Robotik und Recht 27

Manon Patrizia Grimm

Das Insiderhandelsverbot zwischen Rechtstheorie und Rechtspraxis

Chancen und Risiken eines Einsatzes von Big Data und Künstlicher Intelligenz in der Rechtsdurchsetzung

Nomos

Robotik und Recht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. Eric Hilgendorf, Universität Würzburg
Prof. Dr. Susanne Beck, LL.M., Universität Hannover

Band 27

Manon Patrizia Grimm

Das Insiderhandelsverbot zwischen Rechtstheorie und Rechtspraxis

Chancen und Risiken eines Einsatzes von Big Data und Künstlicher Intelligenz in der Rechtsdurchsetzung

Nomos

Onlineversion
Nomos eLibrary

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

Zugl.: Konstanz, Univ., Diss., 2021

ISBN 978-3-8487-8743-2 (Print)

ISBN 978-3-7489-3181-2 (ePDF)

1. Auflage 2022
© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2022. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde vom Fachbereich Rechtswissenschaft der Universität Konstanz im Wintersemester 2021/2022 als Dissertation angenommen. Die Fertigstellung erfolgte im Mai 2021; zitierte Rechtsprechung und Literatur befinden sich auf dem Stand zu diesem Zeitpunkt.

Meiner Doktormutter, Prof. Dr. Liane Wörner, möchte ich ganz herzlich für die hervorragende wissenschaftliche Betreuung meines Dissertationsvorhabens sowie für die Begleitung meiner juristischen Ausbildung seit meinem Studium der Rechtswissenschaften an der Justus-Liebig-Universität Gießen danken.

Prof. Dr. Hans Theile danke ich sehr für die Übernahme und zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Ferner bedanke ich mich bei den Herausgebern für die Aufnahme dieser Arbeit in die Schriftenreihe Robotik und Recht.

Mein besonderer Dank gilt darüber hinaus meinen Eltern, die mich stets unterstützt und gefördert haben. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Inhaltsübersicht

Kapitel 1: Einleitung 27

A. Themeneinführung 27

B. Die Effektivität der Rechtsdurchsetzung – Ausgangspunkt der Untersuchung 28

C. Gegenstand und Ziel der Arbeit 36

D. Gang der Untersuchung 36

Kapitel 2: Rechtsgrundlagen des Insider(straf)rechts 38

A. Notwendigkeit eines gesetzlichen Insiderhandelsverbotes 38

B. Regelungszwecke des Insiderhandelsverbotes 45

C. De lege lata – ein systematischer Überblick über den gesetzlichen Rahmen des europäischen und des deutschen Insiderrechts 49

D. Das US-amerikanische Insiderrecht 105

E. Zusammenfassung 133

Kapitel 3: Rechtsdurchsetzung des Insiderhandelsverbotes 136

A. Rechtsdurchsetzung aus behördlicher Sicht 138

B. Rechtsdurchsetzung in der Rechtswirklichkeit 204

Kapitel 4: Technologie 4.0 auf dem Kapitalmarkt 326

A. Big Data und Künstliche Intelligenz 328

B. Die Nutzung von BDAI in den USA 360

Kapitel 5: Zukünftige Nutzung von BDAI durch BaFin und Staatsanwaltschaften in Deutschland 395

A. Einleitung 395

B. Funktionsweise und Anwendungsarten 396

C. Herausforderungen bei der Nutzung von Big Data und Künstlicher Intelligenz 419

D. Schlussbetrachtung 561

Literaturverzeichnis 569

Quellenverzeichnis 601

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1: Einleitung 27

A. Themeneinführung 27

B. Die Effektivität der Rechtsdurchsetzung – Ausgangspunkt der Untersuchung 28

C. Gegenstand und Ziel der Arbeit 36

D. Gang der Untersuchung 36

Kapitel 2: Rechtsgrundlagen des Insider(straf)rechts 38

A. Notwendigkeit eines gesetzlichen Insiderhandelsverbotes 38

I. Argumente gegen ein gesetzliches Insiderhandelsverbot 39

II. Argumente für ein gesetzliches Insiderhandelsverbot 41

1. Haftungstheorien 43

2. Schädigungstheorien 43

III. Zwischenergebnis 44

B. Regelungszwecke des Insiderhandelsverbotes 45

I. Einführung, insbesondere Abgrenzung zu den Gründen für ein Insiderhandelsverbot 45

II. Funktionenschutz 45

III. Anlegerschutz 47

C. De lege lata – ein systematischer Überblick über den gesetzlichen Rahmen des europäischen und des deutschen Insiderrechts 49

I. Die Entwicklung des europäischen und des deutschen Insiderstrafrechts 49

1. Erste Regelungsansätze bis zu Modellen der Selbstregulierung 49

2. Harmonisierungsbestrebungen auf europäischer Ebene 52

3. Gesetzliche Regelungen in der Bundesrepublik 53

4. Von der Marktmissbrauchsrichtlinie bis zur Marktmissbrauchsverordnung 57

II. Das europäische Insiderrecht 59

1. Rechtsquellen und Regelungsarten 59

a. Level 1 59

b. Level 2 61
c. Level 3 62
d. Level 4 63
2. Inhaltlicher Überblick über die MAR 63
III. Das deutsche Insiderstrafrecht 66
1. Strafrecht im Spannungsfeld zwischen nationaler Souveränität und Europäisierung 66
2. Systematik 68
3. Insiderdelikte 70
a. Überblick 70
b. Anwendungsbereich 70
c. Das Kern-Insiderstrafrecht nach § 119 Abs. 3 WpHG 73
aa. Objektiver Tatbestand 76
(1) Täterkreis: Insider 76
(2) Insiderinformation 77
(a) Präzise Information 79
(aa) Kursspezifität 79
(bb) Zukunftsbezogene Informationen 80
(cc) Zwischenschritte als Insiderinformationen 81
(b) Keine öffentliche Bekanntheit 82
(c) Bezug zu Emittent oder Finanzinstrument 83
(d) Potential zur Kursbeeinflussung 85
(3) Tathandlung 87
(a) Strafbewehrtes Tätigen von Insidergeschäften 87
(aa) Allgemeines 87
(bb) Kausalität 88
(b) Strafbewehrter Verstoß gegen das Empfehlungs- und Verleitungsverbot 90
(c) Strafbewehrter Verstoß gegen das Offenlegungsverbot 92
(d) Exkurs: Frontrunning 93
bb. Subjektiver Tatbestand der Insiderdelikte 94
cc. Versuch und Rücktritt 95
dd. Täterschaft und Teilnahme 96
d. Insiderdelikte nach § 119 Abs. 2 WpHG 97

4. Sanktionen 98
a. Strafrechtliche Folgen der Tat 98
aa. Zielsetzung auf europäischer Ebene 98
bb. Rechtsfolgen des deutschen Insiderstrafrechts 101
b. Verwaltungsrechtliche Folgen der Tat 102
c. Zivilrechtliche Sanktionen 104

D. Das US-amerikanische Insiderrecht 105
I. Grundlagen des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts 105
II. Das US-amerikanische Insiderrecht 107
1. Fallrecht zum Insiderhandelsverbot 109
a. In re Cady, Roberts, Inc. (1961) 110
b. SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. (1968) 111
c. Chiarella v. United States (1980) 112
d. Dirks v. SEC (1983) 114
e. Carpenter v. United States (1987) 117
f. United States v. Chestman (1991) 119
g. United States v. O'Hagan (1997) 121
h. Salman v. United States (2016) 122
2. Weitere Voraussetzungen der Strafbarkeit 123
a. Anwendbarkeit des Bundesrechts 123
b. Insiderinformation 123
c. Nichtöffentlichkeit der Information 124
d. Verbindung zum Handel mit Wertpapieren 125
3. Im Speziellen: Insiderhandel im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten 128
4. Das subjektive Element 130
a. Inhaltliche Ausgestaltung 130
b. Beweisführung 131
5. Rechtsfolgenebene 132

E. Zusammenfassung 133

Kapitel 3: Rechtsdurchsetzung des Insiderhandelsverbotes 136

A. Rechtsdurchsetzung aus behördlicher Sicht 138
I. Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde 138
1. Überblick und Organisation 138
2. Zuständigkeit und Verhältnis zu den nationalen Aufsichtsbehörden 141

