*, Art. 7 MAR Rn. 188.

<sup>143</sup> *Klöhn*, ZIP 2012, 1885, 1891.

<sup>144</sup> *Klöhn/Klöhn*, Art. 7 Rn. 110.

<sup>145</sup> So im Ergebnis auch *Klöhn/Klöhn*, Art. 7 Rn. 108; *SZ/Kumpan/Misterek*, Art. 7 MAR Rn. 165; *Schwarzfischer*, ZBB 2022, 12, 18; *Steinrück*, S. 45 f.

<sup>146</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 - C-19/11- „Geltl/Daimler“ Rn.55; BGH NJW 2013, 2114, 2117 Rn. 25.

<sup>147</sup> *Meyer/Veil/Rönnau/Krause*, § 6 Rn. 110; *Klöhn/Klöhn*, Art. 7 Rn. 198; *Steinrück*, S. 51.

<sup>148</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 - C-19/11- „Geltl/Daimler“ Rn. 50.

<sup>149</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 - C-19/11- „Geltl/Daimler“ Rn. 54.

<sup>150</sup> *ASM/Assmann*, Art. 7 MAR Rn. 45 f.; *Meyer/Veil/Rönnau/Krause*, § 6 Rn. 112.

<sup>151</sup> *Meyer/Veil/Rönnau/Krause*, § 6 Rn. 112a, der die Formel jedoch als Ausgangspunkt für die Bestimmung von Unsicherheitsfaktoren im Einzelfall als hilfreich ansieht.

<sup>152</sup> *Krötz*, S. 66; *Vaupel/Oppenauer*, AG 2019, 502, 506; anders hingegen *Klöhn/Klöhn*, Art. 7 Rn. 217 u. *Steinrück*, S. 51, die dies als ausdrückliche Anerkennung verstehen.

handeln würde, nur weil sie unpräzise ist, ist nicht anzunehmen und sei eine irrationale Reaktion.<sup>153</sup>

Bzgl. der Aussagen des EuGH ist zudem festzustellen, dass sie allein im Rahmen von zwei Vorlagefragen getroffen worden sind, die sich lediglich auf das Merkmal der „präzisen Information“ bezogen. Folglich dürften die Aussagen nicht auf die Kurserheblichkeit übertragen werden, da die Merkmale zu unterscheiden sind.<sup>154</sup> Zudem blieben die Tatbestandsmerkmale weiterhin getrennt, da im Ergebnis nur von der Kurserheblichkeit des Endergebnisses auf die Kurserheblichkeit des Zwischenschritts geschlossen würde.<sup>155</sup>

### (3) Stellungnahme

#### (a) Auslegung der Urteile

Klar ist, dass weder der EuGH, BGH noch die MAR ausdrücklich bestimmen, dass die Probability-Magnitude-Formel anzuwenden sei. Jedoch ist auch klar, dass diese Herangehensweise im Merkmal der Kurserheblichkeit nicht ausdrücklich abgelehnt wurde. Der EuGH umschreibt lediglich vorsichtig die grundsätzliche Annahme der Formel, welche Faktoren für eine Erwartungswert zu berücksichtigen sind. Inwiefern diese Faktoren voneinander abhängig sind wird indes nicht beantwortet, obwohl dies die Schlüsselfrage der Formel ist. Ferner zitiert der BGH in seinem Urteil zwei Aufsätze<sup>156</sup>, die die Probability-Magnitude-Formel ausdrücklich annehmen, wenn er die Beachtung von der Eintrittswahrscheinlichkeit darlegt.<sup>157</sup> Der BGH muss sich demnach mit dem Thema der Probability-Magnitude-Formel auseinandergesetzt haben und hat dennoch an dieser Stelle nicht die Abhängigkeit oder die Multiplikation der Faktoren angesprochen. Zunächst könnte man dies damit begründen, dass es in der Sache Geltl/Daimler gar nicht um das Tatbestandsmerkmal der Kurserheblichkeit, sondern um die präzise Information ging. Jedoch hat der BGH sowie auch der EuGH den Fall als Anlass gesehen, trotzdem darzulegen, dass ein „verständiger Anleger“ auch die Eintrittswahrscheinlichkeit beachtet.<sup>158</sup>

Folglich kann aus den Ausführungen nur gefolgert werden, dass die Probability-Magnitude-Formel weder in seiner Gänze Anwendung finden, noch vollständig ausgeblendet werden soll.

