

Handbuch zum **Marktmissbrauchsrecht**

Meyer / Veil / Rönnau

2. Auflage 2023
ISBN 978-3-406-77533-8
C.H.BECK

ff) Objektiver Beurteilungsmaßstab: „Der verständige Anleger“. Gemäß Art. 7 Abs. 4 MAR sind kursrelevante Informationen solche Informationen, „die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde“ (Art. 7 Abs. 4). MAR). Für die einzelfallbezogene Ex-ante-Beurteilung, ob die fragliche Information im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens geeignet ist, den Kurs eines Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen, ist also nicht die individuelle Sicht des Insiders bzw. des Handelnden maßgeblich,⁵⁰⁶ sondern der objektive Beurteilungsmaßstab⁵⁰⁷ des „verständigen Anlegers“.⁵⁰⁸ Was einen „verständigen“ Anleger charakterisiert, ist allerdings weder explizit dem Gesetzestext der MAR noch dessen Erwägungsgründen zu entnehmen.⁵⁰⁹ Der europäische Gesetzgeber ließ es dabei bewenden, die Bezeichnung aus der Richtlinie 2003/124/EG⁵¹⁰ ohne weitere Konkretisierung fortzuschreiben. Die BaFin hatte sich zur Auslegung dieses Begriffs lange nicht positioniert⁵¹¹ und neigte zwischenzeitlich auch der Berücksichtigung spekulativ-irrationaler Reaktionen zu.⁵¹² Von der ESMA ist eine Konkretisierung nicht zu erwarten; sie hat hierfür kein Mandat.⁵¹³

In diesem Vakuum haben sich verschiedene Erklärungsansätze herausgebildet. Im Wesentlichen wird das Wesen des verständigen Anlegers anhand von drei Fragestellungen diskutiert: Wie kapitalmarkterfahren ist der Anleger und wie professionell agiert er? Wie rational oder spekulativ investiert und desinvestiert er? Sind persönliche Präferenzen wie Risikoneigung, Handelstaktik, Zeithorizont etc. zu berücksichtigen und, wenn ja, welche? Die Antworten auf diese Fragen leiten sich zum Teil daraus ab, ob man den verständigen Anleger als ein Individuum mit Durchschnittseigenschaften oder als ein Kollektiv mit aggregierten Eigenschaften versteht. **114a**

Die bisher wohl überwiegende Zahl der Stimmen aus Rechtsprechung und Literatur begreift den verständigen Anleger als ein Individuum, dessen Eigenschaften aus dem Durchschnitt der individuellen Eigenschaften der am Kapitalmarkt tätigen Personen abgeleitet werden. Umstritten ist allerdings, welche Referenzgruppe für diese Durchschnittsbildung in den Blick zu nehmen ist. Nach der weitesten Ansicht ist – angelehnt an § 264a StGB – auf den „durchschnittlich verständigen“ Anleger unter Einbeziehung der Gruppe der Klein- und Privatanleger abzustellen.⁵¹⁴ Nach anderer Ansicht ist Beurteilungsmaßstab der verständige börsenkundige, also mit den Gegebenheiten des Kapitalmarkts vertraute **115**

⁵⁰⁶ Assmann in Assmann/Schneider/Mülbert VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 88; Meyer in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried 12. Teil Rn. 12.189. Noch zum WpHG aF: Mennicke/Jakowou in Fuchs WpHG § 13 Rn. 139.

⁵⁰⁷ Assmann in Assmann/Schneider/Mülbert VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 88; Hopt/Kumpan in Ellenberger/Bunte BankR-HdB, 6. Aufl. 2022, § 86 Rn. 54; Meyer in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried 12. Teil Rn. 12.189; Mennicke/Jakowou in Fuchs WpHG § 13 Rn. 139; BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Auflage, Modul C Stand: 25.3.2020, S. 11.

⁵⁰⁸ Grundmann in Canaris/Habersack/Schäfer Staub Bd. XI Bankvertragsrecht 6. Teil Rn. 355; Assmann in Assmann/Schneider/Mülbert VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 84; Kumpan/Misterek in Schwark/Zimmer VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 128; Mennicke/Jakowou in Fuchs WpHG § 13 Rn. 140; Hopt/Kumpan in Ellenberger/Bunte BankR-HdB, 6. Aufl. 2022, § 86 Rn. 55; Meyer in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried 12. Teil Rn. 12.189.]

⁵⁰⁹ Langenbucher NZG 2013, 1401 (1405); Langenbucher AG 2016 417 (417).

⁵¹⁰ Art. 1 Abs. 2 Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl. EU 2003 Nr. L 339, S. 70.

⁵¹¹ Vgl. BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 33 ff. Wo der verständige Anleger in Bezug genommen wird, erscheint er als eine viele Faktoren berücksichtigende Person, die „in Kenntnis aller Informationen“ handelt.

⁵¹² Bekritsky WM 2020, 1959 (1960); Zölter-Petzoldt BKR 2020, 272 (272); Merkner/Sustmann/Retsch AG 2010, 621 (623).

⁵¹³ Klöhn in Klöhn MAR Art. 7 Rn. 268.

⁵¹⁴ BaFin Jahresbericht 2004 S. 189; Caspari ZGR 1994, 530 (540); Assmann in Assmann/Schneider 1. Auflage, WpHG § 13 Rn. 65 aE; Pananis, Insiderfaktische und Primärsinsider, S. 112 ff.; Dickersbach, Das neue Insiderrecht, S. 170, 390.