3. Aufgaben, Aufsichts- und Ermittlungsbefugnisse 142
a. Aufgaben und Befugnisse im Rahmen der Verfolgung von Insiderhandel 142
b. Sonstige Befugnisse 144
aa. Informationsrechte 144
bb. Untersuchungs- und Empfehlungsrechte 145
cc. Maßnahmen im Krisenfall 146
dd. Beilegung von Meinungsverschiedenheiten 146
II. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 147
1. Überblick, Funktionen und Organisation 147
2. Zuständigkeiten und Aufgaben im Rahmen der Bekämpfung des Marktmissbrauchs 150
a. Missstandsaufsicht 152
b. Ge- und Verbotsaufsicht 153
3. Die Aufsichtstätigkeit – Untersuchungs- und Ermittlungsbefugnisse 155
a. Insiderverfolgung 156
aa. Marktanalyse 156
(1) Handelsbezogener Ansatz 157
(2) Informationsbezogener Ansatz 159
(3) Verdachtsmeldungen 161
bb. Förmliche Insideruntersuchungen 161
b. Allgemeine Untersuchungs- und Ermittlungsbefugnisse 165
aa. Auskünfte, Unterlagen und sonstige Daten 166
bb. Betretungs- und Durchsuchungsrechte 169
cc. Herausgabe von Verkehrsdaten und Telefonaufzeichnungen 170
dd. Umgang mit Daten 173
ee. Verwaltungsrechtliche Durchsetzung 175
III. Die Staatsanwaltschaften 176
IV. Behördliche Zusammenarbeit 178
1. Aufsichtsbehördliche Zusammenarbeit 178
a. Zusammenarbeit zwischen BaFin und Staatsanwaltschaften 178
aa. Anzeigepflicht, § 11 WpHG 179
bb. Informations- und Anhörungsrechte, § 122 WpHG 182

b. Zusammenarbeit der BaFin mit den Akteuren der Kapitalmarktkontrolle 185
aa. Kapitalmarktkontrolle auf Bundesebene: Der Wertpapierrat 186
bb. Kapitalmarktkontrolle auf Landesebene: Die Börsenaufsichtsbehörden 187
cc. Kapitalmarktkontrolle auf Börsenebene 189
(1) Börsenrat 189
(2) Handelsüberwachungsstellen der Börsen 190
(3) Sanktionsausschuss 192
c. Zusammenarbeit der BaFin mit sonstigen inländischen Behörden 193
d. Grenzüberschreitende Zusammenarbeit 194
aa. Zusammenarbeit mit ausländischen Behörden 195
(1) Sachverhalte mit aufsichtsrechtlichem Bezug 195
(2) Sachverhalte mit strafrechtlichem Bezug 197
bb. Aufsichtsbehördliche Zusammenarbeit auf europäischer Ebene 200
cc. Mitgliedschaften in der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) 201
2. Staatsanwaltschaftliche Zusammenarbeit 203

B. Rechtsdurchsetzung in der Rechtswirklichkeit 204
I. Aufsichtsbehördlicher Informationszugang als Mittel der Aufdeckung von Insiderhandel 205
1. Überblick 205
2. Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR) 209
a. Allgemeines 209
b. Anwendungsbereich 211
c. Zwecke der Ad-hoc-Publizität 211
aa. Chancengleichheit durch Transparenz 211
bb. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes 212
cc. Vorbeugung des Insiderhandels 213
d. Tatbestandliche Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht 214
aa. Persönlicher Anwendungsbereich 214
bb. Publizitätsgegenstand und -zeitpunkt 214
cc. Verfahren der Veröffentlichung 215
(1) Allgemeines 215

(2) Aufschub der Veröffentlichung 216
e. Folgen eines Verstoßes 218
f. Bedeutung für die Insiderverfolgung 219
3. Insiderlisten (Art. 18 MAR) 219
a. Allgemeines 219
b. Zwecke der Pflicht zur Führung einer Insiderliste 220
c. Normadressaten 221
d. Pflichtenprogramm 222
aa. Begriff und Inhalt der Insiderliste 222
bb. Belehrung und Anerkenntnis des Eingetragenen 225
cc. Führung der Insiderliste 226
dd. Aufbewahrung der Insiderliste 227
ee. Übermittlung der Insiderliste 227
ff. Datenschutzrechtliche Aspekte 228
e. Folgen eines Verstoßes 229
f. Bedeutung für die förmliche Insideruntersuchung der BaFin 230
4. Managers‘ Transactions (Art. 19 MAR) 231
a. Überblick 231
b. Ziele der Bestimmungen zu Managers‘ Transactions 233
c. Führungspersonen 235
d. Meldepflichten 236
e. Verfahren einer Meldung 237
f. Führung einer Liste der Meldepflichtigen 238
g. Zeitlich beschränktes Verbot von Eigengeschäften (Closed Period) 238
h. Folgen eines Verstoßes 240
i. Bedeutung für die Insiderstrafverfolgung 241
5. Pflichten nach der Marktmissbrauchsverordnung 242
a. Meldungen und Liste der Finanzinstrumente (Art. 4 MAR) 243
aa. Zweck der Vorschrift 243
bb. Adressat der Meldepflicht, Inhalt und Verfahren der Meldung 243
b. Marktsondierung (Art. 11 MAR) 245
aa. Überblick 245
bb. Anwendungsbereich 247
cc. Ablauf der Marktsondierung 248

c. Organisationspflichten und Pflicht zur Anzeige von Verdachtsfällen (Art. 16 MAR) 249
aa. Pflichtenprogramm 249
bb. Verfahren 252
cc. Praktische Relevanz 253
6. Pflichten nach MiFIR und MiFID II 254
a. Novelle der EU-Finanzmarktrichtlinie 254
b. Aufzeichnungs- und Übermittlungspflicht (Art. 25 MiFIR) 255
c. Meldepflicht (Art. 26 MiFIR) 256
aa. Überblick 256
bb. Anwendungsbereich 257
(1) Erfasste Finanzinstrumente 257
(2) Erfasste Institute und Unternehmen 258
cc. Inhalt der Meldepflicht 258
dd. Bedeutung für die Insideruntersuchungen der BaFin 259
d. Bereitstellung von Referenzdaten (Art. 27 MiFIR) 261
e. Regulierung von Datenbereitstellungsdienstleistern 261
7. Compliance-Organisationspflichten 263
a. Organisationspflichten von Kreditinstituten 264
b. Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen 266
aa. § 80 Abs. 1 S. 1 WpHG 267
bb. § 80 Abs. 1 S. 2 WpHG 268
cc. §§ 63 ff. WpHG 268
c. Organisationspflichten der BaFin nach § 28 Abs. 1 WpHG; Meldepflichten nach § 28 Abs. 2 WpHG 271
d. Sonstige Rechtsquellen für Organisationspflichten 272
8. Die Bedeutung von Hinweisgebersystemen der Insiderstrafverfolgung 272
a. Die Einbindung Privater durch die Verpflichtung zur Installation von Hinweisgebersystemen 272
aa. Allgemeine Compliance-Organisationspflichten als Grundlage für die Pflicht zur Installation eines Hinweisgebersystems 276
(1) § 130 OWiG 277
(2) Deutscher Corporate Governance Kodex 278

bb. Besondere Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen als Grundlage für die Pflicht zur Installation eines Hinweisgebersystems 279
(1) Internes Meldeverfahren nach Art. 32 Abs. 3 MAR 279
(2) Internes Meldeverfahren nach § 25a Abs. 1 S. 6 Nr. 3 KWG (i.V.m. § 80 Abs. 1 S. 1 WpHG) 280
b. Die Einbindung von Aufsichtsbehörden durch die Verpflichtung zur Installation eines Hinweisgebersystems 282
aa. Europäischer Rechtsrahmen 282
bb. Umsetzung im FinDAG 282
9. Anzeigen 286
10. Medien 287
11. Bewertung 288
II. Erkenntnisquellen zur Rechtsdurchsetzungseffektivität des Insiderhandelsverbots 289
1. Rechtsökonomische Untersuchungen zur Insiderkriminalität 289
a. Makro- und mikroökonomische Studien 291
aa. Jaffe (1974) 291
bb. Ausubel (1990) 291
cc. Estrada/Pena (2002) 292
b. Studien zur Rechtsdurchsetzungseffektivität 293
aa. Bhattacharya/Daouk (2002) 293
bb. Bris (2005) 293
cc. Bushman/Piotroski/Smith (2005) 294
dd. Wisniewski/Bohl (2005) 294
ee. Frijns/Gilbert/Tourani-Rad (2008) 295
ff. Fernandes/Ferreira (2009) 295
gg. Tanimura/Wehrly (2012) 296
c. Zwischenergebnis 296
2. Polizeiliche Kriminalstatistik und Bundeslagebild Wirtschaftskriminalität 298
3. Sonstige amtliche Statistiken 301
4. Jahresberichte der BaFin 301
a. Berichtsjahr 2016 302
aa. Analysen und Untersuchungen 302

bb. Sanktionen 303
cc. Ausgewählte Sachverhalte 304
b. Berichtsjahr 2017 305
aa. Analysen und Untersuchungen 305
bb. Sanktionen 305
cc. Ausgewählte Sachverhalte 305
c. Berichtsjahr 2018 306
aa. Analysen und Untersuchungen 306
bb. Sanktionen 307
cc. Ausgewählte Sachverhalte 307
d. Berichtsjahr 2019 307
aa. Analysen und Untersuchungen 307
bb. Sanktionen 308
cc. Ausgewählte Sachverhalte 309
e. Berichtsjahr 2020 309
aa. Analysen und Untersuchungen 309
bb. Sanktionen 310
cc. Ausgewählte Sachverhalte 310
f. Zwischenergebnis: Bewertung der Sanktionspraxis 311
5. Hell- und Dunkelfeld 312
a. Die Größe des Dunkelfelds der Insiderdelikte 312
b. Täter- und Opferbefragungen 313
c. Brenner/Subrahmanyam/Augustin (2017) 316
III. Ein vorsichtiger Versuch einer Bewertung 317
1. Tatsächliche Aufdeckungshindernisse 318
2. Problematik eines Vollzugsdefizits 321