#### (b) Praktische Anwendbarkeit

Eine strenge Anwendung der Theorie ist zudem in der Praxis auch nicht praktikabel, da zu viele Unsicherheitsfaktoren berücksichtigt werden müssten, die noch in der Formel als Faktoren ergänzt werden müssten. So kommt es einem verständigen Anleger nicht nur auf die Auswirkung und Eintrittswahrscheinlichkeit an. Er würde bspw. auch die Verlässlichkeit der Informationsquelle berücksichtigen. Theoretisch könnte fast jeder Umstand in die Formel eingepflegt werden, um sie zu ergänzen.<sup>159</sup> Wie jedoch die Emittenten oder Gerichte in der Lage sein sollten, die Anlageentscheidung eines verständigen Anlegers in Zahlen anzugeben, in denen jeder Unsicherheitsfaktor berücksichtigt werden soll, ist fraglich. Bei fortlaufender Ergänzung der Formel im Einzelfall würde wohl das abstrakt beste Ergebnis herauskommen, jedoch hilft dies nicht weiter, wenn die Formel nicht praktisch anwendbar ist.<sup>160</sup> Für das Merkmal der Kurserheblichkeit soll auch nur bestimmt werden, ob eine Kursveränderung zu erwarten ist oder nicht. Einen exakten Erwartungswert benötigt man dafür nicht. Der Erwartungswert stellt letztendlich nur die Entscheidung des verständigen Anlegers dar, der alle Umstände des Einzelfalls berücksichtigt. Diese Abwägung in Zahlen zu übersetzen und in eine Formel einzufügen ist nicht erforderlich.

#### (c) Gefahr des reinen „Magnitude-Test“

Ferner besteht bei einer strengen Anwendung der Probability-Magnitude-Formel die Gefahr, dass eine Eintrittswahrscheinlichkeit, die gegen Null tendiert von einem besonders hohen Ausmaß auf den Kurs ausgeglichen werden könnte. Das liefe auf einen reinen „Magnitude-Test“ hinaus. Im Ergebnis könnte somit eine Information kurserheblich sein, obwohl nur eine theoretische Eintrittsmöglichkeit bestünde. Ein „verständiger Anleger“ würde jedoch nicht handeln, wenn die Eintrittswahrscheinlichkeit gegen Null tendiert.<sup>161</sup>

Eine strenge Anwendung der Probability-Magnitude-Formel ist somit abzulehnen.

#### (d) Berücksichtigung des Einzelfalls

Die Urteile sind demnach nicht weiter zu verstehen, als

<sup>153</sup> Klöhn, ZIP 2012, 1885, 1887.

<sup>154</sup> Hellgardt, AG 2024, 57, 60 Rn. 14; Vaupel/Oppenauer, AG 2019, 502, 506 f.

<sup>155</sup> Poelzig, KapMarktR, Rn. 407.

<sup>156</sup> BGH NJW 2013, 2114, 2117 Rn. 25 verweisend auf Schall ZIP 2012, 1286, 1288 u. Klöhn ZIP 2012, 1885, 1891.

<sup>157</sup> Wilsing/Goslar, DStR 2013, 1610, 1611; vgl. auch SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 155.

<sup>158</sup> EuGH, Urteil v. 28.06.2012 -C-19/11- „Geltl/Daimler“ Rn. 55; BGH NJW 2013, 2114, 2117 Rn. 25.

<sup>159</sup> Vgl. SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 157.

<sup>160</sup> Vgl. SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 160; zur Praktikabilität der Formel Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 112a.

<sup>161</sup> VGR/Kumpan, S. 124 Rn. 38.

der Wortlaut hergibt. Der „verständige Anleger“ wird bei seiner Anlageentscheidung neben dem „magnitude“ auch die „probability“ berücksichtigen. Dies entspricht einer Berücksichtigung der Gesamtumstände im Sinne des ErwG 14 MAR.<sup>162</sup> Eine starre Wechselwirkung gibt es dabei nicht. Die Wechselwirkung ist von den Umständen im Einzelfall abhängig.

#### (e) Mindestwahrscheinlichkeit

Ferner ist eine Mindesteintrittswahrscheinlichkeit des Endergebnisses im Sinne von „50% plus x“ nicht zu fordern. Dafür spricht zunächst, dass wenn das Endergebnis schon hinreichend wahrscheinlich ist und der Zwischenschritt die Insiderrelevanz nur ableitet, ein „verständiger Anleger“ nur die Information des Endergebnisses für seine Anlageentscheidung nutzen wird. Auf den Zwischenschritt kommt es dann nicht mehr an.<sup>163</sup> Der Zwischenschritt hat dann nur eine Indizwirkung für die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endergebnisses.<sup>164</sup>

Im Einzelnen ist es auch möglich, dass eine Information so bedeutend ist, dass der Eintritt des Endergebnisses nicht überwiegend wahrscheinlich und die Information dennoch zur Kursbeeinflussung geeignet ist. Dabei kann eine Mindestwahrscheinlichkeit nicht genau angegeben werden, da eine präzise Prozentzahl nur eine Scheingenauigkeit suggeriere, da sie praktisch nicht feststellbar ist.<sup>165</sup> Zudem bewertet ein „verständiger Anleger“ die Erwartung stets rational und berücksichtigt somit keine starre Mindestwahrscheinlichkeit.<sup>166</sup> Ohne eine Mindestwahrscheinlichkeit besteht auch nicht das Problem, wie mit mehreren Auswirkungsmöglichkeiten umzugehen wäre, bei den jede Variante für sich nicht hinreichend wahrscheinlich ist.<sup>167</sup>

Jedoch ist zu beachten, dass der Eintritt nicht sehr unwahrscheinlich sein darf, da in so solchen Fällen nicht davon ausgegangen werden kann, dass ein „verständiger Anleger“ handeln würde. So ein Handeln ist als irrational zu qualifizieren.<sup>168</sup> Somit kann ein Zwischenschritt des Typ 2 im Ergebnis kurserheblich sein, wenn das Endergebnis unpräzise, jedoch erheblich genug ist.

