

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 292

**Die Offenlegung
von Insiderinformationen
in der Arbeitnehmervertretung**

Von

Nora Nagi



Duncker & Humblot · Berlin

NORA NAGI

Die Offenlegung von Insiderinformationen
in der Arbeitnehmervertretung

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Jens Koch, Köln

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 292

Die Offenlegung von Insiderinformationen in der Arbeitnehmervertretung

Von

Nora Nagi



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Ruhr-Universität Bochum
hat diese Arbeit im Jahr 2023 als Dissertation angenommen.

Die Drucklegung wurde gefördert von der Hans-Böckler-Stiftung.

Hans **Böckler**
Stiftung 


Mitbestimmung · Forschung · Stipendien

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2026 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, 97222 Rimpar
Druck: Prime Rate Zrt., Budapest, Ungarn

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-19664-7 (Print)
ISBN 978-3-428-59664-5 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,
12165 Berlin, Germany | E-Mail: info@duncker-humblot.de
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

*Meiner Mutter,
Susanne Bartsch*

Vorwort

Die vorliegende Dissertation wurde im Sommersemester 2023 von der Juristischen Fakultät der Ruhr-Universität Bochum angenommen. Sie entstand im Rahmen des von der Hans-Böckler-Stiftung geförderten Forschungsprogramms „*Stakeholder-Interessen und marktbezogene Corporate Governance – Das Spannungsverhältnis zwischen dem Sonderrecht der börsennotierten AG und dem Schutz von Drittinteressen*“ (NFG 023), das an der Ruhr-Universität Bochum eingerichtet wurde.

Mein besonderer Dank gilt meinem verehrten Doktorvater, Herrn Professor Dr. Martin Zimmermann, LL.M. (Michigan), der mich während meiner gesamten Promotionszeit sowohl fachlich als auch persönlich unterstützt und gefördert hat. Er war mir stets ein geschätzter Gesprächspartner und hat mich mit seiner Expertise, seinem Rat und seiner Unterstützung nachhaltig inspiriert. Auch auf die anschließende Zeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin an seiner Professur blicke ich mit großer Freude zurück.

Der Hans-Böckler-Stiftung danke ich herzlich für ihre großzügige ideelle und materielle Förderung während meiner Promotion. Mein Dank gilt insbesondere Frau Professorin Dr. Katja Nebe, deren wertvolle Einblicke in das Kollektivarbeitsrecht und die vertrauensvollen Gespräche meine Arbeit bereichert haben.

Besonderen Dank schulde ich Herrn Professor Dr. Jacob Jousen nicht nur für die Übernahme des Zweitgutachtens und dessen zügige Erstellung, sondern auch für die prägende Zeit als studentische Hilfskraft an seinem Lehrstuhl für Deutsches und Europäisches Arbeits- und Sozialrecht sowie Bürgerliches Recht. Dort konnte ich wertvolle Erfahrungen in Lehre und Praxis sammeln und großartige Kolleginnen und Kollegen kennenlernen. Dies gilt besonders für Professor Dr. Tim Husemann und Dr. Antje Rech, die mir von Beginn an mit wertvollen Ratschlägen zur Seite standen und bis heute wichtige Ansprechpartner sind.

Mein tiefster Dank gilt meiner Familie: Meinen Geschwistern Ahmed und Mariam Nagi sowie meiner Cousine und meinem Cousin Jara und Kariem Nagi, die mich mit ihrem unermüdlichen Rückhalt und ihrer Hilfe in allen Phasen meiner Dissertation – und weit darüber hinaus – begleitet haben. Meiner Mutter, der ich alles verdanke, widme ich diese Arbeit.

Essen, im November 2025

Nora Nagi

Inhaltsübersicht

Kapitel 1

Einleitung	25
§ 1 Problemaufriss	25
§ 2 Gang der Untersuchung	36

Teil I

Kapitel 2

Das Spannungsverhältnis zwischen dem Tätigkeitsfeld der gesetzlichen Arbeitnehmersvertreter und dem insiderrechtlichen Offenlegungsverbot	41
§ 3 Zum Begriff des Spannungsverhältnisses	42
A. Spannungsverhältnisse im Kontext der Einheit der Rechtsordnung	42
B. Erscheinungsformen und Lösungsmittel	45
§ 4 Regelungsgegenstand und Ziele des Marktmissbrauchsrechts	46
A. Marktmissbrauch	46
B. Markt- und Anlegerschutz	48
§ 5 Recht der Arbeitnehmervertretung	64
A. Regelungsgegenstand und -ziele des Arbeitnehmervertretungsrechts	64
B. Akteure in der gesetzlichen Arbeitnehmervertretung	74
§ 6 Verbot der Offenlegung von Insiderinformationen	86
A. Regelungsinhalt	86
B. Regelungszweck des Art. 14 lit. c) MMVO	93
C. Schlussfolgerungen für den Regelungszweck des Offenlegungsverbots	140
D. Fazit	145
§ 7 Tätigkeitsfeld der gesetzlichen Arbeitnehmervertreter	145
A. Analyse des Tätigkeitsfelds der gesetzlichen Arbeitnehmervertreter	146
B. Fazit	189
§ 8 Arbeitnehmerinsiderinformationen	190
A. Insiderinformationen in der Arbeitnehmervertretung	191
B. Normwiderspruch	216
§ 9 Ergebnisse Teil I	247