Kapitel 4: Technologie 4.0 auf dem Kapitalmarkt 326

A. Big Data und Künstliche Intelligenz 328
I. Überblick 328
II. Begriffsbestimmungen 329
1. Einsatzgebiete neuer Technologien 329
a. Legal Technology 329
b. FinTech 330
c. RegTech 331
2. Big Data 333
3. Künstliche Intelligenz und Algorithmen 335
a. Regelbasierte Systeme 338
b. Maschinelles Lernen 339
aa. Funktionsweise des Maschinellen Lernens 342

bb. Ansätze des Maschinellen Lernens 343
(1) Neuronale Netze und Deep Learning 343
(a) Neuronale Netze 343
(b) Deep Learning 345
(c) Reinforcement Learning 346
(d) Anwendungsbereiche 347
(2) Überwachtes und unüberwachtes Lernen 348
(a) Überwachtes Lernen 348
(b) Unüberwachtes Lernen 349
(aa) Anomalieerkennung 349
(bb) Clustering 350
(3) Klassifikation 351
(a) Ein-Klassen-Klassifikation und Zwei-/Mehrklassen-Klassifikation 351
(b) Entscheidungsbäume 352
(c) Nächste-Nachbarn-Klassifikation 354
(d) Support Vektor Machines 354
(e) Bayes-Klassifikation 355
(f) Logistische Regression 356
(4) Regression 356
4. Data Virtualization 357
5. Echtzeitanwendungen 357
6. Predictive Policing 359

B. Die Nutzung von BDAI in den USA 360
1. Überblick: Aufgaben und Befugnisse der SEC 362
a. Organisation 362
b. Aufgaben 364
c. Regelungsbefugnisse 365
d. Handlungsbefugnisse 366
aa. Informal Investigation 367
bb. Inspection 370
cc. Investigation 371
dd. Enforcement 373
(1) Zivilrechtliches Verfahren 373
(2) Verwaltungsverfahren 374
(3) Vergleichsweise Beendigung des Verfahrens 375
ee. Strafverfolgung 376
(1) Strafverfolgung durch das Department of Justice 376

(2) Parallele Verfolgungskompetenz und behördliche Zusammenarbeit 378
2. Marktanalyse durch die SEC 380
a. Sicherheitsbasierter Ansatz 381
aa. Grundlagen des sicherheitsbasierten Ansatzes 382
bb. Informationskanäle des sicherheitsbasierten Ansatzes 384
(1) Self Regulatory Organizations 384
(2) Whistleblower 385
(3) Sonstige Informationskanäle 385
cc. Kritik 386
b. Händlerbasierter Ansatz 387
aa. Market Abuse Unit und Analysis and Detection Center 387
bb. Grundlagen des händlerbezogenen Ansatzes 388
cc. Integration von Big Data-Anwendungen 389
3. Zusammenfassung 394

Kapitel 5: Zukünftige Nutzung von BDAI durch BaFin und Staatsanwaltschaften in Deutschland 395

A. Einleitung 395

B. Funktionsweise und Anwendungsarten 396
I. Grundschritte der Nutzung von BDAI zur Aufdeckung von Insiderdelikten 396
1. Datensammlung 397
2. Datenanalyse 397
3. Programmierung 397
a. Überwachtes Lernen 398
b. Unüberwachtes Lernen 399
aa. Deep Learning 401
bb. Clustering 402
c. Echtzeitanwendung 403
aa. Echtzeit-Datenübertragung 404
bb. Echtzeit-Situationserfassung 405
cc. Echtzeitanalyse 405
dd. Echtzeit-Entscheidungsfindung 406
ee. Echtzeit-Reaktion 406
ff. Ausgestaltung von Echtzeit-Anwendungen 407
4. Manuelle Überprüfung 408

II. Datenvisualisierung 409
III. Predictive Policing 411
1. Chancen eines Einsatzes im Zusammenhang mit Insiderhandel 411
2. Gotham 412
IV. Exkurs: BDAI aus Anwendersicht: Einsatz bei Compliance- und Reporting-Prozessen 415
1. Compliance 415
2. Reporting 417

C. Herausforderungen bei der Nutzung von Big Data und Künstlicher Intelligenz 419
I. Einhaltung des Rechtsrahmens 419
II. Qualitative Risiken 420
1. Fehlalarm und Nicht-Aufdeckung 420
2. Transparenz und Nachvollziehbarkeit 423
a. Herausforderungen 423
b. Lösungsansätze 426
aa. Transparency by Design 426
bb. Human on the Loop 428
cc. Transparenzebenen 429
III. Technische, personelle und finanzielle Ausstattung 431
1. Technische Ausstattung 432
2. Personelle Ausstattung 434
3. Finanzielle Ausstattung 438
IV. Implikationen eines Einsatzes von BDAI-Anwendungen für das Strafverfahren 440
1. Digitale Beweismittel 441
a. Die Bedeutung digitaler Beweismittel im Strafverfahren 441
b. Merkmale digitaler Beweismittel 444
c. Grundrechtssensibilität der digitalen Beweissicherung 444
aa. Fernmeldegeheimnis 445
bb. Allgemeines Persönlichkeitsrecht 446
(1) Recht auf informationelle Selbstbestimmung 447
(2) Recht auf Integrität und Vertraulichkeit informationstechnischer Systeme 448
cc. Sonstige Grundrechte 450

d. Implikationen für strafverfahrensrechtliche Grundsätzen am Beispiel des Rechts auf ein faires Verfahren 450
aa. Grundlagen des Rechts auf ein faires Verfahren 451
bb. Herausforderungen für das Recht auf ein faires Verfahren durch digitale Beweismittel im Insiderstrafverfahren 452
(1) Herausforderungen durch Intransparenzen 452
(2) Herausforderungen durch Kosten 453
e. Nutzbarkeit digitaler Beweismittel im Strafprozess 454
aa. Beweiswert digitaler Beweismittel 455
(1) Authentizität digitaler Beweismittel 455
(2) Datenursprung 457
(3) Datensicherung 457
bb. Dechiffrierung 458
cc. Strafprozessuale Vorgaben für den Umgang mit digitalen Beweismitteln 459
f. Exkurs: Die Bedeutung von IP-Adressen als digitale Beweismittel für die Insiderstrafverfolgung 460
2. Ermittlungsverfahren 461
a. Einleitung und Beendigung des Ermittlungsverfahrens 463
aa. Vorliegen eines Anfangsverdachts 463
bb. Einstellungsbefugnisse bei Bagatelldelikten 464
b. Neuausrichtung des Ermittlungsverfahrens 465
aa. Ausweitung des Vorfeldermittlungsverfahrens durch den Einsatz von BDAI-Anwendungen 465
bb. Organisatorische Herausforderungen 468
(1) Zentralstaatsanwaltschaft 470
(2) Dezentrale Schwerpunktstaatsanwaltschaften 472
(3) BaFin als alleinige Ermittlungs- und Verfolgungsbehörde 474
(4) Verbesserung der Zusammenarbeit zwischen BaFin und Staatsanwaltschaft 479
c. Ermittlungsmaßnahmen 481
aa. Offene Ermittlungsmaßnahmen 482
(1) Auskunftsersuchen, § 161 Abs. 1 S. 1 StPO 482
(2) Durchsicht, § 110 StPO 482

(3) Sicherstellung und Beschlagnahme, § 94 StPO 485
(4) Herausgabepflicht, § 95 StPO 487
(5) Bestandsdatenauskunft, § 100j StPO 487
(6) Anpassung des Rechtsrahmens 488
(a) Reform-Impulse auf europäischer Ebene 489
(b) Durchsicht von Transaktionsdaten 490
bb. Verdeckte Ermittlungsmaßnahmen 493
(1) Überblick 493
(2) Beweisgewinnung von Servern 494
(3) Vorliegen einer Anlasskatalogtat als zentrale Voraussetzung 495
(4) Erweiterung des Anlasstatenkatalogs um Insiderstraftaten? 496
3. Hauptverfahren 498
a. Einführung digitaler Beweismittel in die Hauptverhandlung 498
b. Freie richterliche Beweiswürdigung digitaler Beweismittel 499
V. Impulse auf supranationaler, internationaler und nationaler Ebene zum Umgang mit Künstlicher Intelligenz 502
1. Ethische Charta für den Einsatz von Künstlicher Intelligenz in Justizsystemen 502
a. Grundsatz der Achtung der Menschenrechte 503
b. Grundsatz der Nichtdiskriminierung 504
c. Grundsatz der Qualität und Sicherheit 504
d. Grundsatz der Transparenz, Unabhängigkeit und Fairness 505
e. Grundsatz der Gewährleistung menschlicher Intervention 505
2. Ad Hoc Committee on Artificial Intelligence 506
3. Hochrangige Expertengruppe für Künstliche Intelligenz 507
4. Strategische Ausrichtung der Europäischen Kommission 508
a. Mitteilung zur Künstlichen Intelligenz für Europa 509
b. Koordinierter Plan für Künstliche Intelligenz 509
c. Mitteilung der Europäischen Kommission zur europäischen Datenstrategie 510
d. Weißbuch zur Künstlichen Intelligenz 511