#### c) Zwischenergebnis

Bei der Beurteilung gestreckter Sachverhalte ist nach dem Typ des Zwischenschritts zu unterscheiden. Es lassen sich mithin drei Kernaussagen treffen.

Zwischenschritte des Typ 1 können völlig losgelöst vom Endergebnis kurserheblich sein. Das Endergebnis löst keine Sperrwirkung aus. Diese Zwischenschritte stellen jedoch nicht die Regel dar.

Ein „verständiger Anleger“ berücksichtigt bei einer rationalen Entscheidung sowohl die Eintrittswahrscheinlichkeit als auch die Auswirkungsmöglichkeit. Die Wechselwirkung hängt aus der Sicht des Anlegers vom Einzelfall ab. Eine starre Anwendung der Probability-Magnitude-Formel findet nicht statt. Die Kernidee der Probability-Magnitude-Formel ist jedoch ein guter Anknüpfungspunkt für die Bestimmung der Kurserheblichkeit.<sup>169</sup>

Eine Mindestwahrscheinlichkeit besteht nicht im Sinne einer Prozentzahl. Bei einer rationalen Entscheidung würde jedoch nicht gehandelt werden, falls der Eintritt sehr unwahrscheinlich ist.

#### 5. Im Falle ihrer öffentlichen Bekanntheit

Nach Art. 7 Abs. 4 UAbs. 1 MAR muss die Eignung einer Information zur Kursbeeinflussung dann vorliegen, „wenn sie öffentlich bekannt würde“. Dieses Merkmal ist so zu verstehen, dass die öffentliche Bekanntheit fiktiv zu unterstellen ist, um dann die mögliche Kursauswirkung bewerten zu können. Dabei ist nicht zu berücksichtigen, ob eine hinreichende Aufdeckungswahrscheinlichkeit besteht, die in gestreckten Compliance Fällen relevant sein könnte.<sup>170</sup>

#### D. Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR

Nach Art. 17 Abs. 4 MAR besteht für Emittenten die Möglichkeit, die Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht aufzuschieben. Bei mehrstufigen Vorgängen kann ein Zwischenschritt schon sehr früh veröffentlichungspflichtig sein, sodass vor allem in diesen Fällen ein Aufschub relevant sein kann. Klarstellend bestimmt dabei Art. 17 Abs. 4 UAbs. 2 MAR, dass auch die Veröffentlichung von Zwischenschritten

<sup>162</sup> Kapitalmarktinf-HdB/Brellochs, § 1 Rn. 64.

<sup>163</sup> Kraack, AG 2022, 267, 268 Rn. 10.

<sup>164</sup> Vgl. Fett, FS 25 Jahre WpHG, 1089, 1096 f., der dies jedoch für alle Zwischenschritte des Typ 2 annimmt.

<sup>165</sup> Kapitalmarktinf-HdB/Brellochs, § 1 Rn. 64; zur Kritik von abstrakten Prozentzahlen auf Präzisionsebene Mengozzi, Schlussantrag zu C-19/11 v. 21.03.2012 = BeckRS 2012, 80624 Rn. 81 f.

<sup>166</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 7 Rn. 230.

<sup>167</sup> SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 188.

<sup>168</sup> Kapitalmarktinf-HdB/Brellochs, § 1 Rn. 65, der jedoch davon ausgeht, dass ein verständiger Anleger in der Regel erst dann handelt, wenn das Endergebnis überwiegend wahrscheinlich ist.

<sup>169</sup> Im Ergebnis BaFin, Modul C, S. 14, jedoch unklar, ob es eine Mindestwahrscheinlichkeit gibt; Meyer/Veil/Rönnau/Krause, § 6 Rn. 112 ff; SZ/Kumpan/Misterek, Art. 7 MAR Rn. 160; VGR/Kumpan, S. 116 Rn. 17.

<sup>170</sup> Zu dieser Frage ausführlich Klöhn, FS Hopt 2020, S. 513 ff; kritisch dazu Habersack, AG 2020, 697, 702 ff., der im Ergebnis eine hinreichende Aufdeckungswahrscheinlichkeit bei Zwischenschritten des Typ 2 in Non-Compliance-Sachverhalten voraussetzt.

aufgeschoben werden kann, soweit die allgemeinen Voraussetzungen vorliegen.<sup>171</sup> Der Aufschub muss dabei auf einer aktiven Entscheidung<sup>172</sup> des Emittenten beruhen, die konkludent und auch vorsorglich<sup>173</sup> gefasst werden kann. Dabei ist insbesondere problematisch, wie das berechnigte Interesse zu verstehen ist.

