

Tim Leverentz

Insiderrechtliche Grenzen der Absprachen von Strategie- und Finanzinvestoren im Vorfeld von Unternehmensübernahmen



Berliner
Wissenschafts-Verlag

Inhalt

| | |
|--|-----------|
| A. Einleitung | 17 |
| I. Ausgangslage | 19 |
| 1. Zielsetzung und Motivlage der Absprachestrategien | 20 |
| a) Marktsondierung | 20 |
| b) Warehousing | 21 |
| aa) Sichergestellter Erwerb bei fusionskontrollrechtlich relevanten Übernahmen | 22 |
| bb) Vermeidung eines Bieterwettbewerbs und Preisanstiegs | 22 |
| cc) Generierung spekulationsfreier Drittgewinne | 22 |
| c) Insiderrechtlicher Kontext der Absprachestrategien | 23 |
| 2. Ziel der Dissertation | 23 |
| a) Marktsondierung | 24 |
| b) Warehousing | 25 |
| 3. Gang der Darstellung | 25 |
| 4. Prüfungsmaßstab | 26 |
| a) Marktmissbrauch | 26 |
| b) Insiderhandel | 27 |
| c) Fazit | 28 |
| II. Insiderrecht als Grenze der Kapitalmarktkommunikation | 28 |
| 1. Historische Entwicklung des Insiderrechts | 29 |
| 2. Der Weg zu einem europäischen Insiderrecht | 33 |
| a) Der Segré-Bericht aus dem Jahre 1966 | 34 |
| b) Harmonisierung des Wertpapiermarktrechts | 35 |
| c) Der „Lamfalussy-Bericht“ aus dem Jahre 2000 | 36 |
| d) Neuordnung des Prospekt- und Wertpapiermarktrechts | 37 |
| e) Neuregelung des Übernahmerechts im Jahre 2004 | 38 |
| f) Weißbuch der Finanzdienstleistungspolitik | 38 |
| g) Der de Larosière-Bericht aus dem Jahre 2009 | 38 |
| h) Schaffung einer europäischen Finanzmarktaufsicht | 39 |
| i) Vollharmonisierung durch die Marktmissbrauchsverordnung | 41 |

| | | |
|-----------|---|-----------|
| 3. | Bedürfnis für ein gesetzliches Verbot von Insiderhandel | 42 |
| a) | Insiderhandel als „victimless crime“ | 43 |
| b) | Effektive Schaffung und Verteilung von Informationen am Kapitalmarkt | 44 |
| c) | Insiderhandel als „indirekte“ Managementvergütung | 44 |
| d) | Stellungnahme | 45 |
| aa) | Insiderhandel als „victimless crime“ | 45 |
| bb) | Effektive Schaffung und Verteilung von Informationen am Kapitalmarkt | 47 |
| cc) | Insiderhandel als „indirekte“ Managementvergütung | 48 |
| e) | Fazit. | 49 |
| 4. | Schutzzweck des Insiderhandelsverbotes | 50 |
| a) | Schutz der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte | 50 |
| b) | Schutz individueller Anleger | 51 |
| c) | Fazit. | 51 |
| 5. | Zusammenfassung. | 52 |
| B. | Die Regelungskonzeption der Marktmissbrauchsverordnung | 55 |
| I. | Die Entscheidung zur Verordnungsgesetzgebung | 55 |
| 1. | Unmittelbar geltendes Marktmissbrauchsrecht | 55 |
| 2. | Konkretisierungserfordernisse im Wege des Lamfalussy-Verfahrens | 56 |
| 3. | Nationale Anpassung des WpHG durch das 1. FiMaNoG | 59 |
| 4. | Zusammenfassung. | 60 |
| II. | Deutlich erweiterter Anwendungsbereich | 61 |
| 1. | Sachlicher Anwendungsbereich | 61 |
| 2. | Räumlicher Anwendungsbereich | 63 |
| 3. | Ausnahmekonstellationen. | 64 |
| a) | Aktienrückkaufprogramme und Preisstabilisierungsmaßnahmen | 64 |
| b) | Informationsverbreitung und -weitergabe in den Medien | 65 |
| 4. | Zusammenfassung. | 65 |
| C. | Das europäische Insiderrecht | 67 |
| I. | Der Begriff des Insiders | 67 |
| II. | Der Begriff der Insiderinformation. | 68 |