e. Bericht zu Fragen von Sicherheit und Haftung im Bereich der Digitalisierung 513
5. OSZE-Polizei-Expertentreffen 514
6. Hearing on Artificial Intelligence in Criminal Law 514
7. Zentrum für Künstliche Intelligenz und Robotik des UNICRI 515
8. Strategie Künstliche Intelligenz der deutschen Bundesregierung 515
9. Weitere Gremien und Kommissionen digitaler Ethik 516
10. National Defense Authorization Act 517
11. Einrichtung einer gemeinsamen BDAI-Institution 517
a. Funktionen einer zentralen Anlaufstelle 517
b. Einrichtung eines bei der ESMA angesiedelten Forums 519
c. Einrichtung einer BDAI-Zentralstelle 520
VI. Datenschutzrecht und Informationssicherheitsrisiken 521
1. Problemstellung 521
2. Anwendbarer Rechtsrahmen 523
a. Datenschutzrecht nach der DS-GVO 523
b. Datenschutzrecht nach dem BDSG 525
aa. Anwendbarkeit 525
bb. Grundsätze für die Datenverarbeitung 526
cc. Besondere Datenkategorien 529
dd. Zweckänderung 530
ee. Datenverarbeitung zu archivarischen, wissenschaftlichen oder statistischen Zwecken 531
ff. Einwilligung 533
gg. Datengeheimnis 534
hh. Betroffenenrechte nach dem BDSG 534
(1) Allgemeine Informationspflicht 534
(2) Benachrichtigungspflicht 535
(3) Auskunftsrecht 536
(4) Rechte auf Berichtigung, Vervollständigung und Löschung sowie Einschränkung der Verarbeitung 537
(a) Berichtigung, Vervollständigung 537
(b) Löschung, Einschränkung der Verarbeitung 538
(c) Mitteilung der Berichtigung 539
(d) Unterrichtungspflicht 539

ii. Datenschutzrechtliche Verantwortlichkeit 540
3. Datenschutzrechtliche Beurteilung der Zulässigkeit eines Einsatzes von BDAI-Anwendungen 542
a. Beispiel Gotham 542
aa. Datenschutzrechtliche Herausforderungen 542
bb. Einsatz eines Untersuchungsausschusses 544
(1) Funktion von Gotham 545
(2) Untersuchungsgegenstände 545
(a) Vergabeverfahren 545
(b) Datenschutz, Datensicherheit und rechtliche Grundlagen 546
(c) Sicherheits- und Geheimhaltungsinteressen 547
(3) Bewertung 548
b. Grundsätze der Datenverarbeitung 550
aa. Datenschutzrechtliche Verantwortlichkeit 550
bb. Rechtmäßigkeit der Datenverarbeitung 551
(1) Rechtmäßigkeit im Kontext von BDAI-Anwendungen 551
(2) Anforderungen an eine rechtmäßige BDAI-Nutzung 552
(3) Praktische Umsetzung der Anforderungen 554
cc. Grundsatz der Zweckbindung 555
dd. Grundsatz der Verhältnismäßigkeit 555
ee. Grundsatz der Richtigkeit 557
ff. Grundsatz der Speicherbegrenzung 558
gg. Grundsatz des Systemdatenschutzes 558
c. Datenverarbeitung zu archivarischen, wissenschaftlichen oder statistischen Zwecken 559

D. Schlussbetrachtung 561
I. Ein zusammenfassender Ausblick 561
II. De lege ferenda – ein regulatorischer Ausblick 564

Literaturverzeichnis 569

Quellenverzeichnis 601

Kapitel 1: Einleitung

A. *Themeneinführung*

Die Idee für die vorliegende Untersuchung entstand nach Veröffentlichung einer Studie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unter dem Titel „Big Data trifft auf künstliche Intelligenz – Herausforderungen und Implikationen für Aufsicht und Regulierung von Finanzdienstleistern" im Jahr 2018.[1] Vor dem Hintergrund des gleichermaßen in Gesellschaft und Wirtschaft zu beobachtenden „tiefgreifenden technologischen Wandel[s]"[2], der sich durch den Einsatz zukunftsweisender Technologien auszeichnet, untersucht die Studie Chancen und Risiken, die sich aus dem Zusammenspiel der Verfügbarkeit riesiger Datenmengen (Big Data, BD) und Künstlicher Intelligenz (beschrieben unter dem Stichwort *Artificial Intelligence*, AI) ergeben. Unter Beschreibung des Zusammenspiels als „Phänomen BDAI"[3] – Big Data und *Artificial Intelligence* – zeigt die Studie anhand von Marktbeobachtungen und praktischen Beispielen die Implikationen der Entwicklungen für Aufsicht und Regulierung sowie für das Finanzsystem als Ganzes auf.[4]

Ausgehend von der praktischen Relevanz des Phänomens BDAI[5] stellte sich die Frage, ob und inwiefern Big Data und Künstliche Intelligenz darüber hinaus Chancen und Risiken bieten können – nicht limitiert auf den Bereich der Aufsicht, sondern ausgeweitet auf den Bereich der Rechtsdurchsetzung. Beide Bereiche weisen in der Praxis eine ihres Gleichen suchende Verzahnung in der Aufdeckung und Verfolgung von strafbarem Insiderhandel auf. Gleichzeitig spiegelt kaum ein Rechtsgebiet die Verzahnung zwischen Rechtsdurchsetzungsstärke und Rechtseffektivität bzw.

---

1 Die Studie ist abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/dl_bdai_studie.html;jsessionid=D30B409BEE82208481B87F037C38E0C5.2_cid502, zuletzt abgerufen am 25. August 2021, und wird im Folgenden mit „*BaFin*, Big Data trifft auf künstliche Intelligenz" in Bezug genommen.

2 *BaFin*, Big Data trifft auf künstliche Intelligenz, S. 3.

3 In Anlehnung an die in der Studie gewählte Abkürzung BDAI wird auch im Rahmen der vorliegenden Untersuchung die Abkürzung BDAI verwendet werden.

4 *BaFin*, Big Data trifft auf künstliche Intelligenz, S. 3.

5 In Anlehnung an die in der Studie gewählte Abkürzung BDAI wird auch im Rahmen der vorliegenden Untersuchung die Abkürzung BDAI verwendet werden.

Rechtsdurchsetzungsschwäche und Rechtsineffektivität deutlicher wider als das Insiderstrafrecht. Vor diesem Hintergrund und den möglichen Implikationen eines Einsatzes von Anwendungen aus dem Bereich BDAI stellt das Insiderstrafrecht den Anknüpfungspunkt für die vorliegende Untersuchung dar.

B. Die Effektivität der Rechtsdurchsetzung – Ausgangspunkt der Untersuchung

Die Effektivität des Rechts ist ein Thema, welches Juristen, Wirtschafts- und Sozialwissenschaftler gleichermaßen umtreibt. Weil die Frage, ob ein Rechtssatz tatsächlich effektiv ist, seine Geltung grundsätzlich nicht berührt,[6] spielt die Effektivität des Rechts in der rechtswissenschaftlichen Diskussion jedoch insgesamt eine eher untergeordnete Rolle.[7] Dies verwundert, da ineffektives Recht in verschiedenen Rechtsgebieten weniger eine Ausnahme als eine Regelerscheinung ist.[8] Der Begriff der Effektivität beschreibt das Verhältnis zwischen einem definierten, angestrebten Ziel und dem tatsächlich erreichten Ziel, also den Grad der Zielerreichung.[9] Als Synonyme für die Effektivität werden unter anderem Auswirkung, Erfolg, Geltung, Wirksamkeit, Wirkung und Wirkungskraft vorgeschlagen.[10] Diese sind Ausdruck dafür, dass es bei dem Maß der Effektivität nicht auf den Aufwand ankommt, welcher hinter einer Maßnahme steht,[11]

---

6 Zu beachten ist in diesem Zusammenhang aber das Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Zinsbesteuerung, BVerfG, Urteil vom 27. Juni 1991 – 2 BvR 1493/89, BVerfGE 84, 239. Das Gericht stellte darin fest, dass ein Rechtssatz, auch wenn dieser formell und materiell verfassungsmäßig ist, aufgrund eines Vollzugsdefizits verfassungswidrig sein kann.

7 *Bryde*, Die Effektivität von Recht als Rechtsproblem, S. 6; speziell im Hinblick auf das Kapitalmarktrecht und die zivil-, ordnungswidrigkeiten- und strafrechtliche Durchsetzung *Maume*, ZHR 180 (2016), 358, 366.

8 Ähnlich auch *Bryde*, Die Effektivität von Recht als Rechtsproblem, S. 11 in Bezug auf das Recht im Allgemeinen.

9 https://www.wortbedeutung.info/Effektivit%C3%A4t/, zuletzt abgerufen am 5. Oktober 2020; *Maume*, ZHR 180 (2016), 358, 365.

10 https://www.duden.de/rechtschreibung/Effektivitaet, zuletzt abgerufen am 5. Oktober 2020.