### I. Emittenteninteresse

Emittenten sind keine natürlichen Personen und können somit keine eigenen selbstgefassten Interessen haben.<sup>174</sup> Folglich muss auf die Personen abgestellt werden, die hinter dem Emittenten stehen. Das sind die Anteilseigner.<sup>175</sup> Dies wird unter anderem darauf gestützt, dass der ErwG 50 a MAR, welcher Fallbeispiele für den Aufschub nennt, auf die „Interessen vorhandener und potenzieller Aktionäre“ abstellt. Dabei wird jedoch davon ausgegangen, dass der Begriff „Aktionär“ in diesem Kontext vom Gesetzgeber fehlerhaft benutzt worden ist und es stattdessen Anteilseigner heißen müsste.<sup>176</sup>

Zum anderen wird auf den Zweck der Vorschrift abgestellt, der darin besteht, dass die Geschäftschancen des Emittenten geschützt werden sollen. Von diesem wirtschaftlichen Vorteil soll diese Personengruppe unmittelbar profitieren.<sup>177</sup> Es ist folglich dann ein Emittenteninteresse zu bejahen, wenn ein Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR wirtschaftlich günstiger als eine Veröffentlichung ist.<sup>178</sup>

Die BaFin definiert diesen Begriff nicht näher, geht jedoch im Hinblick auf ErwG 50 MAR davon aus, dass das Emittenteninteresse in der Regel mit dem Aktionärsinteresse übereinstimmt.<sup>179</sup>

### II. Berechtigung des Interesses

Konkretisiert sind die geschützten Interessen der Emittenten in einer nicht abschließenden Liste in den ESMA-Leitlinien zum Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen.<sup>180</sup> Diese Leitlinien beruhen auf Art. 17 Abs. 11 MAR

und sind als Level-3-Maßnahmen gerichtlich unverbindlich. Sie stellen lediglich die ständige Verwaltungspraxis dar.<sup>181</sup> Die ESMA legt das Merkmal grundsätzlich eng aus, da sie es als „exception of the general rule“ ansieht.<sup>182</sup> Die BaFin hat erklärt diesen Leitlinien nachzukommen.<sup>183</sup>

#### 1. Abwägungserfordernis

Für die Bestimmung der Berechtigung des Emittenteninteresses wird teilweise gefordert, dass eine Abwägung mit den Kapitalmarktinteressen anzustellen ist. Dies wird unter anderem auf den § 6 S. 1 WpAV gestützt.<sup>184</sup> Hier ist jedoch zunächst richtigerweise festzustellen, dass Art. 17 MAR autonom auszulegen ist und eine nationale Norm keine Konkretisierung darstellen kann.<sup>185</sup>

#### 2. Kritik an einem Abwägungserfordernis

Gegen eine Abwägung wird vorgebracht, dass der Gesetzgeber diese für die Aufschubregelung nicht ausdrücklich bestimmt hat. Für Art. 17 Abs. 5 MAR sieht er hingegen in ErwG 50 S. 3 MAR eine Abwägung ausdrücklich vor. Ebenfalls spreche die Systematik der Norm dagegen. In Art. 17 Abs. 4 lit. b) u. 4 lit. c) MAR werden schon Marktinteressen berücksichtigt, sodass diese Merkmale nicht nötig wären, wenn vorher schon eine allgemeine Interessenabwägung durchzuführen sei. Zudem sei eine Interessenabwägung nicht praktikabel.<sup>186</sup> Auch die Leitlinien der ESMA würden dafürsprechen.<sup>187</sup> Die Berechtigung des Interesses diene als „Rechtsmissbrauchsverbot“ und soll „nützliche Pflichtverletzungen“ verhindern.<sup>188</sup> Mithin sollen dem Emittenten nur solche Vorteile anerkannt werden, die „gerechtfertigt“ seien.<sup>189</sup>

### III. Stellungnahme

Das Abstellen auf das kollektive Anlegerinteresse überzeugt. Indem das Interesse auf den wirtschaftlichen Erfolgswillen konkretisiert wird, entsteht zudem Rechts-

<sup>171</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 17 Rn. 136; interpretierend als Beleg für die Zulässigkeit von Generalbeschlüssen Zetzsche, AG 2015, 381, 387.

<sup>172</sup> BaFin, Modul C, S. 36; Kumpan, DB 2016, 2039, 2043.

<sup>173</sup> Kumpan, DB 2016, 2039, 2043; zur Zulässigkeit von Vorsorgebeschlüssen Augstein, S. 271 f. u. Klöhn/Klöhn, Art. 17 Rn. 187 f.

<sup>174</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 17 Rn. 145.

<sup>175</sup> SZ/Kumpan/Schmidt, Art. 17 MAR Rn. 202.

<sup>176</sup> Ausführlich zur Herleitung SZ/Kumpan/Schmidt, Art. 17 MAR Rn. 203.

<sup>177</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 17 Rn. 146; Vgl. ErwG 2 S. 1 aE MAR.

<sup>178</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 17 Rn. 151.

<sup>179</sup> BaFin, Modul C, S. 38.

<sup>180</sup> ESMA/2016/1478 DE.

<sup>181</sup> Poelzig, KapMarktR, Rn. 49.