| | | |
|------|--|----|
| 1. | Emittenten- bzw. Insiderpapierbezug | 70 |
| 2. | Marktinformationen | 71 |
| 3. | Präzise Information | 72 |
| | a) Auswirkungen auf den zukünftigen Kurs des Insiderpapiers. | 73 |
| | b) Zukünftige Ereignisse | 74 |
| | c) Zeitlich gestreckte Vorgänge | 77 |
| 4. | Noch keine öffentliche Bekanntgabe | 78 |
| | a) Das Konzept der Bereichsöffentlichkeit | 78 |
| | b) Das Konzept des breiten Anlegerpublikums | 79 |
| | c) Stellungnahme | 79 |
| 5. | Kursbeeinflussungspotenzial | 82 |
| | a) Maßgeblicher Zeitpunkt der Prognose | 82 |
| | b) Maßgeblicher Wahrscheinlichkeitsgrad | 83 |
| | c) Maßstab des verständigen Anlegers | 84 |
| 6. | Die Regelbeispiele des Art. 7 Abs. 1 lit. b) und d) MAR | 86 |
| 7. | Zusammenfassung. | 86 |
| III. | Die verbotenen Handlungen | 89 |
| 1. | Insiderhandelsverbot | 89 |
| | a) Der neue Tatbestand des Art. 8 Abs. 1 S. 2 MAR | 90 |
| | b) Legitime Handlungen. | 90 |
| | aa) Angemessene interne Regelungen, Art. 9 Abs. 1 MAR | 91 |
| | bb) Geschäfte von Market Makern oder Gegenparteien, Art. 9 Abs. 2 MAR | 91 |
| | cc) Bloße Erfüllungsgeschäfte, Art. 9 Abs. 3 MAR. | 91 |
| | dd) Vorbereitung von Unternehmensübernahmen, Art. 9 Abs. 4 MAR | 92 |
| | ee) Umsetzung selbst gefasster Entschlüsse, Art. 9 Abs. 5 MAR | 92 |
| | ff) Kein abschließender Katalog legitimer Handlungen | 92 |
| | (1) Fehlender Kausalzusammenhang | 93 |
| | (2) Face-to-face-Geschäfte | 93 |
| | (3) Handeln „gegen“ eine Insiderinformation | 94 |
| 2. | Empfehlungs- und Anstiftungsverbot | 94 |
| 3. | Nutzungsverbot für Empfehlungen und Anstiftungen | 95 |
| 4. | Weitergabe- bzw. Offenlegungsverbot | 95 |

| | | |
|-----------|---|------------|
| a) | Das Offenlegungsverbot des Art. 10 MAR | 95 |
| b) | Marktsondierungen, Art. 11 MAR | 96 |
| c) | Warehousing | 96 |
| IV. | Die Mitteilungs- und Offenlegungspflichten | 97 |
| 1. | Ad-hoc-Publizitätspflicht | 97 |
| 2. | Insiderlisten | 98 |
| 3. | Directors' Dealings | 98 |
| 4. | Anlageempfehlungen | 99 |
| 5. | Informationsweitergabe in den Medien | 99 |
| D. | Marktsondierungen, Art. 11 MAR | 101 |
| I. | Die Attraktivität der Absprachestrategie | 101 |
| II. | Technische Konkretisierungen durch die ESMA. | 103 |
| 1. | Technische Regulierungsstandards | 104 |
| 2. | Technische Durchführungsstandards | 104 |
| 3. | Die Umsetzung der ESMA-Standards zur Marktsondierung | 105 |
| III. | Der Anwendungsbereich der Vorschrift | 105 |
| 1. | Der sachliche Anwendungsbereich des Art. 11 MAR. | 106 |
| 2. | Der persönliche Anwendungsbereich des Art. 11 MAR | 106 |
| a) | Privilegierung auf Anbieterseite | 106 |
| b) | Privilegierung auf Seiten der Erwerbsinteressenten | 107 |
| IV. | Die Pflichten des sondierenden Marktteilnehmers | 109 |
| 1. | Einschätzung über die Weitergabe von Insiderinformationen | 110 |
| 2. | Festlegung des Sondierungsverfahrens | 110 |
| 3. | Einholung der Zustimmung des Sondierten. | 111 |
| 4. | Detaillierte Aufklärungspflicht | 111 |
| 5. | Dokumentation sämtlicher übermittelter Informationen | 111 |
| 6. | Cleansing | 112 |
| V. | Die Pflichten des sondierten Marktteilnehmers | 113 |
| 1. | Selbsteinschätzungspflicht hinsichtlich Insidereigenschaft. | 113 |
| a) | Diskrepanz zwischen den Einschätzungen der Parteien | 114 |
| b) | Ausschluss von Finanzinstrumenten mit Insiderbezug. | 114 |