11 Im Gegensatz dazu steigt die Effizienz, je besser sich das Verhältnis zwischen den Kosten, also dem hinter dem Mitteleinsatz stehenden Aufwand, und dem daraus folgenden Nutzen erweist. Der Begriff der Effizienz beschreibt folglich das Verhältnis des eingesetzten Mittels zu dem hieraus resultierenden Ergebnis. Eine Steigerung der Effizienz erfolgt bei Optimierung des Mittelaufwands, siehe zum Ganzen; *Bartsch*, Effektives Kapitalmarktrecht, S. 9; vgl. auch *Augstein*, Insi-

sondern allein das Ausmaß und die Qualität des Resultats entscheidend sind.[12] Übertragen auf einen rechtlichen Kontext bezieht sich Effektivität darauf, ob eine Norm durchgesetzt wird.[13] Die Effektivität eines Rechtssatzes stellt ein Beurteilungskriterium dar, anhand dessen die Geeignetheit einer Maßnahme zur Zielerreichung festgestellt werden kann.[14] So bildet die Effektivität des Rechtssatzes ab, ob die Regelungszwecke, welche ein Gesetzgeber mit einer Norm verfolgt, rechtstatsächlich erreicht werden.[15] Besonders effektiv ist eine Maßnahme dann, wenn sie zur Erreichung des angestrebten Ziels führt.[16] Die Effektivität des Rechts ist also zugleich ein Instrument zur Überprüfung, ob die theoretischen Regelungsabsichten in der Praxis eine Wirkung entfalten. Sie kann in ihrer Bedeutung vor diesem Hintergrund nicht überschätzt werden.

In der Vergangenheit ist die Effektivität des Rechts vor allem durch die Disziplin der Rechtssoziologie untersucht worden.[17] Insbesondere der Rechtssoziologe *Theodor Geiger* hat die Normtheorien in diesem Zusammenhang entscheidend geprägt. Er stellte die These auf, dass sich die Wirksamkeit einer Norm mittels einer Effektivitätsquote ausdrücken lasse. Die Norm soll danach dann wirksam sein, wenn sie befolgt wird oder wenn die Nichtbefolgung des Normbefehls eine Sanktion nach sich zieht. Entsprechend drückt die Effektivitätsquote den Anteil der Fälle aus, in welchen die Norm befolgt oder aber die Nichtbefolgung sanktioniert wird. Je höher die Quote ausfällt, desto effektiver ist ein Rechtssatz in

---

derrecht, S. 53. Zum Begriff der Effizienz im Zusammenhang mit einem organisierten Kapitalmarkt *Grunewald/Schlitt*, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, § 1 II. 2. Tatsächlich werden die Begriffe der Effektivität und der Effizienz häufig nicht trennscharf unterschieden und teils sogar als Synonyme verwendet, *Sester*, ZGR 2009, 310, 312.

12 https://educalingo.com/de/dic-de/effektivitat, zuletzt abgerufen am 5. Oktober 2020. Im Rahmen von Effizienzüberlegungen geht es darum, einen Handlungsprozess so zu optimieren, dass bei möglichst geringem Aufwand das gewünschte Ziel möglichst schnell erreicht wird, https://projekte-leicht-gemacht.de/blog/definitionen/effizienz-effektivitaet/, zuletzt abgerufen am 5. Oktober 2020.

13 *Maume*, ZHR 180 (2016), 358, 365 f.

14 https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/effektivitaet-33138/version-256665, zuletzt abgerufen am 5. Oktober 2020; https://educalingo.com/de/dic-de/effektivitat, zuletzt abgerufen am 5. Oktober 2020.

15 *Rottleuthner/Rottleuthner-Lutter*, in: Wagner (Hrsg.), Kraft Gesetz, S. 13.

16 *Bartsch*, Effektives Kapitalmarktrecht, S. 9; *Rottleuthner/Rottleuthner-Lutter*, in: Wagner (Hrsg.), Kraft Gesetz, Beiträge zur rechtssoziologischen Effektivitätsforschung, S. 21.

17 Vgl. beispielsweise *Rottleuthner/Rottleuthner-Lutter*, in: Wagner (Hrsg.), Kraft Gesetz, Beiträge zur rechtssoziologischen Effektivitätsforschung, S. 13 ff.

der Rechtswirklichkeit. Dabei setzt sich die Normwirksamkeit nach dem Verständnis *Geigers* aus den Elementen Verhaltensgeltung und Sanktionsgeltung zusammen.[18]

Zwar dürften Nutzen, Tauglichkeit und Aussagekraft einer Effektivitätsquote insbesondere dort eingeschränkt sein, wo von der Existenz eines großen Dunkelfeldes auszugehen ist.[19] Dennoch kommt in dem Verständnis *Geigers* zum Ausdruck, dass die Effektivität einer Norm vor allem von der Effektivität ihrer Rechtsdurchsetzung abhängt. Denn bei einer bestehenden Rechtsdurchsetzungsschwäche, also einer fehlenden Sanktionierung der Nichtbefolgung einer Norm, können weder die Verhaltensgeltung noch die Sanktionsgeltung in Erscheinung treten.

Auch an anderer Stelle ist die Bedeutung der Rechtsdurchsetzungseffektivität betont worden. So erfordern die Stärkung und der Erhalt des Vertrauens in die Rechtsordnung eine effektive Überwachung der Rechtstreue und Durchsetzung von Sanktionsdrohungen.[20] Das Bundesverfassungsgericht hat sich in der Vergangenheit bereits eingehend mit der Frage der Effektivität des Rechts beschäftigt. In seinem Urteil zur Zinsbesteuerung hat es festgestellt, dass eine Regelung zwar in formell- und materiell-rechtlicher Hinsicht den gesetzlichen Anforderungen genügen, aber trotzdem aus Gründen eines Vollzugsdefizites verfassungswidrig sein kann.[21]

Auf grenzüberschreitender Ebene wurde in den Jahren 2007 und 2008 sowie der sich anschließenden Schulden- und Eurokrise 2009 bis 2013 deutlich, welche gravierenden Folgen systemische Schwächen und Vollzugsdefizite von Rechtsnormen haben können.[22] Die Krise verbreitete sich von den USA aus in zahlreiche Länder, umfasste verschiedenste Marktsegmente und entwickelte sich zu der gravierendsten Wirtschaftskrise seit 1929.[23] Im Zusammenhang mit der Analyse der Ursachen der

---

18 *Geiger*, Vorstudien zu einer Soziologie des Rechts, 4. Aufl. 1987, S. 70.

19 Zum Begriff des Dunkelfeldes siehe etwa *Neubacher*, Kriminologie, 4. Aufl. 2020, S. 37 ff.; *Kunz/Singelnstein*, Kriminologie, 7. Aufl. 2016, § 15 Rn. 7 ff.; speziell zum Dunkelfeld in der Wirtschaftskriminalität *Schneider*, Kriminologie, S. 90 ff.

20 *Kress*, Effizienzorientierte Kapitalmarktregulierung, S. 215.

21 BVerfG, Urteil vom 27. Juni 1991 – 2 BvR 1493/89, BVerfGE 84, 239, Ls. 4.

22 *Waßmer*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 38-40b Rn. 7.

23 Der *Larosière*-Bericht spricht insoweit von „der schwersten und tiefgreifendsten Finanzkrise seit 1929“, die sich als „hochansteckend und komplex erwiesen“ habe, *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière*, Report, Brussels, 25 February 2009, Rn. 1, abrufbar unter https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_de.pdf?27ac25e3e0132be567ddc3fa2590d579, zuletzt abgerufen am 3. Mai 2021.

Krise sowie der Diskussion zukünftiger, krisenvermeidender Maßnahmen geriet die Bedeutung der Effektivität des Rechts zunehmend in den Fokus des europäischen Gesetzgebers. Insbesondere die Effektivität des Kapitalmarktrechts und das Kapitalmarktstrafrecht als Mittel der Normdurchsetzung und Steuerung der Kapitalmärkte rückten in den Mittelpunkt der Überlegungen.[24] So manifestierte sich die Erkenntnis, dass nur bei einer effektiven tatsächlichen Durchsetzung des normativen Rahmens und einer effektiven Verfolgung von Kapitalmarktstraftaten ein funktionsfähiger Kapitalmarkt geschaffen, die Gesellschaft vor sozialschädlichem Verhalten geschützt und die den kapitalmarktrechtlichen Normen zugrundeliegenden Regelungszwecke erreicht werden können.[25] Die Bedeutung der Rechtsdurchsetzung für die Kapitalmarktregulierung kann dabei nicht überschätzt werden.[26] In diesem Lichte sind die in der Folge fortwährenden Bemühungen des europäischen Gesetzgebers um die Steigerung der Rechtsdurchsetzungseffektivität kapitalmarkt(straf)rechtlicher Normen zu sehen, welche sich zu einem „Regelungsaktionismus"[27] entwickelten.[28] Durch zahlreiche finanzmarktregulierende Rechtsakte sollte das Gleich-

---

24 *Bartsch* weist auf eine „Krise der Glaubwürdigkeit des Kapitalmarkts" hin, Effektives Kapitalmarktrecht, S. 1. Vgl. auch *Waßmer*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 38-40b Rn. 29. *Veil/Brüggemeier*, in: Fleischer/Kalss/Vogt (Hrsg.), Enforcement im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, S. 277 ff., 283 sprechen insoweit davon, dass das Strafrecht die sonstigen Mittel der Normdurchsetzung, wie beispielsweise verwaltungsrechtliche Sanktionen, im Bereich des Kapitalmarktrechtes „[f]lankiert", in: Fleischer/Kalss/Vogt (Hrsg.), Enforcement im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, S. 277 ff., 283.