<sup>182</sup> ESMA/2016/1130 Rn. 52.

<sup>183</sup> Siehe dazu das Schreiben der BaFin zur Anwendung der ESMA-Leitlinien.

<sup>184</sup> ASM/Assmann, Art. 17 MAR Rn. 105 u. 120; Meyer/Veil/Rönnau/Veil/Brüggemeier, §10 Rn. 102.

<sup>185</sup> BeckOK WpHR/Buck-Heeb, Art. 17 MAR Rn. 5.

<sup>186</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 17 Rn. 171; Kumpan, DB 2016, 2039, 2043 f.; Schwarzfischer, ZBB 2022, 12, 19.

<sup>187</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 17 Rn. 172; zust. Schwarzfischer, ZBB 2022, 12, 20.

<sup>188</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 17 Rn. 175.

<sup>189</sup> So Schwarzfischer, ZBB 2022, 12, 21 f., der auf die „Theorie der Verfügungsrechte“ zurückgreift.



sicherheit, da Auslegungsschwierigkeiten vermieden werden.

Für die Bestimmung der Berechtigung des Interesses ist zudem der Zweck der Norm zu berücksichtigen. Die Veröffentlichungspflicht sichert insbesondere durch Transparenz die informationelle Chancengleichheit und somit die institutionelle Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ab. Der Schwerpunkt liegt im Anlegerschutz.

Die Aufschubmöglichkeit soll hingegen den Emittenten auf wirtschaftlicher Ebene schützen, da die Ad-hoc-Publizitätspflicht sehr einschneidend sein kann. Es sollen Geschäftschancen gesichert und somit Investitionsanreize gefördert werden.<sup>190</sup> Zudem nütze es den Emittenten als Korrektiv für Auslegungsschwierigkeiten des Begriffs der Insiderinformation.<sup>191</sup>

Sobald sich der Kapitalmarkt für Emittenten wirtschaftlich nicht mehr lohnt, werden sie ihn verlassen. Nach ErwG 2 MAR soll das Ziel „Wirtschaftswachstum und Wohlstand“ durch Marktintegrität erreicht und nicht verhindert werden.

Im Ergebnis sind jedoch die Veröffentlichungspflicht sowie die Aufschubmöglichkeit dem Marktinteresse zuzuordnen. Demnach kann nicht davon ausgegangen werden, dass eine Abwägung zwischen Emittenten- und Marktinteresse erforderlich ist.

Bei der Bestimmung der Berechtigung des Emittenteninteresses muss die Funktionsfähigkeit des Marktes im Ganzen berücksichtigt werden. Der Aufschub ist mithin die notwendige Begrenzung des Transparenzzieles und rundet die Systematik des Art. 17 MAR insoweit ab, dass im Ergebnis die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes gesichert wird.

Es ist somit im Einzelfall abzuwägen, ob eine Veröffentlichung oder ein Aufschub dieses Ziel besser erreichen kann. Folglich ist zunächst zu ermitteln, ob überhaupt ein wirtschaftliches Interesse der Anteilseigner besteht. Danach ist zu bewerten, ob eine gewisse Erheblichkeitsschwelle überschritten ist. Dies ist dann der Fall, wenn die wirtschaftlichen Ziele ernsthaft gefährdet sind. Das ist vor allem bei Zwischenschritten in gestreckten Sachverhalten der Fall. Je früher eine Information veröffentlicht wird, desto eher wird das wirtschaftliche Endziel gefährdet, da

der Verlauf von äußeren Einflüssen gestört werden kann. Die in Art. 17 Abs. 4 lit. b) u. 4 lit. c) MAR genannten Interessen sollen hingegen nicht in der Abwägung berücksichtigt werden. Diese Merkmale müssen neben dem Emittenteninteresse kumulativ vorliegen. Daraus ergibt sich, dass diese Merkmale vom Gesetzgeber als absolut geschützte Interessen qualifiziert werden und durch kein Emittenteninteresse relativiert werden können.

Da sich im Ergebnis zudem so gut wie immer eine wirtschaftlich relevante Gefahr konstruieren lässt, läuft die Abwägung auf eine Rechtsmissbrauchskontrolle hinaus. Dies eröffnet auch nicht die Gefahr des Insiderhandels, da wenn eine Insiderinformation vorliegt, das Verbot aus Art. 14 lit. a) MAR greift.<sup>192</sup>

#### IV. Verbot der Irreführung und Geheimhaltung

Ferner darf der Aufschub die Öffentlichkeit nicht in die Irre führen. Das wäre dann der Fall, wenn aus der Sicht eines verständigen Anlegers der Emittent Signale sendet, die mit der aufgeschobenen Information in Widerspruch stehen.<sup>193</sup> Zudem muss der Emittent die Geheimhaltung der Information sicherstellen.<sup>194</sup> Sobald jedoch ein hinreichend präzises Gerücht über die Information im Umlauf ist, besteht eine Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MAR.<sup>195</sup>