| | | |
|-------|---|-----|
| 2. | Adressatenkreis der Sondierungsempfänger | 115 |
| 3. | Interne Verfahren zur Vorbereitung der Marktsondierung . . . | 116 |
| | a) Kommunikation einer Anlaufstelle für den Erstkontakt . . | 116 |
| | b) Sicherstellung der Vertraulichkeit interner Kommunikation. | 117 |
| | c) Klare Zuweisung der Einschätzungsverantwortung | 117 |
| | d) Kontrolle des internen Informationsflusses. | 117 |
| 4. | Zustimmungserfordernis vor Informationsweitergabe | 118 |
| 5. | Dokumentationspflichten | 118 |
| VI. | Art. 11 MAR als „Safe Harbour“ für Sondierende? | 119 |
| | 1. Die Grøngaard und Bang Entscheidung des EuGH. | 119 |
| | a) Der Sachverhalt. | 119 |
| | b) Die rechtliche Würdigung durch den EuGH | 120 |
| | c) Die Kritik | 121 |
| | 2. Fortgeltung der durch den EuGH aufgestellten Grundsätze? . . | 122 |
| | a) Unerlässlichkeit der Informationsweitergabe. | 123 |
| | b) Erforderlichkeit der Informationsweitergabe. | 124 |
| | c) Stellungnahme | 125 |
| | aa) Überlagerung der Marktmissbrauchsrichtlinie durch die Marktmissbrauchsverordnung | 125 |
| | bb) Der Wortlaut des Art. 10 Abs. 1 MAR | 126 |
| | cc) Die Gesetzesmaterialien zur Marktmissbrauchsverordnung. | 127 |
| | dd) Die Verlautbarungen der ESMA. | 128 |
| | ee) Kein Widerspruch zu übergeordneten Schutzzwecken des Insiderhandelsverbotes. | 129 |
| | d) Fazit. | 130 |
| | aa) Die Streitfrage. | 131 |
| | bb) Keine Berücksichtigung zusätzlicher materieller Kriterien. | 132 |
| VII. | Rechtsfolgen bei Weitergabe im normalen Geschäftsgang. | 133 |
| VIII. | Rechtsfolgen im Irrtumsfall | 134 |
| | 1. Irrtum des sondierenden Marktteilnehmers | 134 |
| | a) Weitergabe rechtmäßig im Sinne des Art. 11 Abs. 4 MAR | 134 |
| | b) Weitergabe rechtswidrig | 135 |
| | c) Stellungnahme | 135 |

| | | |
|-----------|---|------------|
| 2. | Irrtum des sondierten Marktteilnehmers | 137 |
| IX. | Zusammenfassung | 137 |
| E. | Warehousing | 141 |
| I. | Die Attraktivität einer Warehousing-Vereinbarung. | 141 |
| 1. | Ausgangsbeispiel | 142 |
| 2. | Unternehmen A will kartellrechtliche „Blockade“ umgehen. . . | 142 |
| 3. | Unternehmen A will Bieterwettbewerb und Preisanstieg vermeiden | 143 |
| 4. | Unternehmen C strebt einen spekulationsfreien Gewinn an . . | 143 |
| II. | Rechtliche Ausgestaltung einer Warehousing-Vereinbarung. . . . | 144 |
| III. | Insiderrechtliche Problemstellungen | 145 |
| 1. | Unbefugte Weitergabe einer Insiderinformation, Art. 14 lit. c) MAR | 145 |
| a) | Keine Fortgeltung des „Unerlässlichkeitskriteriums“ des EuGH. | 145 |
| b) | Schutzzwecke des Insiderhandelsverbots als Beurteilungsmaßstab | 147 |
| aa) | Die Schutzzwecke des Insiderhandelsverbotes | 147 |
| bb) | Gefährdung des Anlegervertrauens durch die geheime Einweihung Dritter | 148 |
| cc) | Vergleichbarkeit mit der Offenlegung im Rahmen einer Marktsondierung | 148 |
| dd) | Überwiegende Interessen der beteiligten Unternehmen | 149 |
| c) | Ergebnis. | 151 |
| 2. | Verwendung einer Insiderinformation, Art. 14 lit. a) MAR. . . | 151 |
| a) | Differenzierung nach Ermessensspielraum des Warehouseurs | 153 |
| aa) | Warehouseur handelt auf eigene Rechnung | 154 |
| bb) | Warehouseur handelt auf fremde Rechnung | 155 |
| cc) | Warehouseur handelt auf fremde Rechnung und erhält vorab festgelegte Vergütung | 155 |
| (1) | Generelle Zulässigkeit einer Vergütung für den Warehouseur | 155 |
| (2) | Keine Notwendigkeit einer „Vorabverein- barung“ des künftigen Übernahmepreises . . . | 156 |