25 *Waschkowski*, Insiderhandel nach der Marktmissbrauchsverordnung, S. 89. Im Hinblick auf das Marktmissbrauchsrecht *Altenhofen*, Die Europäisierung der Normdurchsetzung im Marktmissbrauchsrecht, S. 22. Instruktiv BVerfG, Urteil vom 21. Juni 1977 – 1 BvL 14/760, BVerfGE 45, 187, 254 f.; *Weigend*, in: Weigend/Küpper (Hrsg.), Festschrift für Hans Joachim Hirsch zum 70. Geburtstag am 11. April 1999, S. 917 ff., 919 („Als ‚oberstes Ziel des Strafens' wird die Bewahrung der Gesellschaft vor sozialschädlichem Verhalten sowie der Schutz der elementaren Werte des Gemeinschaftslebens bezeichnet."); *Koch*, Ermittlung und Verfolgung von strafbarem Insiderhandel, S. 61.

26 Vgl. hierzu auch *Maume*, ZHR 180 (2016), 358, 394, der darauf verweist, dass die fehlender Durchsetzung existierenden Rechts negativere Folgen habe, als die Abstinenz einer Regelung, da hierdurch Fehlverhalten belohnt werde.

27 *Schröder*, in: Achenbach/Ransiek/Rönnau (Hrsg.), Handbuch Wirtschaftsstrafrecht, 4. Aufl. 2015, 10. Teil, 2. Kap. Rn. 8; vgl. auch *Schröder*, in: Hellmann/Schröder (Hrsg.), Festschrift für Hans Achenbach, S. 491 ff., 500; *Schröder*, Europa in der Finanzfalle, S. 53 ff.

28 *Veil/Brüggemeier*, in: Fleischer/Kalss/Vogt (Hrsg.), Enforcement im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, S. 277 ff.; 278; *Hellgardt*, AG 2012, 154.

gewicht auf dem Finanzmarkt wiederhergestellt werden.[29] Ferner sollte durch Rechtsangleichung und Harmonisierung die Entstehung eines effektiven, funktions- und wettbewerbsfähigen Kapitalmarktes auf gesamteuropäischer Ebene gefördert werden.[30] Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass sich das Kapitalmarktrecht in den vergangenen Jahren als eines der dynamischsten Rechtsgebiete erwiesen hat.[31] Richtungsweisend war in diesem Zusammenhang der Einsatz einer Expertengruppe rund um den ehemaligen Präsidenten der französischen Nationalbank, *Jacques de Larosière*, welche mit dem Auftrag betraut wurde, Vorschläge zur Etablierung eines effektiven europäischen Finanzaufsichtssystems zu erarbeiten.[32] In ihrem Bericht vom 25. Februar 2009 sprach sich die Gruppe insbesondere für das Schließen bestehender regulatorischer Lücken und eine grundsätzlich vollharmonisierte europäische Finanzmarktregulierung aus.[33]

Die Bemühungen um eine reformierte europäische Finanzmarktregulierung zeigten sich vor allem anhand des Marktmissbrauchsrechts als „Herzstück des Kapitalmarktrechts".[34] Dieses stand im Fokus des Gesetzgebers, weil insbesondere eine nicht ausreichende Sanktionierung von Marktmissbrauchsverstößen und eine mangelnde Rechtseffektivität aufgrund einer defizitären Durchsetzung vorhandener Sanktionsmöglichkeiten als Ursa-

---

29 Vgl. *Waßmer*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 38-40b Rn. 8 ff.

30 Vgl. *Waßmer*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 38-40b Rn. 8 ff.; *Kolassa*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, § 179 Rn. 12 ff.; *Assmann/Buck-Heeb*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Aufl. 2020, § 1 Rn. 55 ff.; *Follak*, in: Dauses/Ludwigs (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, Werkstand: 50. EL März 2020, F. II. Rn. 28 ff.; *Möllers*, ZEuP 2016, 325, 326 ff. *Maume*, ZHR 180 (2016), 358, weist darauf hin, dass mit der Marktmissbrauchsverordnung detaillierte Vorgaben für die Rechtsfolgenebene gemacht und erweiterte aufsichtsbehördliche Ermittlungsbefugnisse eingeführt wurden.

31 *Spindler*, NJW 2004, 3449.

32 Vgl. insbesondere *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière*, Report, Brussels, 25 February 2009, Rn. 83, abrufbar unter https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_de.pdf?27ac25e3e0132be567ddc3fa2590d579, zuletzt abgerufen am 3. Mai 2021; *Veil/Brüggemeier*, in: Fleischer/Kalss/Vogt (Hrsg.), Enforcement im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, S. 277 ff., 278.

33 Eine Zusammenfassung des Berichts findet sich bei *Fischer zu Cramburg*, NZG 2009, 337; vgl. auch *Kolassa*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, § 139 Rn. 11; *Veil*, ZGR 2016, 305, 328.

34 *Veil*, ZGR 2016, 305, 308.

chen der Finanzmarktkrise erachtet wurden.[35] Dabei repräsentiert kaum ein Bereich des Marktmissbrauchsrechts die Begriffspaare Rechtsdurchsetzungsstärke und Rechtseffektivität bzw. Rechtsdurchsetzungsschwäche und Rechtsineffektivität besser als das Insiderstrafrecht. Nur wenige andere Kapitalmarktdelikte bereiten den Strafverfolgungsbehörden größere Schwierigkeiten in Ermittlung, Aufklärung und Nachweis der Taten.[36] Trotz Gesetzesreformen, einer Bemühung um eine Angleichung des Sanktionsniveaus in den Mitgliedsstaaten der Europäischen Union[37] und einer weiteren Verschärfung des Insiderstrafrechts in der Vergangenheit bleibt die Effektivität des Insiderstrafrechts, gemessen an den geringen Zahlen von Verurteilungen wegen Insiderdelikten, bis heute gering.[38] So wird das Insiderhandelsverbot plakativ als „zahnloser Papiertiger" bezeichnet, die Ermittlungsarbeit der Strafverfolgungsbehörden als „Kampf mit stumpfen Waffen", resultierend in einem „Dornröschenschlaf der Rechtsprechungspraxis".[39]

---

35 *Poelzig*, NZG 2016, 492; vgl. auch *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière*, Report, Brussels, 25 February 2009, Rn. 84, abrufbar unter https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_de.pdf?27ac25e3e0132be567ddc3fa2590d579, zuletzt abgerufen am 3. Mai 2021. Begründet wurde dies vor allem mit Verweis auf die Untersuchungen der Vorgängereinrichtung der ESMA, des Ausschusses der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Wertpapierwesen (*Committee of European Securities Regulators* – CESR) über aufsichts- und strafrechtliche Sanktionen in den EU-Mitgliedstaaten (vgl. CESR/07-383, CESR/08-099, CESR/08-220 und CESR/09-058); *Waschkowski*, Insiderhandel nach der Marktmissbrauchsverordnung, S. 36.

36 *Koch*, Ermittlung und Verfolgung von strafbarem Insiderhandel, S. 61; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 422; *Park*, NStZ 2007, 369, 374.

37 *Veil/Brüggemeier*, in: Fleischer/Kalss/Vogt (Hrsg.), Enforcement im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, S. 277 ff., 278; so auch die Erkenntnis des *Larosière*-Berichts, *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière*, Report, Brussels, 25 February 2009, Rn. 21, abrufbar unter https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_de.pdf?27ac25e3e0132be567ddc3fa2590d579, zuletzt abgerufen am 3. Mai 2021; vgl. auch *Europäische Kommission*, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Stärkung der Sanktionsregelungen im Finanzdienstleistungssektor, Brüssel, den 8. Dezember 2010, KOM(2010) 716, S. 2. Eine erstmalige Verpflichtung der EU-Staaten, strafrechtliche Regelungen zur Sanktionierung kapitalmarktrechtlichen Fehlverhaltens zu erlassen, findet sich in der Richtlinie 2014/57/EU.

38 *Spoerr*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Vor § 119 Rn. 17; vgl. *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 422.

39 *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 372.

Ein Grund der Rechtsdurchsetzungsschwäche liegt darin, dass ein Insiderhandel von außen betrachtet kaum wahrnehmbar ist. So zeichnen sich Insiderdelikte vor allem dadurch aus, dass der Täter scheinbar ein neutrales, also gesellschaftlich anerkanntes und gebilligtes Verhalten – nämlich das Tätigen eines Wertpapiergeschäfts – vornimmt. Objektiv sieht das Insidergeschäft mithin einem regulären und gesetzlich konformen Wertpapiergeschäft zum Verwechseln ähnlich.[40] Gleichzeitig wird die Arbeit der Ermittlungsbehörden durch ein limitiertes Anzeigeverhalten im Bereich des Insiderstrafrechts erschwert.[41] Dabei kann die rechtstatsächliche Relevanz des strafbaren Insiderhandels nicht überschätzt werden. Laut neuesten Studien sind etwa ein Viertel aller *Mergers & Acquisitions* (M&A) börsennotierter Unternehmen in irgendeiner Form von Insiderhandel betroffen.[42] Gerüchte über ganze Netzwerke aus Insidern, etwa im Umfeld von Investmentbanken oder Hedgefonds, die im großen Umfang ihren Informationsvorsprung ausnutzen, existieren zu Hauf.[43] Da sich der Informationsfluss in einem hochtechnologisierten Kapitalmarkt typischerweise auf digitalem Wege vollzieht, werden Insiderinformationen in Zukunft mit zunehmender Geschwindigkeit verbreitet werden. Dabei liegt es auf der Hand, dass sich in einem solchen Umfeld auch eine Vielzahl neuer Optionen zur Begehung von Insiderdelikten ergeben.