Teil II

Kapitel 3

Die rechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen im Rahmen eines normalen Geschäftsgangs im Sinne des Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 a.E. MMVO 255

§ 10 Die <i>Grøngaard und Bang</i>-Entscheidung des EuGH	255
A. Sachverhalt	257
B. Urteil des EuGH	259
C. Rezeption des Urteils durch Literatur und Rechtsprechung	261
D. Ergebnis des Ausgangsverfahrens	287
E. Urteilkritik	289
§ 11 Implikation der <i>Grøngaard und Bang</i>-Entscheidung für Art. 14 lit. c) MMVO 312	
A. Stand der Diskussion	312
B. Auslegung des Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 MMVO	314
C. Implikation der Entscheidung im neuen Recht	340

Kapitel 4

Rechtmäßigkeit der Offenlegung von Insiderinformationen in der Arbeitnehmervertretungspraxis 342

§ 12 Zweck der Offenlegung von Insiderinformationen in der Arbeitnehmervertretung	342
A. Relevante Konstellationen	342
B. Offenlegung anlässlich der Erfüllung einer Aufgabe	344
§ 13 Normaler Geschäftsgang in der Arbeitnehmervertretung	346
A. Geeignetheit	347
B. Erforderlichkeit	348
C. Angemessenheit	354
D. Schlussfolgerung	363
§ 14 Ergebnisse Teil II	364

Kapitel 5

Schlussbetrachtung 367

Literaturverzeichnis	370
Stichwortverzeichnis	390

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1

Einleitung	25
§ 1 Problemaufriss	25
§ 2 Gang der Untersuchung	36

Teil I

Kapitel 2

Das Spannungsverhältnis zwischen dem Tätigkeitsfeld der gesetzlichen Arbeitnehmervertreter und dem insiderrechtlichen Offenlegungsverbot

	41
§ 3 Zum Begriff des Spannungsverhältnisses	42
A. Spannungsverhältnisse im Kontext der Einheit der Rechtsordnung	42
B. Erscheinungsformen und Lösungsmittel	45
§ 4 Regelungsgegenstand und Ziele des Marktmissbrauchsrechts	46
A. Marktmissbrauch	46
B. Markt- und Anlegerschutz	48
I. Finanzmarkt	48
1. Begriff des Finanzmarktes	49
2. Funktion des Finanzmarktes	50
II. Anleger	51
1. Begriff des Anlegers und seine Rechtspositionen	51
a) Anleger als Erwerber eines Finanzinstruments (Teilnehmer am Markt)	53
aa) Faktische Betrachtung eines Börsengeschäfts	53
bb) Funktion der Market Maker	55
b) Anleger als Aktionär (Teilnehmer am Unternehmen)	55
aa) Vermögensrechte	56
bb) Mitverwaltungsrechte	56
c) Zwischenfazit und Folgerungen	58
d) Principal-Agent-Konflikt	59
aa) Interne Corporate Governance-Mechanismen	59
(1) Kontrolle durch den Aufsichtsrat	60

(2) Aktienrechtliche Zielvorgaben der Geschäftsleitung	60
bb) Externe <i>Corporate Governance</i> -Mechanismen	62
2. Zusammenfassung und Ergebnis zum Anlegerbegriff spezifisch der MMVO	63
§ 5 Recht der Arbeitnehmervertretung	64
A. Regelungsgegenstand und -ziele des Arbeitnehmervertretungsrechts	64
I. Gegenstand	65
II. Regelungsziele	65
1. Ergänzender Arbeitnehmerschutz durch Teilhabe	66
a) Sozialethische Dimension der Teilhabe	66
aa) Demokratisierung der Arbeitswelt	66
bb) Sicherung eines sozialen Mindestschutzes innerhalb der EU	67
b) Ökonomische Dimension der Teilhabe	69
2. Arbeitnehmerbegriff	71
B. Akteure in der gesetzlichen Arbeitnehmervertretung	74
I. Arbeitnehmervertreter	74
1. ...im Unternehmen	75
2. ...im Betrieb	77
II. Auskunftspersonen im weiteren Sinne	79
1. Typen an Unterstützungspersonen	80
a) Gemeinsamkeiten und Unterschiede	81
b) Ergebnis	84
2. Besondere Rolle der Gewerkschaftsvertreter	85
§ 6 Verbot der Offenlegung von Insiderinformationen	86
A. Regelungsinhalt	86
I. Tatbestand	87
1. Regel-Ausnahme-Verhältnis	87
2. Normadressat	88
3. Offenlegungshandlung	90
II. Rechtsfolgen bei Verbotsverstoß	91
III. Rechtsnatur des Verbots	92
B. Regelungszweck des Art. 14 lit. c) MMVO	93
I. Prävention von Insidergeschäften	93
1. Insidergeschäfte	93
a) Strukturmerkmal und Erscheinungsformen	93
b) Insidergewinne	95
2. Zwischenfazit	96
II. Regelungszweck des Insidergeschäftsverbots	96
1. Schutz der Integrität der Finanzmärkte und Anlegerschutz	97