| | | |
|-----------|---|------------|
| (3) | Zulässigkeit einer Festpreisobergrenze | 156 |
| (4) | „Gemeinschaftliches Handeln“ im Sinne des § 2 Abs. 5 S. 1 WpÜG. | 157 |
| (5) | Legitime Handlung im Sinne des Art. 9 Abs. 2 lit. b) MAR | 159 |
| b) | Ergebnis. | 159 |
| IV. | Zusammenfassung | 161 |
| F. | Das insiderrechtliche Sanktionsregime der Marktmissbrauchsverordnung | 163 |
| I. | Strafrechtliche Sanktionen | 163 |
| 1. | Strafbarkeit vorsätzlichen Insiderhandels. | 163 |
| 2. | Beibehaltung des bisherigen Strafrahmens | 164 |
| II. | Verwaltungsrechtliche Maßnahmen und Sanktionen. | 164 |
| 1. | Neue verwaltungsrechtliche Instrumente für die BaFin | 164 |
| 2. | Bußgeldrechtliche Sanktionen | 165 |
| III. | Zivilrechtliche Haftung. | 166 |
| G. | Fazit und Thesen | 167 |
| I. | Ein europaweit vollharmonisiertes Kapitalmarktrecht | 167 |
| II. | Deutliche Verschärfung des Sanktionsregimes. | 167 |
| III. | Art. 11 MAR als „Safe Harbour“ für Marktsondierungen. | 167 |
| IV. | Warehousing im Einklang mit europäischem Kapitalmarktrecht durchführbar | 168 |
| V. | „Kapitalmarktorientiertes“ europäisches Insiderrecht | 169 |
| VI. | Regelungskonzeption der MAR führt zu tiefgreifenden Veränderungen | 170 |
| H. | Literaturverzeichnis | 171 |

A. Einleitung

Seit dem 03. Juli 2016¹ gilt ein europaweit einheitliches Kapitalmarktrecht.² Kernmaterien dieses Rechtsgebietes, wie etwa das *Insiderhandelsverbot*, die *Ad-hoc-Publikität*, Regelungen über *Directors' Dealings* oder das *Verbot der Marktmanipulation*, werden von diesem Tag an durch die für alle Mitgliedstaaten verbindlich geltende Marktmissbrauchsverordnung (*Market Abuse Regulation – MAR*) geregelt. Flankiert werden die neuen Regelungen durch die Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insiderhandel und Marktmanipulation (*CRIM-MAD*), die die Mitgliedstaaten bis zum 03. Juli 2016 in ihr jeweiliges nationales Recht umsetzen mussten.³ Mit diesen beiden neuen Rechtsakten hat die Europäische Union einen großen Schritt im Hinblick auf ihr erklärtes Ziel getan, eine „Europäische Kapitalmarktunion“⁴ zu verwirklichen, in der die gesamte kapitalmarktrechtliche Regelungsmaterie in einem einheitlichen europäischen Regelungswerk (sogenanntes „*Single Rulebook*“)⁵ zusammengeführt ist.⁶ Zwar findet sich in der Verordnung an zahlreichen Stellen bereits bekannte Verwaltungspraxis der BaFin oder vom EuGH im Rahmen seiner Rechtsprechung entwickelte Grundsätze,⁷ jedoch ergeben sich – insbesondere für den deutschen Rechtsraum – einige echte Neuheiten. In Art. 11 MAR etwa wird die Marktsondierung („*Market Sounding*“)⁸, eine von der deutschen Rechtspraxis in der

1 Art. 39 Abs. 2 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.04.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG und 2004/72/EG der Kommission, Abl. EU Nr. L 173 vom 12.06.2014, S. 1; im Folgenden „MAR“.

2 Krause, CCZ 2014, 248; Tissen, NZG 2015, 1254.

3 Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.04.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), Abl. EU Nr. L 173 vom 12.06.2014, S. 179.