Die Mehrzahl der Anwendungen, welche durch die Ermittlungsbehörden heute zur Aufdeckung von Insiderstraftaten eingesetzt werden, arbeiten ereignisbezogen: Nachdem die Nachrichten über ein bestimmtes markt- oder unternehmensbezogenes Ereignis öffentlich werden, untersuchen Experten den Wertpapierhandel rund um dieses Ereignis auf Un-

---

40 *Koch*, Ermittlung und Verfolgung von strafbarem Insiderhandel, S. 61.

41 Im Vergleich mit anderen Deliktsgruppen erscheint der Insiderhandel gesellschaftlich nicht mit einer vergleichbaren Vehemenz abgelehnt zu werden: Laut einer Studie würde die Hälfte der Amerikaner Insiderwissen zum Wertpapierhandel ausnutzen, wenn sie einen solchen Wissensvorsprung innehätten, *Koch*, Ermittlung und Verfolgung von strafbarem Insiderhandel, S. 61; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 422.

42 https://fortune.com/2014/06/17/insider-trading-study/, zuletzt abgerufen am 11. März 2021.

43 Vgl. *Spoerr*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, Kommentar, 7. Aufl. 2019, Vor § 119 WpHG Rn. 18.

regelmäßigkeiten.[44] Insiderhandel, der ohne Anknüpfungspunkt an ein solches Ereignis vollzogen wird, bleibt in der Regel verborgen.[45]

Vor dem Hintergrund der Finanzkrise, anhand derer sich gezeigt hat, welche systemischen Auswirkungen ineffektives Recht haben kann, ist es unerlässlich, einen Weg zu finden, die Aufdeckungswahrscheinlichkeit von strafbarem Insiderhandel zu erhöhen. So könnten im Bereich des Insiderstrafrechts das Rechtsdurchsetzungsdefizit in eine Rechtseffektivität umgekehrt und so, mit den Worten *Geigers*, Verhaltensgeltung und Sanktionsgeltung sichergestellt werden.

Als Ausgangspunkt auf dem Weg zu einer Erhöhung der Rechtsdurchsetzungseffektivität im Bereich des Insiderstrafrechts dient die voranschreitende Digitalisierung, also die spezifische Informationstechnik zur Verarbeitung digitaler Daten.[46] Diese bedingt in allen gesellschaftlichen Bereichen Prozesse der Umwandlung und Anpassung und bereitet den Weg hin zu einer digitalen Transformation.[47] Auch vor dem Strafrecht und insbesondere vor dem Bereich der Strafverfolgung macht diese digitale Transformation keinen Halt[48] und führt zu einem „tiefgreifende[n] technologische[n] Wandel im strafrechtlichen Kontext"[49]. Der Fokus der politischen und rechtswissenschaftlichen Diskussion liegt dabei heute auf den Potentialen von Anwendungen aus dem Bereich Big Data und Künstliche Intelligenz.[50] Dies verdeutlicht etwa das OSZE-Polizei-Expertentreffen von 2019, welches sich den potentiellen Implikationen der jüngsten Entwicklungen der Künstlichen Intelligenz für die Arbeit der Strafverfolgungsbehörden verschrieben hat.[51]

---

44 Vgl. *Donoho*, Early Detection of Insider Trading in Option Markets, S. 1, abrufbar unter https://de.scribd.com/document/374126312/10-1-1-660-703-pdf, zuletzt abgerufen am 9. Mai 2021.

45 *Donoho*, Early Detection of Insider Trading in Option Markets, S. 1, abrufbar unter https://de.scribd.com/document/374126312/10-1-1-660-703-pdf, zuletzt abgerufen am 9. Mai 2021. Vgl. in diesem Zusammenhang auch *Koch*, Ermittlung und Verfolgung von strafbarem Insiderhandel, S. 61.

46 *Hoffmann-Riem*, in: Hoffmann-Riem (Hrsg.), Big Data – Regulatorische Herausforderungen, S. 12.

47 *Hoffmann-Riem*, in: Hoffmann-Riem (Hrsg.), Big Data – Regulatorische Herausforderungen, S. 12.

48 *Schneider*, ZIS 2020, 79, 82.

49 *Kuhli/Brüning*, ZIS 2020, 39.

50 Siehe zu den Impulsen zum Umgang mit Künstlicher Intelligenz auf internationaler und nationaler Ebene ausführlich Kapitel 5:C.V.

51 https://polis.osce.org/2019APEM, zuletzt abgerufen am 5. Oktober 2020; das Beispiel führen auch *Staffler/Jany*, ZIS 2020, 164 an.

C. Gegenstand und Ziel der Arbeit

Die vorliegende Arbeit untersucht vor diesem Hintergrund die Chancen und Risiken eines Einsatzes von algorithmischen Anwendungen aus dem Bereich der Künstlichen Intelligenz, welche durch eine Verarbeitung riesiger Mengen von Kapitalmarktdaten (Big Data) die zuständigen Behörden bei der Aufdeckung und Verfolgung strafbaren Insiderhandels unterstützen und damit einen entscheidenden Beitrag zur Steigerung der Rechtsdurchsetzungseffektivität im Bereich des Insiderhandelsverbotes leisten können.[52] Dies geschieht vor dem Hintergrund der Rechtsdurchsetzungsschwäche des Insiderhandelsverbotes, der Bedeutung der Effektivität im Recht[53] und der Digitalisierung der Gesellschaft.

Dabei liegt der Schwerpunkt der Untersuchung auf der Beleuchtung der Herausforderungen, welche mit dem Einsatz von Anwendungen aus dem Bereich Big Data und Künstliche Intelligenz in rechtlicher, aber auch in tatsächlicher Hinsicht verbunden sind.

D. Gang der Untersuchung

Den Ausgangspunkt der Untersuchung bildet in Kapitel 2 eine Darstellung der Rechtsgrundlagen des Insiderrechts und des Insiderstrafrechts. Dabei fasst die Arbeit die Argumente für und gegen ein gesetzlich normiertes Insiderhandelsverbot sowie seine Regelungszwecke zusammen. Im Anschluss folgt *de lege lata* eine Darstellung des europäischen Insiderrechts und des deutschen Insiderstrafrechts einschließlich der gesetzlich vorgesehenen Sanktionen für Rechtsverstöße. Vor dem Hintergrund der Bedeutung der Rechtsdurchsetzungspraxis der US-amerikanischen Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC) im Bereich des Insiderhandelsverbotes schließt sich ein darstellender Teil des US-amerikanischen Insiderrechts an.

---

52 Der Titel dieser Untersuchung ist an eine im Jahr 2018 veröffentlichte Studie der BaFin – Big Data trifft auf Künstliche Intelligenz – angelehnt. Die Studie ist abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2018/fa_bj_1806_BDAI_Studie.html;jsessionid=90C99D8FEC441D7504E739B62D5A9891.2_cid503?nn=7845970, zuletzt abgerufen am 21. Mai 2021.

53 Kritisch zu dem Gebot der Funktionstüchtigkeit der Strafrechtspflege und damit verbundenen „Beschleunigungs- oder Effizienzüberlegungen“, die zu einer Einschränkungen von Verfahrensgarantien des Beschuldigten führen, *Wörner*, in: Schneider/Wagner (Hrsg.), Normentheorie und Strafrecht, S. 271 ff.

Kapitel 3 der Untersuchung analysiert die tatsächliche Rechtsdurchsetzung des Insider(straf)rechts. Dazu erfolgt eine Darstellung der Akteure der Kapitalmarktkontrolle – ESMA, BaFin und Staatsanwaltschaften – einschließlich ihrer Befugnisse in der Verfolgung von Insiderstraftaten. Daran schließt sich eine Untersuchung der Rechtsdurchsetzung des Insiderhandelsverbotes in der Rechtswirklichkeit, insbesondere unter Aufarbeitung des aufsichtsbehördlichen Informationszugangs als Mittel der Aufdeckung von Insiderhandel, an.

Kapitel 4 adressiert das Rechtsdurchsetzungsdefizit des Insiderstrafrechts. Als Ansatzpunkt und Mittel zur Steigerung der Effektivität des insiderrechtlichen *Enforcements* von BaFin und Staatsanwaltschaften stellt die Arbeit Technologien 4.0 auf dem Kapitalmarkt wie Big Data und Künstliche Intelligenz (*Big Data and Artificial Intelligence* – BDAI) vor. Dabei werden zunächst Arten, Funktionsweisen und Einsatzbereiche diverser Anwendungen, insbesondere der Algorithmen aus dem Bereich des maschinellen Lernens, dargelegt. Wie diese Technologien heute bereits in der praktischen Arbeit der Börsenaufsicht zur Aufdeckung von auf Insiderhandel hindeutenden Anomalien in Kapitalmarktdaten erfolgreich genutzt werden können, zeigt die Untersuchung am Beispiel der Arbeit der US-amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde SEC.