2. Kennzeichen integrier Finanzmärkte im Sinne der MMVO	98
a) Integrierter Markt	98
aa) Der Weg bis zur MMVO	98
bb) Harmonisierungsgrad der MMVO	101
cc) Zwischenfazit	102
b) Effizienter und transparenter Markt	102
aa) Ökonomische Analyse des (Marktmissbrauchs-)Rechts	103
bb) Folgerungen für die Untersuchung	104
3. Efficient Capital Market Hypothesis	105
a) Modellannahmen	106
b) Wirtschaftswissenschaftliche Prämissen des Modells	106
c) Folgeaussagen des Modells	107
d) Empirie und das Joint-Hypothesis-Problem	108
e) Zwischenergebnis	110
4. Regelungskonzept der MMVO	111
a) Informationsmodell des Verordnungsgebers	111
aa) Publizitätspflichten in Art. 17 MMVO	112
(1) Zuständigkeit	113
(2) Publizitätspflichtige Informationen	113
(3) Ziel der Publizitätsvorschriften	114
(4) Offenlegungsmodalitäten	114
(5) Rechtsfolgen bei Verstoß	116
(6) Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht	117
bb) Managers' Transactions-Meldungen, Art. 19 Abs. 3 MMVO	119
b) Zwischenergebnis	120
5. Rückschluss auf die Marktidentität	122
a) Bedeutung von Publizität aus ökonomischer Sicht und rechtliche Umsetzung	122
aa) Gefahr des Marktversagens	123
(1) Finanzinstrumente als Vertrauensgüter	123
(2) Akerlofsches Phänomen	124
(3) Zwischenergebnis	125
bb) Emittent als cheapest cost avoider unter den Marktteilnehmern	126
cc) Zwischenfazit	127
b) Adressat der Publizität aus ökonomischer Sicht und rechtliche Umsetzung	127
aa) Anleger der MMVO als Homo Oeconomicus	128
bb) Gegenthesen der <i>Behavioral Finance</i>	129
cc) Zwischenergebnis	131

c)	Gegenstand effektiver Publizität aus ökonomischer Sicht und rechtliche Umsetzung	132
aa)	Publizitätskonzept der MMVO	132
bb)	Grenzen der Publizität	132
cc)	Zwischenergebnis	133
d)	Funktion eines Insiderhandelsverbots aus ökonomischer Sicht und rechtliche Umsetzung	133
aa)	Bedeutung der informationellen Gleichbehandlung	134
bb)	Irrelevanz von Vermögensverlusten einzelner Anleger	137
e)	Schlussfolgerungen	138
6.	Definition des Merkmals des effizienten Sekundärmarktes nach der MMVO	140
C.	Schlussfolgerungen für den Regelungszweck des Offenlegungsverbots	140
I.	Gestaffelter Regelungszweck	141
II.	Bedeutung des gestaffelten Regelungszwecks für die Normeninterpretation	141
D.	Fazit	145
§ 7	Tätigkeitsfeld der gesetzlichen Arbeitnehmervertreter	145
A.	Analyse des Tätigkeitsfelds der gesetzlichen Arbeitnehmervertreter	146
I.	Untersuchungsmethode	146
1.	Herausforderungen	146
2.	Ziel	147
3.	Mittel und Vorteile des Mittels	148
II.	Informationelle Austauschbeziehungen in der Arbeitnehmervertretung	151
1.	Hauptinformationen	152
a)	Arbeitnehmervertreter als Empfänger von Informationen	152
aa)	Informationsgegenstand	153
(1)	Strategische oder operative Entscheidungen	153
(a)	Begriff der Entscheidung	154
(aa)	Phasen eines Entscheidungsprozesses	154
(bb)	Abgrenzung einer Entscheidung von einer Planung	155
(cc)	Bedeutung des Phasenmodells für die Rechtsanwendung	156
(b)	Strategisch oder operativ	157
(2)	Sonstige Umstände	158
bb)	Informationsziel	159
(1)	Bloße Mitwirkung	160
(a)	Unterrichtung	160
(b)	Anhörung	161
(c)	Beratung	162
(d)	Widerspruch	162