#### V. Beurteilung gestreckter Sachverhalte

Zwischenschritte in mehrstufigen Vorgängen werden in der Regel dazu geeignet sein, berechnete Interessen der Emittenten zu beeinträchtigen. So sind alle Beispiele der ESMA in ihren Leitlinien als Zwischenschritte einzuordnen.<sup>196</sup> Insofern kann angenommen werden, dass die ESMA zwar von einem Ausnahmecharakter der Aufschubmöglichkeit ausgeht, jedoch die Zwischenschritte die Ausnahmen der Veröffentlichungspflicht darstellen. In diesem Kontext kann die Aufschubmöglichkeit weit ausgelegt werden.<sup>197</sup>

Es bietet sich in diesen Fällen an mit Vorsorgebeschlüssen zu arbeiten. Der Emittent kann mit einem Vorsorgebeschluss mehrere aufeinanderfolgende Zwischenschritte aufschieben, wenn sie dem ursprünglich erwarteten Ablauf entsprechen. Dennoch besteht die Pflicht zur Über-

<sup>190</sup> Klöhn/Klöhn, Art. 17 Rn. 138.

<sup>191</sup> Kapitalmarktinf-HdB/Frowein/Berger, § 10 Rn. 53.

<sup>192</sup> So im Ergebnis auch Klöhn/Klöhn, Art. 17 Rn. 175 u. Schwarzfischer, ZBB 2022, 12, 21 f.

<sup>193</sup> BeckOK WpHR/Buck-Heeb, Art. 17 MAR Rn. 372; Kumpan, DB 2016, 2039, 2044.

<sup>194</sup> Näher dazu Kumpan, DB 2016, 2039, 2044 f.

<sup>195</sup> Vgl. dazu BeckOK WpHR/Buck-Heeb, Art. 17 MAR Rn. 378 ff.

<sup>196</sup> ESMA/2016/1478 DE Rn. 8a-8f; weitere Beispiele, die auch nur aus Zwischenschritten bestehen Meyer/Veil/Rönnau/Veil/Brüggemeier, § 10 Rn. 133 ff.

<sup>197</sup> Vgl. Kumpan, DB 2016, 2039, 2043; so auch der Kommentar des SMSG in ESMA/2016/1130, Annex III Rn. 25.

prüfung, ob alle Voraussetzungen zum Aufschub dauerhaft erfüllt sind.<sup>198</sup> Folglich muss auch hier stetig der Einzelfall geprüft werden. Zudem muss auch immer berücksichtigt werden, dass gem. Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MAR auf Gerüchte reagiert werden muss. Da dies für Emittenten eine aufwändige Prüfung bedeutet, ist auch ausgeschlossen, dass durch den Aufschub gar keine Zwischenschritte mehr veröffentlicht werden. Es entsteht viel mehr ein Ausgleich von Transparenz- und Geheimhaltungsinteresse

## E. Zukunftsausblick

### I. Listing Act

Die EU-Kommission veröffentlichte am 07.12.2022 einen Vorschlag zu einer Verordnung (sog. EU Listing Act), in der unter anderem die MAR verändert werden sollte.<sup>199</sup> Speziell gibt es Anpassungsvorschläge für den Art. 17 MAR, was eine erhebliche Auswirkung auf den Umgang mit gestreckten Sachverhalten hätte. In dem Kontext sind folgende Änderungen relevant:

Nach Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 S. 2 MAR-E sollen Zwischenschritte, die Insiderinformationen darstellen, nicht mehr ad-hoc-veröffentlichungspflichtig sein. Der Begriff der Insiderinformation wird nicht geändert.

Nach Art. 17 Abs. 1a MAR-E wird die EU-Kommission durch einen delegierten Rechtsakt ermächtigt, eine nicht abschließende Liste zu erstellen, in der veröffentlichungspflichtige Informationen nebst maßgeblichem Zeitpunkt enthalten sind.

Nach Art. 17 Abs. 1b MAR-E müssen Emittenten gewährleisten, dass Insiderinformationen nach Art. 7 MAR bis zur Veröffentlichung geheim bleiben. Sobald eine Geheimhaltung nicht mehr sichergestellt ist, muss die Information veröffentlicht werden.

Insgesamt soll der Umfang der Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht reduziert und mehr Rechtsklarheit darüber geschaffen werden, ob und wann Information offengelegt werden muss. Diese Änderung begründet die EU-Kommission in ErwG 58 S. 2 MAR-E insbesondere damit, dass veröffentlichte Zwischenschritte nicht zur effizienten Preisbildung und Informationssymmetrie beitragen, sondern die Anleger in die Irre führen können.

### II. Stellungnahme

Der Umgang mit gestreckten Sachverhalten im Rahmen

des Art. 17 MAR ist de lege lata höchst problematisch, so dass eine Reform in diesem Kontext nötig ist. Vor allem die Rechtsunsicherheit ist mit den drohenden Sanktionen nicht vereinbar. Die Einzelfallabhängigkeit erschwert dies noch mehr.

So ist die Legalausnahme für alle Typen der Zwischenschritte<sup>200</sup> für die Veröffentlichungspflicht zu begrüßen.

