

# Das Europäische Insiderhandelsverbot

von  
Gregor Bachmann

Erweiterte und aktualisierte Fassung eines Vortrages,  
gehalten am 20. Juni 2012  
vor der Juristischen Gesellschaft zu Berlin

De Gruyter

# Übersicht

## Vorwort 7

### I. Einleitung 9

### II. Struktur und Genese des europäischen Insiderhandelsverbots 10

1. Das Verbot im Überblick 10
2. Die historische Entwicklung des Verbots 11
  - a) Die Einführung des europäischen Insiderhandelsverbots (1989) 11
  - b) Die Erweiterung durch die Marktmissbrauchsrichtlinie (2003) 13
  - c) Die Neufassung durch die Marktmissbrauchsverordnung (2014) 15
3. Zentralfragen des europäischen Insiderhandelsverbots 17
  - a) Eingrenzung verbotener Geschäfte 17
  - b) Gestaffelte Normzwecke und teleologische Auslegung 18
  - c) Der Grundsatz der informationellen Gleichbehandlung 20
  - d) Tatnachweis und Schutzbehauptungen 21

### III. Leitentscheidungen des EuGH 22

1. Die Rechtssache *Grøtigaard* (2005) 22
  - a) Entscheidung 22
  - b) Würdigung 24
2. Die Rechtssache *Georgakis* (2007) 25
  - a) Entscheidung 25
  - b) Würdigung 26
3. Die Rechtssache *Photo Spector* (2009) 27
  - a) Entscheidung 28
  - b) Aufwertung der Entscheidung durch Übernahme in die MAR 29
  - c) Würdigung 30
    - aa) Die Kritik im deutschen Schrifttum 30
    - bb) Relativierung der Kritik 30
4. Die Rechtssache *Geltl* (2012) 35
5. Gesamtschau der EuGH-Rechtsprechung 36

### IV. Die gebotene Einschränkung des Tatbestandes 37

1. Einschränkung durch subjektive Elemente? 37
  - a) Die Kenntnis der Information 38

- b) Die Kenntnis des Insidercharakters der Information 39
- c) Schuldprinzip und „gespaltene Auslegung“ 40
- d) Zwischenfazit 41
- 2. Einschränkung durch „institutionelle“ Auslegung (Immanenztheorie)? 42
- 3. Einschränkung durch Kausalitätserfordernis? 43
  - a) Das Kausalitätserfordernis der h.M. 43
  - b) Die Begründung des Kausalitätserfordernisses 44
    - aa) Wortlaut 44
    - bb) Systematik 45
    - cc) Materialien 46
    - dd) Ableitung aus den Ausnahmen 47
    - ee) Teleologische Begründung 48
  - c) Kritik des Kausalitätserfordernisses 49
- 4. „Nutzung“ als Erzielen eines Sondervorteils 50
  - a) Die These und ihre Begründung 50
  - b) Die „Ausnahmen“ als Prüfstein 51
    - aa) Juristische Person 52
    - bb) Market-Maker und Börsenmakler 52
    - cc) Ausführungsgeschäft 52
    - dd) Übernahmeangebote 53
    - ee) Eigener Erwerbsentschluss 53
    - ff) Analysen, die aufgrund öffentlicher Angaben erstellt wurden 54
    - gg) Handeln „gegen“ die Information 54
  - c) Zwischenfazit 54

## V. Konsequenzen 55

- 1. Konsequenzen für die Sanktionen 55
  - a) Gewinnabschöpfung als zentrale Sanktion 55
  - b) Strafsanktionen 57
- 2. Konsequenzen für die Transaktionspraxis 59

## VI. Zusammenfassung 60