Anleger,⁵¹⁵ der zum Zeitpunkt seines Handelns alle verfügbaren Informationen kennt⁵¹⁶. Hierin wurde teilweise eine Parallele zum Personenkreis der Bereichsöffentlichkeit gesehen und die Gleichsetzung dieses Personenkreises mit dem verständigen Anleger befürwortet.⁵¹⁷ Weil das Konzept der Bereichsöffentlichkeit mit dem Inkrafttreten der MAR überholt ist (→ Rn. 77 ff.), erscheint dieser Ansatz aber nicht mehr vertretbar.⁵¹⁸ Eine weitere Ansicht will nicht auf den durchschnittlichen außenstehenden Marktteilnehmer abstellen, sondern auf die Anleger, die sich in dem konkret von der Information betroffenen Markt aktiv betätigen.⁵¹⁹ Nach der strengsten Ansicht ist der verständige Anleger ein nutzenmaximierender Investor⁵²⁰, der nahezu jede Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde, auch wenn die Information im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens keine Auswirkungen auf den Börsenkurs der Aktien des Emittenten hätte.⁵²¹

- 115a** Ein im Vordringen befindlicher Denkansatz begreift den verständigen Anleger nicht als Einzelperson mit individuellen Eigenschaften, sondern als Abbild des gesamten Marktes. Hiernach wäre die Kursrelevanz von der Professionalität und Rationalität bestimmter Referenzgruppen entkoppelt. Vielmehr würde es sich ausschließlich nach der tatsächlichen Kursreaktion bei (hypothetischer) Bekanntgabe zum Handlungszeitpunkt richten, ob der Markt eine Information als kurserheblich ansieht oder nicht. Kursrelevant wären folglich solche Informationen, denen eine kritische Masse beliebiger Anleger in der Summe eine solche Bedeutung beimisst, dass eine Kursänderung eintritt. Im Rahmen dieses Denkansatzes ist umstritten, ob der „gesamte Markt“ der reale Markt mit all seinen Anomalien oder ein idealisiertes Modell mit einem höheren Abstraktionsgrad ist. Wenn ersteres, könnte man empirische Kapitalmarktforschung und Verhaltensökonomie in die Beurteilung der Kursrelevanz einfließen lassen: Kursrelevant wären dann solche Informationen, die nachweislich typischerweise die Kurse bewegen bzw. von einer hinreichenden Zahl von Kapitalmarktteilnehmern als Handelsanreiz aufgefasst werden.⁵²² Hiernach könnte dahinstehen, ob Anlageentscheidungen im Hinblick auf den Fundamentalwert der betroffenen Finanzinstrumente objektiv sinnvoll sind; soweit irrationale Reaktionen, Übertreibungen und andere Verzerrungen am Markt in der Ex-ante-Betrachtung vorhersehbar sind, wären sie bei der Beurteilung der Kursrelevanz zu berücksichtigen.⁵²³ Die Realität des Börsen-

⁵¹⁵ BGH v. 13.12.2011 – XI ZR 51/10 = NZG 2012, 263 (267) Rn. 41; OLG Stuttgart v. 22.4.2009 – 20 Kap 1/08 = NZG 2009, 624 (628); OLG Düsseldorf v. 6.7.2004 – III-5 Ss 2/04 = AG 2005, 44 (45); BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Auflage, Modul C Stand: 25.3.2020, S. 11; Assmann in Assmann/Schneider/Müllbert VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 84; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, 4. Auflage 2010, § 13 WpHG Rn. 47 f.; Mennicke/Jakovou in Fuchs WpHG § 13 Rn. 141 f.; Meyer in Kümpel/Müllbert/Früh/Seyfried 12. Teil Rn. 12.195; Hilgendorf/Kusche in Park HK-KapMarktStrafR, 5. Aufl. 2019, Teil 3, Kap. 7.3, Rn. 69.

⁵¹⁶ BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Auflage, Modul C Stand: 25.3.2020, S. 12.

⁵¹⁷ Schäfer in Schäfer/Hamann Kapitalmarktgesetze, Stand Januar 2013, § 13 WpHG Rn. 50.

⁵¹⁸ Assmann in Assmann/Schneider/Müllbert VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 85; Kumpan/Misterec in Schwark/Zimmer VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 131.

⁵¹⁹ Schröder KapMarktStrafR-HdB, 4. Aufl. 2020, Rn. 133; Schröder in Achenbach/Ransiek/Rönnau WirtschaftsstrafR-HdB, 5. Aufl. 2019, Teil 10 Kap. 2 Rn. 148.

⁵²⁰ Vgl. hierzu Disclosure and Transparency Rules des Handbooks (DTR) der Financial Conduct Authority (FCA), DTR 2.2.5 v. 3.7.2016 (abgerufen am: 13.4.2022): „An issuer may wish to take account of the following factors when considering whether the information in question would be likely to be used by a reasonable investor as part of the basis of his investment decisions: (...) the likelihood that a reasonable investor will make investment decisions relating to the relevant financial instrument to maximise his economic self interest.“

⁵²¹ FSA v. Massey [2011] UKUT 49 (TCC), Upper Tribunal reference FIN/2009/0024, S. 10 (Ziff. 32) u. S. 12 – (Ziff. 41). Dazu ausführlich Krause/Brellocks AG 2013, 309 (317); Langenbacher AG 2016, 417 (420); hierzu auch Langenbacher NZG 2013, 1401 (1405).

⁵²² Zum verständigen Anleger als Abbild des Marktes Langenbacher AG 2016, 417 (419 f.); zur Berücksichtigung der Behavioral-Finance-Forschung zB Fleischer NZG 2007, 401 (405).