(e) Zustimmung	163
(2) Echte Mitbestimmung	164
(3) Bedeutung der Beteiligungsziele	165
cc) Informationszeitpunkt	167
(1) Unverzüglich	167
(2) Rechtzeitig	168
(a) Bezugspunkt	168
(b) Konkretisierung durch Informationsziel	169
(c) Unterlassung vollendeter Tatsachen	171
(3) Periodisch	172
dd) Informationsvorbehalt	173
(1) Geschäftsgeheimnisbegriff in der betrieblichen Vertretung ...	174
(2) Gefährdung des Geschäftsgeheimnisses	175
b) Arbeitnehmervertreter als Sender von Informationen	175
2. Hilfsinformationen	176
a) Wirtschaftsausschuss	176
b) EBR/SEBR	177
c) Hauptversammlung	177
3. Auskunftsinformationen	178
a) Akzessorische Auskunftsinformationen	180
b) Nicht-akzessorische Auskunftsinformationen	182
4. Betriebsinformationen	183
III. Schlussfolgerungen: Die Arbeitnehmerinformationen	184
1. Zum Tätigkeitsfeld im Allgemeinen	184
2. Zu den einzelnen informationellen Austauschbeziehungen	185
a) Hauptinformationen	185
b) Hilfsinformationen	188
c) Auskunftsinformationen	189
d) Betriebsinformationen	189
B. Fazit	189
§ 8 Arbeitnehmerinsiderinformationen	190
A. Insiderinformationen in der Arbeitnehmervertretung	191
I. Merkmale der Insiderinformationen im kollektivarbeitsrechtlichen Kontext	191
1. Präzise Informationen im insiderrechtlichen Sinn	191
a) Definition	191
aa) Gegenständlicher Bezugspunkt der Informationen	192
(1) Umstände und Ereignisse	192
(2) Zeitliche Dimension der Informationen	193
(3) Zwischenschritte	194
bb) Kursspezifität	195

b)	Präzise Arbeitnehmerinformationen aus Anlegersicht	196
aa)	Ausstehende Arbeitnehmerbeteiligung als Eintrittshindernis	197
bb)	Kurspezifität von Arbeitnehmerinformationen im frühen Beteiligungsstadium	198
cc)	Zwischenergebnis	200
2.	Kursrelevanz der Informationen im insiderrechtlichen Sinn	201
a)	Definition	201
b)	Kursrelevanz von Arbeitnehmerinformationen aus Anlegersicht	204
aa)	Wirtschaftliche Angelegenheiten	205
bb)	Personale Angelegenheiten	207
cc)	Soziale Angelegenheiten	208
(1)	Bedeutung von CSR für die Preisbildung an den Finanzmärkten	209
(2)	Neutralität der (Rechts-)Ökonomik in Bezug auf den Nutzen eines Guts	211
c)	Zwischenergebnis	212
3.	Öffentliche Unbekanntheit der Informationen	213
a)	Definition	213
b)	Zugang des breiten Anlegerpublikums zu Arbeitnehmerinformationen	213
aa)	Zeitpunkt der Ad-hoc-Mitteilung	214
bb)	Frühestmöglicher Beteiligungszeitpunkt in der Arbeitnehmervertretung	215
c)	Schlussfolgerungen	216
II.	Ergebnis	216
B.	Normwiderspruch	216
I.	Wirkung der Ad-hoc-Mitteilung auf den Arbeitnehmerbeteiligungsprozess: bloße Vorbereitungshandlung oder schon vorzeitige Umsetzungsmaßnahme?	217
1.	Wirkung der Ad-hoc-Mitteilung	218
a)	Diskussionsstand in der Literatur	218
b)	Bedeutung des Unternehmensrufs für die Geschäftsleitung	219
aa)	Begriff des Unternehmensrufs	220
bb)	Ruf als Disziplinierungsmittel und Bestandteil des Gesellschaftsvermögens	220
cc)	Folgerungen für die weitere Untersuchung	222
c)	Bindung der Geschäftsleitung an Ad-hoc-Mitteilungen zum Schutz des Unternehmensrufs	222
aa)	Pflicht des Emittenten zur Korrektur von Altinformationen	222
bb)	Reputationsschaden bei hypothetischer Korrektur von Altinformationen	223
cc)	Ergebnis zur Bindungswirkung einer Ad-hoc-Mitteilung	227
2.	Ergebnis zur Wirkung der Ad-hoc-Mitteilung auf den Arbeitnehmerbeteiligungsprozess	227

II. Lösung über Art. 17 Abs. 4 MMVO	229
1. Arbeitnehmervertretung als Verhandlung i. S. d. Erwägungsgrunds Nr. 50a MMVO	230
a) Verhandlung	230
b) Erfolg von frühzeitiger Mitteilung wahrscheinlich gefährdet	232
2. Arbeitnehmervertretung als Zustimmungserfordernis i. S. d. Erwägungsgrunds Nr. 50b MMVO	233
a) Zustimmung	234
b) Kriterium der Wirksamkeit	234
c) Arbeitnehmervertretungsinstitutionen als „Organ des Emittenten“	235
aa) Kollektivarbeits- bzw. gesellschaftsrechtliche Betrachtung	235
bb) Marktmissbrauchsrechtliche Betrachtung	236
cc) Wirtschaftswissenschaftliche Betrachtung	237
(1) Das Unternehmen zwischen Innen- und Außensteuerung	237
(a) Konsistenz von internen und externen <i>Corporate Governance</i> -Mechanismen	239
(b) Interessenlage: Anleger vs. Arbeitnehmer	240
(2) Komplementarität	243
(3) Ergebnis	245
3. Ergebnis zur Lösung über Art. 17 Abs. 4 MMVO	246
III. Schlussfolgerungen	247
§ 9 Ergebnisse Teil I	247