4 Vgl. zu diesem Begriff Schneider, AG 2012, 823.

5 Zum Begriff des sog. „Single Rulebook“ siehe ESMA, 2012 work programme, S. 4, abrufbar unter: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esm-2011-330.pdf> (Abruf am 28.04.2016); siehe auch Graßl, DB 2015, 2066.

6 Seibt/Wollenschläger, AG 2014, 593; Söhner, BB 2017, 259 (266).

7 So werden künftig etwa die vom EuGH im Rahmen seiner „Geltl/Daimler“-Entscheidung (EuGH, Urteil vom 28.06.2012 – C-19/11 (Markus Geltl/Daimler AG) = EuGH NJW 2012, 2787) entwickelten Grundsätze hinsichtlich sog. „Zwischenschritte“ in Art. 7 Abs. 3 MAR oder seine Ausführungen hinsichtlich „legitimer Handlungen“ aus der „Spector Photo Group“-Entscheidung (EuGH, Urteil vom 23.12.2009 – C-45/08 (Hof van beroep te Brussel (Belgien)) = BKR 2010, 65) in Art. 9 MAR erstmals ausdrücklich kodifiziert.

8 Vgl. Begriff bei Kiesewetter/Parmentier, BB 2013, 2371 (2374); teilweise werden diese Sondierungsmaßnahmen auch als *Pre-Sounding*, *Pilot-Fishing*, *Soft-Sounding* oder *Pre-Pre-Marketing* bezeichnet, vgl. Singhof, ZBB 2017, 193 (194); Seibt/Wollenschläger, AG 2014, 593 (599), im Folgenden wird jedoch einheitlich der Begriff *Marktsondierung* bzw. *Market Sounding* verwendet werden.

Vergangenheit weitestgehend unbeachtete Materie,⁹ geregelt.¹⁰ Auf sehr differenzierte Art und Weise versucht der europäische Gesetzgeber durch die Vorschrift des Art. 11 MAR einen Rechtsrahmen festzulegen, in welchem Absprachen in Form gewisser Sondierungsmaßnahmen in Zukunft zulässig sein sollen.

Ein im Hinblick auf seine kapitalmarktrechtliche Zulässigkeit ebenfalls zur Diskussion stehendes ähnliches Phänomen stellt – wenn auch durch die Marktmissbrauchsverordnung weiterhin nicht ausdrücklich geregelt – das sogenannte Warehousing¹¹ dar. Darunter sind verschiedenste Fälle von (auf Absprachen basierenden) gezielten Zwischenerwerben einer dritten Partei (*Finanzinvestor*) zu verstehen, um eine geplante Unternehmensübernahme für einen endgültigen Erwerber (*strategischer Investor*) zu erleichtern.¹²

Beide Absprachestrategien sehen sich hinsichtlich ihrer jeweiligen Zulässigkeit aufgrund der umfassenden Neuregelungen in der Marktmissbrauchsverordnung mit erhöhten rechtlichen Anforderungen konfrontiert.

Angesichts dieser umfangreichen Änderungen und Erweiterungen durch den europäischen Gesetzgeber und aufgrund der Tatsache, dass die Marktsondierung bisher lediglich oberflächlich in Deutschland diskutiert worden ist, stellt sich die Beantwortung der Frage nach den Zulässigkeitsvoraussetzungen der beiden genannten Phänomene als komplex dar.

Dieses Dissertationsvorhaben verfolgt das Anliegen, die rechtlichen Voraussetzungen, die bei der Verfolgung dieser Strategien zu beachten sind, umfassend darzulegen und die sich aufgrund der im Bereich des Kapitalmarktrechts völlig neu geschaffenen europäischen Gesetzgebung ergebenden Rechtsfragen zu behandeln. Von eminenter Bedeutung ist in diesem Zusammenhang das in Art. 14 MAR geregelte Insiderhandelsverbot, das bei der folgenden rechtlichen Betrachtung der beiden Absprachestrategien stets eine hervorgehobene Rolle spielen wird.

Insbesondere aufgrund der nun für den deutschen Rechtsraum erstmals geregelten Materie der Marktsondierung und der im Hinblick auf ihre Zulässigkeit rechtlich noch nicht ausdifferenzierten Warehousing-Strategien, ergeben sich neue, noch nicht abschließend erforschte Rechtsfragen, die in diesem Dissertationsvorhaben behandelt werden sollen.