⁵²³ BGH v. 13.12.2011 – XI ZR 51/10 = NZG 2012, 263 (267, Rn. 44) – IKB; Assmann in Assmann/Schneider/Müllbert WpHR, 7. Aufl. 2019, Art. 7 VO Nr. 596/2014 Rn. 84; Mennicke/Jakovou in Fuchs, 2. Aufl. 2016, § 13 Rn. 142a; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer KMRK, 4. Aufl. 2010, WpHG § 13 Rn. 51; aA Hopt/Kumpan in Ellenberger/Bunte BankR-HdB, 6. Aufl. 2022, § 86 Rn. 55; Klöhn in

handels wäre mit diesem Ansatz wohl am ehesten abgebildet. Unter dem Gesichtspunkt der Rechtssicherheit ist allerdings kritisch zu sehen, wenn die Gesetze der Empirie Vorrang gegenüber den Gesetzen der Logik gewinnen.⁵²⁴ Deswegen hält die Gegenauffassung ein idealisiertes Modell mit einem höheren Abstraktionsgrad für vorzugswürdig, in der der verständige Anleger als Personifizierung des effizienten Marktes im Sinne der halbstrengen Variante der Efficient Capital Market Hypothesis verstanden wird.⁵²⁵ Demnach beurteilt sich die Kursrelevanz von Informationen allein danach, was zu einer neuen Beurteilung des Fundamentalwerts führt, denn nur eine derartige Neubewertung bewegt in einem effizienten Markt die Kurse.⁵²⁶ Irrationale Marktreaktionen haben in dieser Modellwert keinen Platz.

Auf den ersten Blick spricht der Wortlaut des Art. 7 Abs. 4 MAR dafür, die Kursrelevanz aus der Perspektive eines verständigen Anlegers mit individuellen Eigenschaften vorzunehmen. Damit stünde man vor der Frage, wie professionell man sich den verständigen Anleger vorzustellen hat. Ihre Beantwortung führt jedoch an die Grenzen des strafrechtlichen Bestimmtheitsgrundsatzes: Wenn man zu niedrige Anforderungen stellt, könnten überdurchschnittlich professionelle Investoren ungestraft Informationsvorsprünge ausnutzen, die sich dem normalen Anleger nicht erschließen.⁵²⁷ Wenn man zu hohe Anforderungen stellt, wäre quasi jede Information eine Insiderinformation.⁵²⁸ Als Referenzwert käme also maximal das Verständnis des börsenkundigen Anlegers in Betracht.⁵²⁹ **116**

Indes werden die Ergebnisse, die sich bei Zugrundelegung des börsenkundigen Anlegers ergeben, dem Regelungszweck der MAR nicht immer gerecht. Es bleibt das Problem, dass die tatsächliche Kursrelevanz einer Information dem normalen Börsenkundigen verborgen bleibt, aber von professionellen Marktteilnehmern erkannt und ausgenutzt wird. Die Ausnutzung ungerechtfertigter Sondervorteile soll gemäß Erwägungsgrund Nr. 23 MAR aber vollständig verhindert werden. Diese Zielvorgabe lässt sich nur erfüllen, wenn man den verständigen Anleger als die Personifizierung des Gesamtmarktes begreift. Die *ratio legis* der Bezugnahme auf den verständigen Anleger liegt also darin zu ermitteln, welche Informationen voraussichtlich eine Kursbewegung auslösen werden.⁵³⁰ Dabei ist nicht auf einen einzelnen typisierten Marktteilnehmer abzustellen, sondern darauf, ob so viele Marktteilnehmer handeln werden, dass eine Marktreaktion zu erwarten ist.⁵³¹ Damit ist der „verständige Anleger“ letztlich ein Stellvertreter für den Markt. Wegen der Anknüpfung des **116a**

Klöhn MAR Art. 7 Rn. 284 ff.; Klöhn AG 2012, 345 (349); tendenziell gegen die Berücksichtigung irrationaler Reaktionen wohl auch OLG Stuttgart v. 22.4.2009 – 20 Kap 1/08 = NZG 2009, 624 (628).

⁵²⁴ *Hopt/Kumpfan* in Ellenberger/Bunte BankR-HdB, 6. Aufl. 2022, § 86 Rn. 55; *Klöhn* in Klöhn MAR Art. 7 Rn. 271 ff.

⁵²⁵ *Klöhn* ZHR 177 (2013) 349 (377 f.); *Klöhn* in Klöhn MAR Art. 7 Rn. 274; *Klöhn* WM 2014, 537 (537); *Hopt/Kumpfan* in Ellenberger/Bunte BankR-HdB, 6. Aufl. 2022, § 86 Rn. 55. Zur ECMH ausführlich (in deutscher Sprache): *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 15 ff., 78 ff.; *Klöhn* ZHR 177 (2013) 349 (352 ff.); *Klöhn* in Klöhn MAR Vor Art. 7 Rn. 75 ff.

⁵²⁶ *Klöhn* in Klöhn MAR Art. 7 Rn. 272; *Klöhn* WM 2014, 537 (537); *Hopt/Kumpfan* in Ellenberger/Bunte BankR-HdB, 6. Aufl. 2022, § 86 Rn. 55; *Kumpfan/Mistereck* in Schwark/Zimmer VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 142.

⁵²⁷ *Kumpfan/Mistereck* in Schwark/Zimmer VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 137; *Menicke/Jakovou* in Fuchs, § 13 Rn. 142.

⁵²⁸ *Krause/Brellochs* AG 2013, 307 (317).

⁵²⁹ BGH v. 13.12.2011 – XI ZR 51/10 = NZG 2012, 263 (267, Rn. 41) – IKB; ähnlich OLG Stuttgart v. 22.4.2009 – 20 Kap 1/08 = NZG 2009, 624 (628); OLG Düsseldorf v. 6.7.2004 – III-5 Ss 2/04 = AG 2005, 44 (45); BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Auflage, Modul C Stand: 25.3.2020, S. 12; *Assmann* in *Assmann/Schneider/Mülbert* VO Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 84; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2018, Rn. 385; *Hilgendorf/Kusche* in *Park HK-KapMarktStrafR*, 5. Aufl. 2019, Teil 3, Kap. 7.3, Rn. 69; *Buck-Heeb* in *Assmann/Schütze KapAnlR-HdB*, 5. Aufl. 2020, § 8 Rn. 114; *Panaris* in *MüKo-StGB*, Band 7 II, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rn. 189; *Meyer* in *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried* 12. Teil Rn. 12.189. *Hopt/Kumpfan* in Ellenberger/Bunte BankR-HdB, 6. Aufl. 2022, § 86 Rn. 55; *Klöhn* in Klöhn, MAR Art. 7 Rn. 276; *Kumpfan/Mistereck* in Schwark/Zimmer VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 138.