Teil II

Kapitel 3

Die rechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen im Rahmen eines normalen Geschäftsgangs im Sinne des Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 a. E. MMVO

255

§ 10 Die <i>Grøngaard und Bang</i>-Entscheidung des EuGH	255
A. Sachverhalt	257
B. Urteil des EuGH	259
C. Rezeption des Urteils durch Literatur und Rechtsprechung	261
I. Verschärfung der Rechtslage: Abkehr vom <i>Need-to-Know</i> -Prinzip	261
1. <i>Need-to-Know</i> -Prinzip	263
2. Rechtslage in Deutschland vor Erlass der MMVO	263
a) Anfänge des deutsch-europäischen Insiderrechts	264
aa) Der Weg bis zum Erlass der Insider-RL-1989	264
bb) Bedeutung der US-amerikanischen <i>Disclose-or-Abstain-Rule</i>	268

b) Das Offenlegungsverbot: Von der Einführung bis zur aktuellen Fassung	271
3. Inhalt und Herleitung des <i>Need-to-Know</i> -Prinzips	278
a) Kommunikation im Beruf als wohlfahrtstheoretisches Interesse	278
b) (Ir-)Relevanz von Verschwiegenheitspflichten	278
c) Eindeutigkeit des Wortlauts	279
d) Indikatoren der Erforderlichkeit	280
aa) Eigenschaft des Empfängers als Berufsinsider	280
bb) Marktverträglichkeit der Informationsverarbeitung	280
e) Erfordernis einer Interessenabwägung	281
aa) (Keine) Rückausnahme bei gesetzlichen Vorschriften	281
bb) Differenzierung zwischen interner und externer Kommunikation	282
f) Zusammenfassung	282
II. Zur verbreiteten Interpretation des Urteils	283
1. Praktische Auswirkung: Akzentverschiebung oder (unzulässiger) Paradigmenwechsel	284
2. Offene Fragen	285
3. Maßgeblichkeit der Informantenperspektive	287
D. Ergebnis des Ausgangsverfahrens	287
E. Urteilskritik	289
I. Zum teleologisch konzentrierten Auslegungsstil	289
1. Zögerlichkeit im Umgang mit ökonomischen Argumenten	290
2. Zum Wert der informationellen Chancengleichheit der Anleger: eine unbestimmte Größe	292
3. Fehlen einer weiteren Konkretisierung des Weitergabeinteresses	294
II. Zum Erfordernis der Unerlässlichkeit bzw. der Verhältnismäßigkeit	295
1. Vorzugswürdiges Verständnis der Bedingung	296
a) Interpretation des Begriffs „unerlässlich“	296
aa) Notwendig	296
bb) Erforderlich	296
b) Maßgeblichkeit der juristischen Fachsprache	297
aa) Dogmatik des EuGH	297
bb) Rechtssache <i>Grøngaard und Bang</i>	300
2. Zulässigkeit des Interpretationsergebnisses	301
a) Analogieverbot	302
b) Keine unzulässige Restriktion	304
aa) Wortsinn des Begriffs „im normalen Rahmen“ eines Geschäftsgangs	304
bb) Auslegung des Art. 3 lit. a) Insider-RL	306
c) Ergebnis	308
3. Bewertung	308