Für Emittenten herrscht mehr Rechtssicherheit, die Anleger werden mit „sicheren“ Informationen im Sinne von Endergebnissen konfrontiert und das Verbot nach Art. 14 lit. a) MAR greift dennoch bei Zwischenschritten, mit denen Insiderhandel betrieben werden könnte.

Dies stellt auch keinen großen Verlust für die Informationseffizienz dar, weil Zwischenschritte des Typ 1 praktisch sehr selten sind und die des Typ 2 eng mit dem später zu veröffentlichendem Endergebnis zusammenhängen. Zudem hätte die Kommission die Möglichkeit, Defizite durch die Liste nach Art. 17 Abs. 1 lit. a) MAR-E auszugleichen, indem spezifische Zwischenschritte als eine Art Rückausnahme aufgenommen und so wieder veröffentlichungspflichtig werden.

So eine Liste trägt generell der Rechtssicherheit bei. Jedoch wäre es vorzugswürdiger, wenn so eine Liste rechtlich bindend wäre.<sup>201</sup>

Ferner überzeugt die Grundidee, dass alle Insiderinformation und somit auch Zwischenschritte, geheim gehalten werden müssen. Insofern kann auch Insiderhandel vorgebeugt werden. Jedoch überzeugt es nicht, dass wenn die Geheimhaltung nicht mehr sichergestellt werden kann, eine Veröffentlichungspflicht ausgelöst wird. So eine weit gefasste Pflicht kann die spezifischen Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 1 MAR relativieren, da so Informationen offengelegt werden müssten, die bspw. den Emittenten gar nicht unmittelbar betreffen.<sup>202</sup> Mithin besteht bei diesem Punkt Verbesserungsbedarf.

## Dritter Teil: Zusammenfassung und Lösungsvorschlag

### A. Zusammenfassung

-Insiderrechtlich relevante gestreckte Sachverhalte sind in der Praxis üblich. Somit ist es von großer Bedeutung, ab wann ein Zwischenschritt veröffentlicht werden muss.

-Jeder eingetretene sowie zukünftige Zwischenschritt kann ad-hoc-publizitätspflichtig sein. Somit muss jeder isoliert geprüft werden.

<sup>198</sup> Schwarzfischer, ZBB 2022, 12, 26.

<sup>199</sup> COM(2022) 762 final.

<sup>200</sup> Ebenfalls so interpretierend Veil/Wiesner/Reichert, AG 2023, 57, 63 f. Rn. 19.

<sup>201</sup> Als indikative Liste interpretierend und deswegen kritisierend Veil/Wiesner/Reichert, AG 2023, 57, 66 Rn. 35-38.

<sup>202</sup> Roth, BKR 2023, 514, 520.

-Kern der Diskussion ist der Begriff der Insiderinformation. Hier kristallisiert sich die Prüfung in der Kurserheblichkeit. Es bietet sich dort an, zwischen Zwischenschritten des Typ 1 und 2 zu unterscheiden. Dies ist jedoch nicht zwingend, da das Endergebnis keinerlei Sperrwirkung auslöst.

-Die Prüfung zeichnet sich durch Einzelfallabhängigkeit aus. Für die rechtliche Bewertung ist es nötig, alle Gesamtumstände zu beachten und ausgiebig aus der Sicht eines verständigen Anlegers zu prüfen. Dieser stellt eine Abstraktion des Kapitalmarktes dar und handelt rein rational. Informationen sind nur dann gefährlich, wenn sich der Kurs zulasten anderer Anleger verändern könnte. Durch diese Sichtweise lösen sich die meisten Probleme und es ergeben sich sachgerechte Ergebnisse im Umgang mit gestreckten Sachverhalten im Rahmen des Art. 17 MAR.

-Der Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR kann Rechtsunsicherheiten relativieren, jedoch besteht immer die Gefahr, dass eine Information „durchsickert“ und dadurch die Pflicht aus Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MAR greift.

### **B. Ratschlag für Emittenten zum Umgang mit gestreckten Sachverhalten**

Emittenten sollten sich immer einen Rechtsrat eines Sachverständigen holen und sich an diesen halten. Sie haben dann alles Zumutbare getan und könnten sich auf einen Verbotsirrtum berufen, wenn eine Verwaltungs- oder Strafbehörde gegen sie vorgeht.<sup>203</sup> In diesem Fall wären sie abgesichert.

### **C. Allgemeine Verbesserungsvorschläge**

Das größte Problem stellen die Rechtsunsicherheit und der mögliche „Information Overload“ dar. Um dies zu lösen bietet sich folgendes an:

- Es sollte eine zwischengeschaltete Instanz geben, die veröffentlichungspflichtige Zwischenschritte gegenprüft und entscheidet, ob die Offenlegung dem Markt schaden würde. Das allgemeine Insiderhandelsverbot muss dabei bestehen bleiben.
- Die Leitlinien der ESMA und auch der nationalen Behörden sollten rechtlich bindend sein und nicht nur die Verwaltungspraxis darstellen.
- Es sollte eine Prüfbehörde geben, die Einzelfragen verbindlich klären kann und im ständigen Austausch mit einer qualifizierten Arbeitsgruppe eines Emittenten steht.