⁵³¹ *Klöhn* in Klöhn MAR Art. 7 Rn. 276; *Hopt/Kumpfan* in Ellenberger/Bunte BankR-HdB, 6. Aufl. 2022, § 86 Rn. 55.

Insiderhandelsverbots und der Ad-hoc-Publizität an die (nicht öffentlich bekannte) Insiderinformation kann dies aber nur der effiziente Kapitalmarkt im Sinne der (halbstrengen Variante der) Efficient Capital Market Hypothesis sein, da andernfalls Emittenten gemäß Art. 17 Abs. 1 MAR verpflichtet sein könnten, Informationen zu veröffentlichen, die nicht ihren Fundamentalwert betreffen, aber gleichwohl, zB aufgrund irrationaler Reaktionen anderer Marktteilnehmer, eine Kursreaktion erwarten lassen.⁵³²

- 116b** Das letztgenannte Verständnis kann aus weiteren Vorschriften der MAR abgeleitet werden. Nach Erwägungsgrund 14 MAR stützt ein verständiger Anleger seine Entscheidungen auf ihm ex-ante zur Verfügung stehende Informationen. Erwägungsgrund Nr. 15 lässt sich die Aussage entnehmen, dass der verständige Anleger vernünftige Schlussfolgerungen aus den vorliegenden Ex-ante-Informationen zieht, er mithin rational agiert.⁵³³ Kenntnis aller öffentlichen Informationen und rationale Schlussfolgerungen sind die prägenden Charakteristika, die nach der halbstrengen Variante der Efficient Capital Market Hypothesis die Preisbildung auf den Kapitalmärkten kennzeichnen.⁵³⁴ Weiterhin spricht die Entstehungsgeschichte der MAR für die Charakterisierung des verständigen Anlegers als Personifizierung des effizienten Kapitalmarktes.⁵³⁵ Zum einen entspricht die Definition der Kurserheblichkeit gemäß Art. 7 Abs. 4 der MAR (wie auch die frühere Definition der Kurserheblichkeit gemäß RL 2003/124/EG) fast wörtlich dem US-amerikanischen *materiality*-Standard.⁵³⁶ In dessen Rahmen wird der „reasonable investor“ als Personifizierung des effizienten Kapitalmarktes angesehen.⁵³⁷ Zum zweiten geben auch die Ausführungen von CESR zur Vorgängervorschrift des Art. 7 Abs. 4 MAR (Art. 1 Abs. 2 RL 2003/124/EG) einen Hinweis darauf, dass ein verständiger Anleger rational denken und handeln wird.⁵³⁸ Schließlich sprechen Praktikabilität und Rechtssicherheit, die gemäß Erwägungsgründen Nr. 4 und Nr. 18 zu den Zielen der MAR gehören, für dieses Verständnis.⁵³⁹
- 116c** Die Feststellung, dass es sich beim Begriff des verständigen Anlegers um ein objektiv-normatives Konzept handelt,⁵⁴⁰ spricht somit gegen die Auffassungen, die einen Anleger anhand individueller Eigenschaften charakterisieren möchten. Gegen die britische Auslegung des „reasonable investor test“ spricht, dass dadurch das Tatbestandsmerkmal der „Kurserheblichkeit“ vollständig ersetzt⁵⁴¹ und somit seine konkretisierende und einschränkende Funktion im Rahmen des Begriffs der Insiderinformation weitgehend verlieren würde.⁵⁴²

⁵³² *Klöhn* in Klöhn MAR Art. 7 Rn. 276; *Hopt/Kumpan* in Ellenberger/Bunte BankR-HdB, 6. Aufl. 2022, § 86 Rn. 55.

⁵³³ So auch *Klöhn* in Klöhn MAR Art. 7 Rn. 274. In Bezug auf die Durchführungsrichtlinie zur MAD 2003 (RL 2003/124/EG): *Klöhn* in KölnKomm WpHG § 13 Rn. 250. Ebenfalls von einem rational handelnden Anleger ausgehend: *Veil* ZHR 172 (2008) 239 (249); *Veil* ZBB 2006, 162 (163); *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 15 Rn. 44 f.

⁵³⁴ *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 17; *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance; 2006, S. 86 ff.; *Klöhn* in Klöhn MAR Vor Art. 7 Rn. 78 mwN.

⁵³⁵ *Klöhn* in Klöhn MAR Art. 7 Rn. 275; *Hopt/Kumpan* in Ellenberger/Bunte BankR-HdB, 6. Aufl. 2022, § 86 Rn. 55.

⁵³⁶ Dieser Standard ist vom U.S. Supreme Court im Fall. *TSC Industries, Inc. V. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976): „An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote.“ Dem folgend für den Begriff der materiality im Sinne von Rule 10b-5 *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 232 (1988): „We now expressly adopt the TSC Industries standard of materiality for the 10(b) and Rule 10b-5 context.“ Ausdrückliche Bezugnahme auf TSC Industries bei GA Mengozzi, *Schlussanträge v. 21.3.2012 – Rs. C-19/11*, ECLI: EU:C:2012:153 Rn. 72 Fn. 15.

⁵³⁷ *Klöhn* ZHR 177 (2013) 349 (371) mwN.

⁵³⁸ CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, 10 Rn. 27 Fn. 1: „A reasonable investor that thinks and behaves in a rational way.“

⁵³⁹ *Klöhn* in Klöhn MAR Art. 7 Rn. 278.