III. Ergebnis der Urteilkritik	311
§ 11 Implikation der <i>Grøngaard und Bang</i>-Entscheidung für Art. 14 lit. c) MMVO	312
A. Stand der Diskussion	312
B. Auslegung des Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 MMVO	314
I. Vorverständnis und Ziel der Auslegungsarbeit	314
II. Kanon der Auslegungsmethoden	315
III. Auslegungshypothesen	316
1. Auslegung nach dem Wortlaut	316
2. Auslegung nach der Historie	318
a) Entstehungsgeschichte des insiderrechtlichen Offenlegungsverbots im Lichte seiner Vor- und Entwicklungsgeschichte seit seiner Einführung durch die Insider-RL-1989	319
aa) Initiative der Kommission als Reaktion auf die Finanzkrise 2008/ 2009	320
bb) Inhalt des Kommissionsentwurfs und Stellungnahme des Europäi- schen Parlaments	322
b) Ergebnis der Auslegung nach der Historie	324
3. Auslegung nach der Systematik	324
a) Äußere Systematik des Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 MMVO	324
aa) Standort des strittigen Rechtssatzes in Art. 10 MMVO	324
(1) Abs. 1 UAbs. 1 a.E. des Art. 10 MMVO	325
(a) Bedeutung des Charakters des Rechtssatzes als Ausnahme	325
(b) Schlussfolgerung	325
(2) Art. 10 Abs. 1 UAbs. 2 und Abs. 2 MMVO	326
bb) Standort des Art. 10 in der MMVO	327
(1) Verhältnis zu den Marktmissbrauchsverboten	327
(a) Bedeutung des Art. 14 lit. a)–b) MMVO	328
(b) Bedeutung des Art. 9 MMVO	329
(c) Bedeutung des Art. 11 MMVO	330
(2) Verhältnis zum Publizitätsgebot, Art. 17 MMVO	332
(a) Bedeutung des Art. 17 Abs. 1 und Abs. 4 MMVO	332
(b) Bedeutung des Art. 17 Abs. 8 MMVO	334
(c) Zwischenergebnis	335
b) Innere Systematik	335
4. Auslegung nach dem Sinn und Zweck	337
IV. Auslegungsergebnis	339
C. Implikation der Entscheidung im neuen Recht	340

Kapitel 4

**Rechtmäßigkeit der Offenlegung von Insiderinformationen in der
Arbeitnehmerschutzpraxis** 342

§ 12 Zweck der Offenlegung von Insiderinformationen in der Arbeitnehmerschutz-	342
Praxis	342
A. Relevante Konstellationen	342
I. Konfliktpotentiale	342
II. Zwischenergebnis	344
B. Offenlegung anlässlich der Erfüllung einer Aufgabe	344
I. Enger Zusammenhang zwischen der Aufgabe und der Offenlegung	344
II. Ergebnis	346
§ 13 Normaler Geschäftsgang in der Arbeitnehmerschutz	346
A. Geeignetheit	347
B. Erforderlichkeit	348
I. Darstellung der Informationen	349
1. Anonymisierung/Pseudonymisierung des betroffenen Emittenten	350
2. Verfälschung der Informationen	350
II. Übermittlungsweg und Empfängerkreis	351
1. Verkürzung des Übermittlungswegs	351
2. Beschränkung auf den kleinsten Empfängerkreis	351
C. Angemessenheit	354
I. Gewichtung der Interessen: Abstrakte Wertigkeit	354
1. Informationelle Chancengleichheit am Markt	355
2. Teilhabe am Arbeitsplatz	356
3. Rang der Positionen innerhalb der Rechtsordnung	356
II. Bestimmung des Ausmaßes der Beeinträchtigung der Rechtsgüter	358
1. Kann der Insider seine Aufgabe im Nachgang an die Veröffentlichung	
erfüllen?	358
a) Hauptinformationen	359
b) Auskunftsinformationen	360
c) Betriebsinformationen	360
2. Kann der Insider die Aufgabe zeitlich früher erfüllen? („Sensibilität der	
Informationen“)	360
3. Klärt der Insider den Empfänger über die Eigenschaft der Informationen	
auf?	362
4. Kann der Insider die Geheimhaltung sicherstellen?	362
5. Wird der Empfänger in eine Insiderliste aufgenommen?	363
D. Schlussfolgerung	363
§ 14 Ergebnisse Teil II	364

Inhaltsverzeichnis	21
--------------------	----

Kapitel 5

Schlussbetrachtung	367
---------------------------	-----

Literaturverzeichnis	370
-----------------------------------	-----

Stichwortverzeichnis	390
-----------------------------------	-----

Abkürzungsverzeichnis

Hinsichtlich der verwendeten Abkürzungen wird verwiesen auf

Kirchner, Hildebert: Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 10. Aufl., Berlin/Boston 2021.

Kapitel 1

Einleitung

§ 1 Problemaufriss

Die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen ist gemäß Art. 14 lit. c) der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung – MMVO)¹ verboten. Eine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen liegt nach Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 MMVO dann vor, wenn eine Person, die über Insiderinformationen verfügt, diese Informationen gegenüber einer anderen Person offenlegt, „es sei denn, die Offenlegung geschieht im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben.“

Seit Europäisierung des Marktmissbrauchsrechts – und damit bereits mit Verabschiedung der Richtlinie 89/592/EWG vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte (Insider-RL)² – herrscht Streit über die Reichweite des insiderrechtlichen Offenlegungsverbots, dessen Wortlaut seit seiner erstmaligen Einführung in *ex-Art. 3 lit. a) Insider-RL-1989* im Kern unverändert geblieben ist³. Die zahlreichen wissenschaftlichen Abhandlungen⁴, die seither zu der Verbotsnorm erschienen sind, kreisen um die Frage, wie das Merkmal der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben (im Weiteren abgekürzt als „normaler Geschäftsgang“), in

¹ ABI Nr. L 173, S. 1.

² ABI Nr. L 334, S. 30.