9 Tissen, NZG 2015, 1254.

10 Krause, CCZ 2014, 248 (253).

11 Der Begriff des sog. „Warehousing“ hat sich aus dem angloamerikanischen Sprachraum eingebürgert, vgl. Bueren/Weck, BB 2014, 67; im Rahmen der folgenden Ausarbeitung wird er als Oberbegriff für zahlreiche Konstellationen verwendet, in denen ein Bieter Dritte über seine Erwerbs- bzw. Übernahmeabsichten informiert, um seine Erfolgchancen hinsichtlich der von ihm angestrebten Übernahme zu verbessern.

12 Bueren/Weck, BB 2014, 67.

I. Ausgangslage

Absprachestrategien in Form von Marktsondierungen und Warehousing, oftmals im Vorfeld von angestrebten Unternehmensübernahmen durchgeführt, verfolgen stets die Intention – völlig unabhängig von ihrer rechtlichen Zulässigkeit oder Einordnung – durch Wissensvorsprünge einen reibungslosen und gegebenenfalls sogar vorteilhaften Handel auf dem Kapitalmarkt zu realisieren. Vergegenwärtigt man sich also diese Grunderwägung, wird deutlich, dass sich die angesprochenen Absprachen immer auf einem schmalen Grat zwischen zulässiger Marktpraxis und verbotenem Insiderhandel bewegen. So können die Weitergabe und der Erwerb von Aktien im Rahmen dieser Strategien bei Nichtbeachtung der insoweit zahlreichen Voraussetzungen ohne weiteres in verbotenes Insiderhandeln „umschlagen“.¹³ Im Bereich des Kapitalmarktrechts gilt wie sonst in kaum einem anderen Rechtsgebiet der bekannte Grundsatz „*Wissen ist Macht*“¹⁴. Dieser lässt sich an dieser Stelle jedoch dahingehend modifizieren, als dass (Insider-)Wissen vor allem – meist spekulationsfreien – Gewinn bedeutet.¹⁵ Gegen die Zielsetzung, unter möglichst effizienter Ausnutzung von Informationen Handel mit Aktien und anderen Wertpapieren zu betreiben, um sichere und hohe Gewinnspannen zu erzielen, ist im Grundsatz zwar nichts einzuwenden. Jedoch ist solchen Vorgehensweisen dann Einhalt zu gebieten, wenn Sonderwissen – das heißt ein Wissensvorsprung vor anderen Marktteilnehmern¹⁶ – ausgenutzt wird, das sich der handelnde Marktteilnehmer keineswegs selbst bei bestehender Chancengleichheit aller Teilnehmer verschafft hat, sondern er von diesen Informationen aufgrund seiner Zugehörigkeit zu einem ausgewählten Personenkreis, etwa durch seine Tätigkeit in leitender Funktion (beispielsweise als Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglied oder aber als Großaktionär oder Abschlussprüfer), Kenntnis erlangt.¹⁷ Gewinnbringender Handel am Kapitalmarkt erfolgt in diesem Falle nicht im Wege eines freien und vor allem fairen Wettbewerbs, sondern auf missbräuchliche Art und Weise, da einige Marktteilnehmer völlig andere und insoweit vorteilhaftere Ausgangspositionen besitzen, als der Großteil der übrigen Anleger. Bei den meisten Teilnehmern kann damit der Eindruck entstehen, nicht fair behandelt zu werden.¹⁸

13 *Brandi/Sißmann*, AG 2004, 642 (645).

14 Der Ausspruch geht auf den englischen Philosophen *Francis Bacon* zurück, welcher sich in seinem 1597 verfassten Werk „*meditationes sacrae*“ fand, dort zunächst in der lateinischen Formulierung „*nam et ipsa scientia potestas est*“; vgl. auch *Ulsenheimer*, NJW 1975, 1999, der diesen Ausspruch ebenfalls im Kontext des Kapitalmarktrechts verwendet.

15 *Gimnich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, S. 2.

16 *Ritz*, in: *Just/Voß/Ritz/Becker*, § 14, Rn. 9.

17 *Ulsenheimer*, NJW 1975, 1999; der Verfasser umschreibt diese Konstellation mit der Metapher, in welcher „dem Insider [...] sein Informationsvorsprung *gleichsam wie eine reife Frucht in den Schoß [fällt]*“.

18 *Ritz*, in: *Just/Voß/Ritz/Becker*, § 14, Rn. 9.