⁵⁴⁰ *Klöhn* in Klöhn MAR Art. 7 Rn. 281 f.; *Hopt/Kumpan* in Ellenberger/Bunte BankR-HdB, 6. Aufl. 2022, § 86 Rn. 55; *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbart VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 81.

⁵⁴¹ In diese Richtung argumentiert die FCA: *FSA final notice to JJB Sports plc v. 25.1.2011*, S. 10 f. (Ziff. 52 u. 56); in diesem Sinne wurde teilweise auch Art. 6 Abs. 3 des Entwurfs der MAR interpretiert, vgl. *Willey*, Compliance Officer Bulletin 2012, 93.

⁵⁴² *Krause/Brellochs* AG 2013, 307 (317).

Der hier vertretene Ansatz, der untersucht, ob der Markt das Bekanntwerden der maßgeblichen Information mit einer Kursänderung quittieren würde, stößt auf Schwierigkeiten, wenn irrationale Reaktionen zu erwarten sind. Völlig unabhängig davon, ob diese irrationalen Reaktionen gerechtfertigt sind, bewirkt ihr Eintritt eine Preisänderung. Das Wissen hierum ist also ein Sondervorteil, dessen Ausnutzung die MAR gemäß Erwägungsgrund Nr. 23 MAR grundsätzlich verhindern will. Daher hat der BGH vertreten, der verständige Anleger berücksichtige auch Über- oder Untertreibungen.⁵⁴³ Diese Auffassung kann sich auf den Wortlaut des Art. 7 Abs. 4 MAR stützen: Hiernach kommt es darauf an, ob der verständige Anleger Informationen wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde. Blieben irrationale Reaktionen außer Betracht, wäre die Kurserheblichkeit keine Frage der Wahrscheinlichkeit, sondern eine Frage der Berechnung des Fundamentalwerts. Auch die Bereichsausnahme für Analysen und Bewertungen aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben (Erwägungsgrund Nr. 28 Satz 1 MAR) lässt sich so deuten, dass der europäische Gesetzgeber subjektive Bewertungselemente auf der Anlegerseite im Blick hatte.⁵⁴⁴

Gleichwohl bestehen gegen die Einbeziehung irrationaler Reaktionen von Marktteilnehmern bei der Beurteilung der Kursrelevanz einer Information schwerwiegende Bedenken: Würde man irrationale Reaktionen von anderen Marktteilnehmern bei der Bestimmung der Kursrelevanz einer Information berücksichtigen,⁵⁴⁵ einige tatsächlich fundamentalwert-ändernde Informationen hingegen nicht, könnten irrelevante Informationen als kursrelevant zu qualifizieren sein und fundamentalwertbezogene Informationen nicht.⁵⁴⁶ Es wäre völlig offen, wie sich Insiderinformationen von Nicht-Insiderinformationen abgrenzen. Ohne praktikable Maßstäbe drohen willkürliche Einzelfallentscheidungen;⁵⁴⁷ der Begriff des verständigen Anlegers wäre nicht mehr subsumtionsfähig.⁵⁴⁸ Dies stünde nicht im Einklang mit Erwägungsgründen Nr. 4 und Nr. 18, die ein hohes Maß an Rechtssicherheit und Praktikabilität ausdrücklich als Ziele der MAR definieren⁵⁴⁹, von der Problematik mangelnder tatbestandlicher Bestimmtheit im Bereich der strafrechtlichen Sanktionierung einmal ganz abgesehen. Schwere Wertungswidersprüche entstünden auch bei der Ad-hoc-Publizitätspflicht: Ihr Ziel, die Integrität des Kapitalmarkts durch informationelle Transparenz zu schützen, würde verfehlt, wenn allein durch Hysterie überbetonte Umstände einem breiten Anlegerpublikum offengelegt werden müssten, tatsächlich wertändernde Faktoren hingegen nicht. Die Verbreitung als Ad-hoc-Mitteilung würde den irrationalen Kursauschlag nochmals verstärken; Marktverzerrungen wären die Folge.⁵⁵⁰ Hiernach erweist sich die Berücksichtigung irrationaler Reaktionen von Marktteilnehmern bei der Beurteilung der Kursrelevanz als ein Irrweg. Mit dem Ausschuss Europäischer Wertpapierregulierungsbehörden (CESR)⁵⁵¹ ist der verständige Anleger als eine rationale Figur zu begreifen, die irrationale Reaktionen anderer Marktteilnehmer bei der Beurteilung der Kursrelevanz einer Information ausblendet.⁵⁵²

⁵⁴³ BGH v. 13.12.2011 – XI ZR 51/10 = NZG 2012, 263 (267, Rn. 44) – IKB.

⁵⁴⁴ *Kumpan/Misterec* in Schwark/Zimmer VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 139.

⁵⁴⁵ So etwa *Assmann* in *Assmann/Schneider/Mülbert* VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 84 und wohl auch *BaFin, Emittentenleitfaden*, 5. Auflage, Modul C Stand: 25.3.2020, S. 12. Noch zum WpHG aF: BGH v. 13.12.2011 – XI ZR 51/10 = NZG 2012, 263 (267) Rn. 44; *Mennicke* ZBB 2013, 244 (248 f.); *Mennicke/Jakowou* in *Fuchs WpHG* § 13 Rn. 142a; *Langenbacher* AG 2016, 417 (421 f).

⁵⁴⁶ *Klöhn* in *Klöhn MAR* Art. 7 Rn. 278; *Hopt/Kumpan* in *Ellenberger/Bunte BankR-HdB*, 6. Aufl. 2022, § 86 Rn. 55.

⁵⁴⁷ *Hopt/Kumpan* in *Ellenberger/Bunte BankR-HdB*, 6. Aufl. 2022, § 86 Rn. 54; *Klöhn* AG 2012, 345 (349 f.); *ders.* in *Klöhn MAR* Art. 7 Rn. 284 f.; *Kumpan/Misterec* in *Schwark/Zimmer VO* (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 140.