³ Der Wortlaut des Verbotsartikels lautete: „Jeder Mitgliedstaat untersagt den Personen, die dem Verbot nach Artikel 2 unterliegen und über eine Insider-Information verfügen [gemeint sind die sog. Primärsinsider],

a) diese Insider-Information an einen Dritten weiterzugeben, soweit dies nicht in einem normalen Rahmen in Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder in Erfüllung ihrer Aufgaben geschieht...“.

⁴ Zu nennen seien beispielsweise *Hensel/Dörstling*, DStR 2021, 170 ff.; *Brenscheidt*, Informationsrechte des Private Equity-Investors gegenüber dem Portfolio-Unternehmen, 2020; *Seifert*, ZfA 2018, 198 ff.; *Zetzsche*, NZG 2015, 817 ff.; *Dittmar*, AG 2013, 498 ff.; *Fleischer*, ZGR 2009, 505 ff.; *Bruder*, Die Weitergabe von Insiderinformationen durch Arbeitnehmervertreter, 2008; *Federlin*, Informationsflüsse in der AG, 2004; *ders.*, FS Hromadka (2008), S. 69 ff.; *Veil*, ZHR 172 (2008), 239 ff.; *Sethe*, ZBB 2006, 243 ff.; *Röder/Merten*, NZA 2005, 268 ff.; *Süßmann*, AG 1999, 162 ff.; *Ziemons*, AG 1999, 492 ff.; *Schleifer/Kliemt*, DB 1995, 2214 ff.

dessen Rahmen die Offenlegung von Insiderinformationen ausnahmsweise nicht unrechtmäßig geschieht, auszulegen ist. Trotz der mittlerweile über drei Jahrzehnte andauernden Auseinandersetzung ist es nicht gelungen, die Ausnahmenvorschrift näher zu definieren.⁵

Den Höhepunkt der Debatte markiert das in der Wissenschaft viel zitierte *Grøngaard und Bang*-Urteil des EuGH vom 25. 11. 2005⁶, das noch zur Insider-RL-1989 erging. Der Gerichtshof war seinerzeit vom *Københavns Byret* (einem dänischen Amtsgericht) zur Vorabentscheidung unter anderem der Frage angerufen worden, ob die Weitergabe von Insiderinformationen über eine bevorstehende Bankenfusion durch einen Arbeitnehmervertreter im Verwaltungsrat der übertragenden Bank an einen Gewerkschaftsvertreter gegen das insiderrechtliche Weitergabeverbot verstößt. In der Sache entschieden die Richter, dass die Bestimmung, ob die Weitergabe von Informationen in einem normalen Geschäftsgang geschieht, in Ermangelung einer Harmonisierung des Arbeits- und Gesellschaftsrechts „weitestgehend“ nach den Vorschriften vorzunehmen sei, die diese Fragen in den einzelnen nationalen Rechtsordnungen regeln.⁷ Der Zweck der Insider-RL, der in der Sorge um das reibungslose Funktionieren des Sekundärmarktes für Wertpapiere und dem Erhalt des Anlegervertrauens liege, – das insbesondere darauf beruhe, dass sie gleichgestellt und gegen die unrechtmäßige Verwendung einer Insiderinformation geschützt seien –, gebiete es jedoch, dass bei der Weitergabe von Insiderinformationen durch eine von der Verbotsnorm erfassten Person „ein enger Zusammenhang zwischen der Weitergabe und der Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder der Erfüllung ihrer Aufgaben besteht“ und „diese Weitergabe für die Ausübung dieser Arbeit oder dieses Berufes oder für die Erfüllung dieser Aufgaben unerlässlich ist.“ Ferner müsse die selektive Preisgabe von Insiderinformationen dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit genügen.

Über den Sinngehalt der einzelnen Vorgaben des EuGH wurde in der Folge lebhaft diskutiert. In den ersten deutschsprachigen Stellungnahmen war die Rede davon, dass der Gerichtshof in dem Urteil einen im Vergleich zum bisherigen Verbotsverständnis restriktiven Maßstab angelegt habe.⁸ Nach herkömmlichem

⁵ Vgl. nur die Kommentierung von *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 296: „Wann eine Weitergabe von Informationen rechtmäßig bzw. unrechtmäßig ist, ist bislang noch nicht endgültig geklärt“ sowie *Buck-Heeb*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 8 Rn. 243.

⁶ EuGH, Urt. v. 22. 11. 2005, C-384/02, EU:C:2005:708 – *Grøngaard und Bang* = EuZW 2006, 25 ff. = NJW 2006, 133 ff. = NZG 2006, 60 ff. = WM 2006, 612 ff. = EWS 2005, 568 ff.

⁷ Zu den einzelnen Gründen EuGH, Urt. v. 22. 11. 2005, C-384/02, EU:C:2005:708, Rn. 22 ff. – *Grøngaard und Bang* = EuZW 2006, 25 (27 f.) = NJW 2006, 133 (135 f.) = NZG 2006, 60 (62 f.) = WM 2006, 612 (614 f.) = EWS 2005, 568 (570 f.).