## VOTUM

I.

Die vorliegende Arbeit ist in drei Teile gegliedert. Nach einer Einleitung (A.) folgt ein Hauptteil (B.). Dort wird auf den Sinn und Zweck der Ad-hoc-Mitteilungsregelung (Art. 17 MAR) eingegangen, auf das Verfahren Geltl/Daimler, den Begriff der Insiderinformation, die Möglichkeit des Aufschubs einer Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 4 MAR sowie einen „Zukunftsausblick“. Im dritten Teil der Arbeit (C.) erfolgt zunächst eine Zusammenfassung, sodann ein Ratschlag für Emittenten und schließlich endet die Arbeit mit allgemeinen Verbesserungsvorschlägen.

II.

1. Die Einleitung (A., S. 1) ist sehr gut gelungen und umreißt die Problematik. Gut wäre gewesen, schon hier zu erwähnen, dass der europäische Gesetzgeber die geschilderten Probleme sieht und bestrebt ist, diese zukünftig zu vermeiden (s. Zweiter Teil, E. der Arbeit).

2. Im zweiten Teil der Arbeit (S. 2 ff.) wird zunächst der Sinn und Zweck der Regelung herausgearbeitet. Sodann wird die Geltl/Daimler-Entscheidung des EuGH referiert (S. 3 f.), die im Wesentlichen später in die MAR aufgenommen wurde.

Gut ist, dass sodann der Begriff der Insiderinformation in den Mittelpunkt gerückt wird. Dabei spielt der Begriff der Wahrscheinlichkeit eine zentrale Rolle (s. S. 6 ff.). Sehr gut gelungen ist die Stellungnahme des/der Verf. (S. 8 f.). Auch die Überlegungen zur „Sperrwirkung auf Konkurrenzenebene“ sind sehr gut gelungen. Dem schließen sich Erwägungen zur Abgrenzung nach der Art des Zwischenschritts an (S. 10 ff.). Auch hier wird die Literatur im Wesentlichen aufgearbeitet und es wird am Ende auch ausführlich Stellung genommen (S. 12 f.).

Auch die Ausführungen zur Kurzspezifität sind gelungen (S. 13 ff.). Hier erfolgt ebenfalls nach der Darstellung der Literaturlage eine differenzierte Stellungnahme. Es schließt sich ein Kapitel zur Kursbeeinflussungseignung an (S. 16 ff.). Die Rückführung der Diskussion auf drei Kernfragen überzeugt. Die Erwägungen zur Frage, wie der Begriff des verständigen Anlegers auszulegen ist, sind ebenfalls gut gelungen. Positiv ist, dass auch hier wieder eine Stellungnahme erfolgt. Ebenso sind die weiteren Ausführungen zur konkreten Thematik sehr gut gelungen.

3. In Kapitel D. (S. 30 ff.) wird auf die Frage des Aufschubs

<sup>203</sup> BGH BeckRS 2013, 7324; Fett, FS 25 Jahre WpHG, 1089, 1099; Klöhn/Klöhn, Art. 14 Rn. 76.

eingegangen. Dieser kommt im Hinblick auf Zwischenschritte eine besondere Bedeutung zu. Das wird in der Arbeit auch hinreichend hervorgehoben. Wenn im Zusammenhang mit dem Emittenteninteresse auf den Begriff der Anteilseigner abgestellt wird, hätte der konkrete Unterschied zum Begriff des Aktionärs noch in einem Satz deutlich gemacht werden können.

Die Überlegungen zum berechtigten Interesse sind gut gelungen (S. 32 f.). Auch hier schließen die Ausführungen mit einer Stellungnahme. Zu Recht nur knapp werden die Elemente des Verbots der Irreführung und der Geheimhaltung thematisiert (S. 34 f.).

4. In Teil E. (S. 35 ff.) wird auf den Listing Act eingegangen. Es wird hier ebenfalls eine Stellungnahme formuliert.

5. Die Arbeit schließt mit dem Dritten Teil (S. 38 ff.). Es erfolgt knapp eine Zusammenfassung in Thesen. Der Ratsschlag für Emittenten ist etwas knapp gefasst, wenn hier auf die Einholung von Rechtsrat abgestellt wird. Zumindest in einem Satz bzw. zwei Sätzen hätte darauf eingegangen werden können, in welchen Fällen eine Berufung auf einen Rechtsrat möglich ist bzw. wo hier die Grenzen liegen. Gut gelungen sind die allgemeinen Verbesserungsvorschläge.

### III.

Das Literaturverzeichnis ist ordentlich. Die Verwertung der Literatur in den Fußnoten ist sehr gut gelungen. Aufbau und Gliederung der Arbeit sind sehr gut. Sprachlich bewegt sich die Arbeit auf sehr hohem Niveau. Alles in allem handelt es sich um eine erheblich überdurchschnittliche Leistung. Die oben geäußerten Monita fallen allesamt nicht wesentlich ins Gewicht. Die Arbeit ist daher mit

16 Punkten (sehr gut)

zu bewerten.