⁵⁴⁸ *Kraack* ZIP 2020, 1389 (1392).

⁵⁴⁹ *Kumpan/Misterec* in *Schwark/Zimmer VO* (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 140.

⁵⁵⁰ *Klöhn* in *Klöhn MAR* Art. 7 Rn. 276/286; *Kumpan/Misterec* in *Schwark/Zimmer VO* (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 140.

⁵⁵¹ CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, December 2002, Rn. 27 (Fn. 1).

⁵⁵² *Klöhn* in *Klöhn MAR* Art. 7 Rn. 278; *Hopt/Kumpan* in *Ellenberger/Bunte BankR-HdB*, 6. Aufl. 2022, § 86 Rn. 55.

- 117b** Aus denselben Gründen wäre es verfehlt, das Spektrum des verständigen Anlegers auf einen spekulativ handelnden Anleger zu erweitern. Auch dies würde die Konturen des Begriffs der Insiderinformation verwischen und Rechtsunsicherheit zur Folge haben, die angesichts der strafrechtlichen Sanktionierung von Insidergeschäften (Art. 14 MAR) und der drakonischen Ahndung der Verletzung der Offenlegungspflicht (Art. 17 MAR) nicht hinzunehmen ist.
- 117c** Die BaFin – die den verständigen Anleger nicht als Abbild des Marktes, sondern als ein durchschnittlich börsenkundiges Individuum versteht, das seine Entscheidungen auf objektiv nachvollziehbarer Informationsgrundlage trifft, nicht notwendigerweise besonderes Fachwissen besitzt, aber gleichwohl mit den Usancen des Wertpapierhandels und dem Unternehmensrecht in Grundzügen vertraut sein sollte⁵⁵³ – hatte sich zwischenzeitlich so positioniert, dass bei der Prüfung der Kursrelevanz das Spektrum des verständigen Anlegers zumindest auch auf den spekulativ handelnden Anleger erweitert werden müsse.⁵⁵⁴ In der Neuauflage des Emittentenleitfadens von 2020 findet sich diese Äußerung nicht mehr. Vielmehr erläutert die BaFin ihre Auffassung, dass ein verständiger Anleger alle Besonderheiten des Einzelfalles in seine Beurteilung einbeziehe. Hierzu gehöre, dass er in einer Gesamtschau auch würdige, in welcher gegenwärtigen Marktsituation sich das Unternehmen befinde und ob unter Berücksichtigung dieser aktuellen Marktsituation der in Rede stehende Umstand geeignet erscheine, den Kurs des betreffenden Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen. Dabei berücksichtige der Anleger auch, wie aus seiner Erfahrung heraus andere Marktteilnehmer (dh das Anlegerpublikum) in der Vergangenheit auf vergleichbare Sachverhalte reagiert haben. Daher geht die BaFin davon aus, dass ein verständiger Anleger in seine Anlageentscheidung nicht nur die zukünftige Finanz- und Ertragskraft des Unternehmens einbezieht, sondern ggf. auch weitere Faktoren, die – losgelöst von einer Änderung des Unternehmenswertes – auf den Kurs des Finanzinstruments einwirken können. Beispielhaft nennt die BaFin die Zahlung von Dividenden oder ein Abfindungsangebot bei einem Squeeze-Out. Ein verständiger Anleger reagiere insoweit auf alle ihm vorliegenden Informationen, die er vollständig und umfassend im Hinblick auf ihre Kursrelevanz bewertet; dies umfasse auch Erfahrungswerte.⁵⁵⁵
- 117d** Dass die BaFin die Berücksichtigung irrationaler und spekulativer Handlungsweisen aus dem Leitfaden herausgenommen hat, ist zu begrüßen.⁵⁵⁶ Unklar bleibt jedoch, ob hiermit auch eine inhaltliche Abkehr verbunden ist.⁵⁵⁷ In dem Abstellen auf Erfahrungswerte lässt sich durchaus eine Entwicklung zur Objektivierung verzeichnen.⁵⁵⁸ Gleichwohl lässt ein Abstellen auf vergleichbare Sachverhalte in der Vergangenheit noch Raum für spekulative Aspekte.⁵⁵⁹ Wie vorstehend gezeigt, ist die Berücksichtigung irrationaler Reaktionen und spekulativer Aspekte dogmatisch nicht zu rechtfertigen.⁵⁶⁰ Es ist daher nach wie vor angezeigt, die Positionierung der BaFin kritisch zu beleuchten.⁵⁶¹
- 117e gg) Maßgebliche Fallgruppen. (1) Zukunftsbezogene Informationen.** Zukunftsbezogene Informationen – dh gegenwärtige Informationen über noch nicht eingetretene Umstände – sind der klassische Anwendungsfall der *Probability-Magnitude*-Formel, die bei der Prüfung der Kursrelevanz zwar keine schematische Anwendung findet, deren Grundgedanken jedoch als Ausgangspunkt für die Systematisierung und Gewichtung von Unsicherheitsfaktoren innerhalb der Einzelfallprüfung dienen können (→ Rn. 112a). Bei ge-

⁵⁵³ BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Auflage, Modul C Stand: 25.3.2020, S. 11.

⁵⁵⁴ BaFin, FAQ III. 6. b) zu Art. 17 MAR; zitiert nach *Zölter-Petzoldt BKR 2020, 272 (272)*.

⁵⁵⁵ BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Auflage, Modul C Stand: 25.3.2020, S. 11.

⁵⁵⁶ DAV Handelsrechtsausschuss, NZG 2019, 1138 (1139).

⁵⁵⁷ Vgl. einerseits *Bekritsky WM 2020, 1959 (1960)*; *Kraack ZIP 2020, 1389 (1391)*; *Kumpan/Misterek ZHR 2020, 180 (200)*; andererseits *Zölter-Petzoldt BKR 2020, 272 (272)* *Merkner/Sustmann/Retsch AG 2019, 621 (623)* *Leyens ZGR 2020, 256 (266)*.