⁸ *Sethe*, ZBB 2006, 243 (250); *Weber*, NJW 2006, 3685 (3686 f.); *Gehrmann*, Das versuchte Insiderdelikt, S. 148 ff.; *Behn*, Ad-hoc-Publizität, S. 121 f.; *Fuchs/Mennicke*, WpHG, § 14 Rn. 206; a. A. *Schwark/Zimmer/Schwark/Kruse*, WpHG, 4. Aufl. 2010, § 14 Rn. 46a.

Verständnis der Literatur⁹ war die Weitergabe von Insiderinformationen dann nicht verboten, wenn sie aus betriebs- oder berufsbezogenen Gründen erforderlich bzw. zweckmäßig war, wobei die Ansicht noch immer vertreten¹⁰ wird.

Die Erforderlichkeit war nach überwiegender Ansicht gegeben, wenn die Weitergabe der Insiderinformationen für den reibungslosen Geschäftsablauf aus vernünftigen Gründen zweckmäßig sei, wobei die Meinungen über die Zweckmäßigkeit einzelner Informationen wiederum auseinandergingen.¹¹ Mit dem Urteil des Gerichtshofs komme es nunmehr darauf an, dass die Weitergabe für die Ausübung der Tätigkeit unerlässlich, d. h. „unverzichtbar“¹² sei. Damit habe der EuGH „das Korsett deutlich enger“ geschnürt.¹³ Welche Implikation das „neue“ Verständnis für die Weitergabe von Insiderinformationen nach Auffassung der Literatur hat, sei mit folgendem kurzen Beispiel verdeutlicht: während die Weitergabe von Insiderinformationen durch die Unternehmensleitung an einen externen Sachverständigen (Rechtsanwalt, Investmentbanker etc.) zwecks Beratung nach bisherigem Maßstab noch zweckmäßig sein konnte, sei die Weitergabe nach dem neuen Maßstab nicht unerlässlich und damit verboten, wenn das Unternehmen selbst über hinreichenden internen Sachverstand verfüge (z. B. eigene Rechtsabteilung).¹⁴

Zum Teil wird in der Wissenschaft aber auch über das vorzugswürdige Verständnis des Urteils gestritten.¹⁵ Nicht eindeutig geklärt werden konnte bislang, ob der EuGH mit dem Begriff der Unerlässlichkeit möglicherweise gar nicht von dem Erforderlichkeitsmaßstab abweicht und der verwendete Ausdruck demnach nur auf einen Übersetzungsfehler zurückzuführen sei.^{16, 17} Eine rechtliche Einordnung des

⁹ So etwa *Schleifer/Kliemt*, DB 1995, 2214 (2216) sowie *Assmann*, ZGR 1994, 494 (519 f.); weitergehend *Götz*, DB 1995, 1949 (1950) und *Süßmann*, AG 1999, 162 (163), die jede berufsbezogene Weitergabe von Insiderinformationen für zulässig erachten.

¹⁰ Beispielhaft *Zetzsche*, NZG 2015, 817 (821): „Grundsätzlich ist eine Rückbesinnung auf die ‚Zweckmäßigkeit‘ vor Grøngaard geboten.“

¹¹ Vgl. *Freiherr v. Falkenhausen/Widder*, BB 2004, 165 (167); *dies.*, BB 2005, 225 (226): bei der Weitergabe jenseits zwingender Notwendigkeiten werde „eine Grauzone betreten“; zum Stand der Diskussion siehe *Veil*, ZHR 172 (2008), 239 (252).

¹² *Assmann*, WuB I G 7 2006, 612; ähnlich *Behn*, Ad-hoc-Publizität, S. 122 f. („zwingend erforderlich“).

¹³ *Weber*, NJW 2006, 3685 (3687); ähnlich *Bachmann*, ZHR 172 (2008), 597 (624); vgl. auch *Benroth/Boujong/Poelzig*, Handelsgesetzbuch, VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 8–14 Rn. 50.

¹⁴ Näheres zu dem Beispiel mit kritischer Würdigung *Fuchs/Mennicke*, WpHG, § 14 Rn. 206.

¹⁵ *Poelzig*, NZG 2016, 528 (534): „wie das vom EuGH genannte Kriterium der Unerlässlichkeit zu verstehen ist [...] bleibt auch unter dem neuen Marktmissbrauchsregime offen.“

¹⁶ Dazu *Klöhn*, MAR, Art. 10 Rn. 73 f.

¹⁷ Hintergrund ist die unterschiedliche Terminologie: so steht in dem Urteil an der einen Stelle der Begriff „unerlässlich“ (dän.: „*strengt nødvendig*“; engl.: „*strictly necessary*“), an der anderen Stelle findet sich ein Verweis auf den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit (dän.: „*proportionalitetsprincippet*“; engl.: „*principle of proportionality*“), an weiterer Stelle wird