⁵⁵⁸ *Kiefner/Krämer/Happ DB 2020, 1386 (1387)*.

⁵⁵⁹ *Zölter-Petzoldt BKR 2020, 272 (272)*.

⁵⁶⁰ So auch *Kraack ZIP 2020, 1389 (1392)*; ähnlich *Kiefner/Krämer/Happ DB 2020, 1386 (1387)*.

⁵⁶¹ *Merkner/Sustmann/Retsch AG 2020, 621 (623)*.

streckten Geschehensabläufen ist daher die Eintrittswahrscheinlichkeit des noch ausstehenden Endereignisses anhand aller ex ante zur Verfügung stehenden Anhaltspunkte abzuschätzen und mit der bei Eintritt des Endereignisses erwarteten Kursbewegung zu multiplizieren. Weil sich Eintrittswahrscheinlichkeit wie Kursauswirkung nur näherungsweise schätzen lassen, sind selbstverständlich keine mathematisch exakten Ergebnisse zu erwarten.⁵⁶² Hierauf kommt es bei der anzustellenden Einzelfallbetrachtung aber auch nicht an; vielmehr sind hier alle relevanten Faktoren möglichst umfassend zu würdigen.⁵⁶³

Soweit die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses in die Formel einzustellen ist (*Probability*), ist zu bedenken, dass gemäß Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR nur dann eine Insiderinformation vorliegt, wenn die Information sowohl präzise als auch kursrelevant ist. Wie der EuGH⁵⁶⁴ bekräftigt hat, sind das Merkmal der präzisen Information und das Merkmal der Kursrelevanz voneinander unabhängige Tatbestandsmerkmale (→ Rn. 28c ff.). Gemäß Art. 7 Abs. 2 Satz 1 Hs. 1 MAR sind nur solche künftigen Ereignisse präzise Informationen, mit deren Eintritt vernünftigerweise gerechnet werden kann. Nach der Rechtsprechung des EuGH erfordert dies eine überwiegende Wahrscheinlichkeit, dh dass das Endereignis eher wahrscheinlich als unwahrscheinlich ist.⁵⁶⁵ Hiernach können Informationen über eher unwahrscheinliche als wahrscheinliche Endereignisse schon deswegen keine Insiderinformationen sein, weil sie keine präzisen Informationen sind. Welche Kursauswirkungen Informationen haben, die nicht präzise sind, kann dahinstehen; daher bleiben Informationen über Endereignisse mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von weniger als 50% im Rahmen der Kursrelevanzprüfung von vornherein außer Betracht. Bei der Anwendung der *Probability-Magnitude*-Formel kann der Faktor für die Eintrittswahrscheinlichkeit daher niemals kleiner als 0,5 sein.⁵⁶⁶ Dies gilt auch dann, wenn das Endereignis einen ganz besonders erheblichen Kursauschlag erwarten lässt: Auch Informationen über eher unwahrscheinliche als wahrscheinliche „Kracher“-Endereignisse sind keine präzisen Informationen – jedenfalls solange sie ihre insiderrechtliche Relevanz ausschließlich aus dem Endereignis ableiten (→ Rn. 72a f.).

Bei der Prüfung der Kursauswirkung des Endereignisses (*Magnitude*) ist insbesondere die Markterwartung zu berücksichtigen. Wie sehr sich der Kurs bei Eintritt des Endereignisses bewegt, hängt entscheidend davon ab, inwieweit der Markt schon mit dem Eintritt des Endereignisses rechnet und sich diese Erwartung im aktuellen Börsenkurs niederschlägt.⁵⁶⁷

(2) Zwischenschritte. Die in der Praxis am häufigsten zu prüfenden zukunftsbezogenen Informationen sind Zwischenschritte im Rahmen mehrgliedriger Geschehensabläufe. Weil gemäß Art. 7 Abs. 3 MAR auch ein Zwischenschritt für sich genommen eine Insiderinformation sein kann, ist immer auch die Kursrelevanz des Zwischenschritts zu prüfen. Dogmatisch sind zwei Arten von Zwischenschritten zu unterscheiden: Zwischenschritte, die schon aus sich selbst heraus die Kriterien der Insiderinformation erfüllen, und Zwischenschritte, die ihre insiderrechtliche Relevanz ausschließlich aus dem noch ausstehenden Endereignis ableiten. Erstere liegen vor, wenn bereits der Eintritt des Zwischenschritts unmittelbare Auswirkungen auf den Emittenten hat und diese Auswirkungen unabhängig vom Eintritt des Endereignisses zu Veränderungen führen, etwa indem die Unternehmensleitung einen Strategiewechsel einleitet.⁵⁶⁸ Letztere sind gegeben, wenn der erreichte Sach-

⁵⁶² Klöhn in Klöhn MAR Art. 7 Rn. 219.

⁵⁶³ Kumpan/Misterek in Schwark/Zimmer VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 161.

⁵⁶⁴ EuGH v. 28.6.2012 – Rs. C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 = NZG 2012, 784 (786, Rn. 25) – *Geltl*.

⁵⁶⁵ EuGH v. 28.6.2012 – Rs. C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 = NZG 2012, 784 (786, Rn. 45 ff.) – *Geltl*; zur Auslegung als überwiegende Wahrscheinlichkeit *Bingel* AG 2012, 685 (689); *Hitzer* NZG 2012, 860 (862); *Wilsing/Goslar* DStR 2012, 1709 (1711 f.); *Ihrig/Kranz* AG 2013, 515 (517); *Schall* ZIP 2012, 1286 (1288); *Klöhn* ZIP 2012, 1885 (1889); *Veil* in *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2014, § 13 Rn. 44.

⁵⁶⁶ Kumpan/Misterek in Schwark/Zimmer VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 162.

⁵⁶⁷ Klöhn in Klöhn MAR Art. 7 Rn. 218; Kumpan/Misterek in Schwark/Zimmer VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 163; zu Markterwartungen → Rn. 126b ff.

⁵⁶⁸ BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Auflage, Modul C Stand: 25.3.2020, S. 13.

stand für sich selbst genommen zwar keine derartigen Auswirkungen auf den Emittenten hat, er sich aber als ein Zwischenstadium auf dem Weg hin zu einem überwiegend wahrscheinlichen, kursrelevanten Endereignis darstellt und die Prüfung der Kursrelevanz des Zwischenstadiums, in die sämtliche Umstände des Einzelfalls einfließen (darunter auch – aber nicht nur – die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses und die Höhe des Kursausschlags), zu dem Ergebnis gelangt, dass bereits das erreichte Zwischenstadium kursrelevant ist. Bei dieser Art Zwischenschritt wird die Prüfung der insiderrechtlichen Relevanz des Zwischenschritts (als Prüfung einer Information über gegenwärtige Umstände) häufig identisch zur insiderrechtlichen Bewertung des Endereignisses (als Prüfung einer Information über künftige Umstände) ausgehen (zum Ganzen → Rn. 67 ff.).

- 117i** Nach zutreffendem Verständnis der Vorschrift des Art. 7 Abs. 3 MAR entfalten eingetretene Zwischenschritte weder auf Präzisionsebene noch auf Kursrelevanzebene eine Sperrwirkung, wenn das Endereignis nicht überwiegend wahrscheinlich ist (→ Rn. 70). Für einen Zwischenschritt, der schon für sich selbst genommen eine präzise, kursrelevante Information ist, bedarf dies keiner weiteren Erklärung: Er erfüllt sämtliche Merkmale der Insiderinformation, und zwar völlig unabhängig davon, ob er auch als Etappe auf dem Weg hin zu einem – gegebenenfalls nicht überwiegend wahrscheinlichen – Endereignis begriffen werden könnte. Demgegenüber ist ein Zwischenschritt, der seine insiderrechtliche Bedeutung ausschließlich aus dem Endereignis ableitet, keine präzise Information, wenn die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses kleiner als 50 % ist. Mit dieser Feststellung ist die Prüfung der insiderrechtlichen Relevanz beendet. Zur Anwendung der Probability-Magnitude-Formel kommt es nicht mehr; in ihr kann der Faktor für die Eintrittswahrscheinlichkeit niemals kleiner als 0,5 sein. Ist jedoch der Zwischenschritt, der seine insiderrechtliche Bedeutung ausschließlich aus dem Endereignis ableitet, eine präzise Information (etwa weil die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses größer als 50 % ist), ist er auf seine Kursrelevanz zu überprüfen. In die hierfür maßgebliche Einzelfallprüfung fließen u. a. die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses und die erwartete Höhe des Kursausschlags ein.
- 117j** Nicht zutreffend erscheint es, Zwischenschritten, die ihre insiderrechtliche Bedeutung ausschließlich aus dem Endereignis ableiten, für sich selbst genommen als Insiderinformationen anzusehen, wenn die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses weniger als 50 % beträgt, dieses Endereignis aber – wenn es einträte – den Fundamentalwert der betroffenen Finanzinstrumente so erheblich beeinflussen würde, dass nach dem *Probability-Magnitude*-Ansatz selbst bei einer geringen Eintrittswahrscheinlichkeit ein gegenwärtiger Handelsanreiz besteht.⁵⁶⁹ Zwischenschritte, die keine präzisen Informationen sind, werden nicht deswegen zu Insiderinformationen, weil sie in ganz besonderem Maße kursrelevant sind. Bei der Anwendung der *Probability-Magnitude*-Formel kann der Faktor für die Eintrittswahrscheinlichkeit niemals kleiner als 0,5 sein.⁵⁷⁰ Selbstverständlich ist dies anders, wenn der Zwischenschritt seine Bedeutung nicht nur aus dem Endereignis ableitet, sondern aus anderen Gründen – etwas wegen seiner Auswirkungen auf den Emittenten – eine präzise Information ist.
- 117k (3) Gerüchte.** Gerüchte geben über ihren Informationsgegenstand keine sichere Auskunft. Dieser Unsicherheitsfaktor ist im Rahmen der für die Prüfung der Kursrelevanz maßgeblichen Einzelfallbetrachtung angemessen zu würdigen. Auch hierfür kann die hinter der *Probability-Magnitude*-Formel stehende Modellvorstellung fruchtbar gemacht werden.⁵⁷¹

⁵⁶⁹ So aber wohl *Veil* ZBB 2014, 85 (90 f.); *Seibt*, Bankrechtstag 2017, S. 81 (90); *Klöhn* in *Klöhn* MAR Art. 7 Rn. 220; *Kraack* ZIP 2020, 1389 (1393); *Hemeling* ZHR 2020, 397 (401); *Leyens* ZGR 2020, 256 (261); *Schwarzfischer* ZBB 2022, 12 (18); wohl auch *Kumpan/Misterec* in *Schwark/Zimmer* VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 165 (gegen Rn 162); dagegen zutreffend *Assmann* in *Assmann/Schneider/Mülbart* VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 80 ff.; *Vetter/Engel/Lauterbach* AG 2019, 160 (160 ff.); *Merkner/Sustmann/Retsch* AG 2019, 621 (625); *Habersack* AG 2020, 697 (699 f.).

⁵⁷⁰ *Kumpan/Misterec* in *Schwark/Zimmer* VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 162.

⁵⁷¹ *Kumpan/Misterec* in *Schwark/Zimmer* VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7 Rn. 166; ausdrücklich für Anwendung der Formel bei Gerüchten *Klöhn* in *Klöhn* MAR Art. 7 Rn. 224; ähnlich bereits *Fleischer/Schmolke* AG 2007, 841 (846).