In Kapital 5 untersucht die vorliegende Arbeit Chancen und Herausforderungen des Einsatzes von Anwendungen aus dem Bereich Big Data und Künstliche Intelligenz in der Durchsetzungspraxis von BaFin und Staatsanwaltschaften. Sie schließt neben einem zusammenfassenden Ausblick mit einem Regelungsvorschlag *de lege ferenda* für eine Norm des WpHG, die als Rechtsgrundlage für den Einsatz von BDAI-Anwendungen dienen sollte und die Grundsätze des Einsatzes festlegt sowie für eine hierauf verweisende Norm der StPO.

Kapitel 2: Rechtsgrundlagen des Insider(straf)rechts

A. Notwendigkeit eines gesetzlichen Insiderhandelsverbotes

Das Auftreten von Insiderhandel geht Hand in Hand mit dem Bestehen eines Wertpapierhandels selbst und so dürfte Insiderhandel seit Gründung der ersten Aktiengesellschaften im beginnenden 19. Jahrhundert existieren.[54] Bereits frühzeitig kam es zu einer Sensibilisierung in Bezug auf die Verwertung vertraulich gehaltener Informationen bei Börsenorders. Aufsehen erregte etwa ein Gerücht um den damaligen preußischen Ministerpräsidenten *Otto von Bismarck*, dem nachgesagt wurde, er nutze nicht öffentlich bekannte politische Informationen aus, um finanzielle Gewinne zu realisieren.[55] Im Jahr 1904 lag dem Reichsgericht ein Fall vor, in welchem Wertpapiere einer Bergbaugesellschaft, unmittelbar nach Kenntniserlangung über den Zusammenbruch eines Förderschachtes aus der Zeitung, veräußert hatte.[56] Im Laufe der Zeit gelangte der Insiderhandel in den Fokus von Gesetzgebungsorganen und Wissenschaftlern und ist seit dem Gegenstand rechtswissenschaftlicher und wirtschaftswissenschaftlicher Forschung, Untersuchung und Diskussion.[57] Einer zentraler Punkt der Diskussion war und ist die Notwendigkeit der gesetzlichen Regulierung des Insiderhandels, insbesondere durch Normierung eines Insiderhandelsverbotes. Auch wenn sich die Frage der Regelungsbedürftigkeit in der Mehrzahl der Rechtsordnungen und ausgehend von den USA, die aufgrund der weltweit ersten Insidergesetzgebung als „Mutterland" des Insiderhandelsverbotes bezeichnet werden, durch den Erlass entsprechender

---

54 *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit, S. 27; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417; *Stirnimann*, Der Mensch als Risikofaktor bei Wirtschaftskriminalität, S. 62. Frühe Beispiele von Insiderhandel finden sich bei *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, S. 268, 303 f.; *Ott/Schäfer*, ZBB 1991, 226, 227.

55 *Lewinsohn*, Das Geld in der Politik, S. 42 ff.

56 RG, Urteil vom 10. November 1904, Rep. VI. 6/04 = RGZ 59, 223 = juris; *Grunewald*, ZBB 1990, 128.

57 *Nieboff*, Insiderhandel an Wertpapierbörsen, S. 1. Für Deutschland hat sich die Diskussion praktisch mit der Einführung eines gesetzlichen Insiderhandelsverbotes zum 1. August 1994 erledigt, *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 12-14, Rn. 98.

gesetzlicher Regelungen erledigt hat, wird sie auch heute noch diskutiert und nicht eindeutig beantwortet.[58] Dabei wird die Diskussion nicht aus rein juristischer Sicht geführt, sondern gestaltet sich vor dem Hintergrund der Akzessorietät des Kapitalmarkt(straf)rechts vielmehr interdisziplinär, wobei vor allem wirtschaftswissenschaftliche Argumente vorgetragen werden.[59]

I. Argumente gegen ein gesetzliches Insiderhandelsverbot

In den USA, dem „Mutterland" des Insiderhandelsverbotes, zeichnete sich in den 1960er Jahren – insbesondere als Reaktion auf das Werk *Insider Trading* von *Henry G. Manne*[60] – eine Strömung ab, welche den Insiderhandel als nicht regelungsbedürftig ansah.[61] Dieser sei vielmehr für die Gesamtwirtschaft nützlich, da er als Triebfeder für die Schaffung der institutionellen Voraussetzungen effektiver Kapitalmärkte fungiere. Denn durch die Nutzung ihres Wissensvorsprungs würden Insider Informationen schneller in Markt und Kurs einspeisen und so eine Informationseffizienz herstellen. Gesetzliche Insiderhandelsverbote würden hingegen Informationsungleichgewichte perpetuieren und damit zu einer stärkeren Volatilität der Märkte führen. Auch der einzelne Anleger werde durch den Insiderhandel nicht geschädigt, sondern profitiere sogar von diesem.[62] Zur wissenschaftlichen Begründung dieses Ansatzes werden Kapitalmarktmo-

---

58 Vgl. hierzu auch den Überblick bei *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 61.

59 Für den Wert einer interdisziplinären Diskussion mit anderem Zuschnitt siehe *Cahn*, in: Kempf/Lüderssen/Volk (Hrsg.), Die Handlungsfreiheit des Unternehmers, S. 3 ff., 6. Einen instruktiven Überblick über die Diskussion bietet *Klöhn*, in: Klöhn (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung, Vor Art. 7 Rn. 93 ff.

60 *Manne*, Insider Trading and the Stock Market, S. 77 ff.; vgl. auch *Manne*, Harvard Business Review 44 (1966), 113, 113 ff.

61 Eine instruktive Darstellung findet sich bei *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 61 sowie bei *Hopt*, AG 1995, 353.

62 Vgl. hierzu insgesamt die grundlegende Publikation von *Manne*, Insider Trading and the Stock Market, S. 80 ff.; siehe weiterhin *Schneider*, DB 1993, 1429; *Schweizer*, Insiderverbote, Interessenkonflikte und Compliance, S. 27 ff.; *Haouache*, Börsenaufsicht durch Strafrecht, S. 37; *Krauel*, Insiderhandel: eine ökonomisch-theoretische und rechtsvergleichende Untersuchung, S. 42 ff., 57 ff.; *Pellens/Fülbier*, DB 1994, 1381; *Weber*, Insider-Handel, Informationsproduktion und Kapitalmarkt, S. 95; *Jenckel*, Das Insiderproblem im Schnittpunkt von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, S. 25.

delle und *Principal-Agent*-Modelle herangezogen, wobei erstere an die Auswirkungen von Insiderhandelsgeschäften auf die übrigen Teilnehmer des Marktes und letztere an die Konsequenzen für Unternehmen anknüpfen.[63] Daneben wird ein normiertes Insiderhandelsverbot mit dem Hinweis auf natürliche Informationsungleichgewichte („Kapitalmarktimmanente Informationsasymmetrien")[64] und die Möglichkeit der Selbstregulierung (Selbstregulierungsansätze) abgelehnt.[65]

---

63 Die *Principal-Agent*-Theorie basiert auf der Annahme einer asymmetrischen Verteilung von Informationen zwischen Auftraggebern (*principals*) und Auftragnehmern (*agents*) als aufeinander angewiesene Marktakteure, im Fall des Kapitalmarktes also zwischen Emittenten und Anleger. Dieses Ungleichgewicht führe zu einem Bestreben der Unternehmensleitung, für das Unternehmen günstige Insiderinformationen zu akkumulieren. In diesem Zusammenhang seien aus einem Insiderhandel realisierte Gewinne zugleich Anreize für opportunistisches Verhalten als auch Prämien mit Belohnungsfunktion. Der Insiderhandel müsse aus diesem Grund als wünschenswert bezeichnet werden. Instruktiv hierzu *Hopt*, AG 1995, 353, 355 ff.; *Schmalen/Pechtl*, Grundlagen und Probleme der Betriebswirtschaft, 16. Aufl. 2019, S. 61. Zur Bedeutung allgemeiner Theorieansätze für die betriebswirtschaftliche Information und Kommunikation, *Picot*, in: Kirsch/Picot (Hrsg.), Die Betriebswirtschaftslehre im Spannungsfeld zwischen Generalisierung und Spezialisierung, S. 370; *Bühner*, Betriebswirtschaftliche Organisationslehre, 10. Aufl. 2004, S. 113 f.; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 63, *Schörner*, Gesetzliches Insiderhandelsverbot; S. 196 ff., 203 ff.; *Lahmann*, Insiderhandel, S. 55 f., 124 ff.

64 Anknüpfungspunkt sind die einem Kapitalmarkt inhärenten Informationsungleichgewichte, die auch durch eine staatliche Regulierung des Insiderhandels nicht auszugleichen seien. Vielmehr sei es das natürliche Recht des Insiders, die ihm vorliegenden Informationen auch zu nutzen. Die Auferlegung von weitgehenden (Veröffentlichungs-)Pflichten im Zusammenhang mit dem Umgang mit Insiderinformationen berge hingegen die Gefahr eines *information overload*, welcher zu einem *market for lemons* führen könnte, in welchem die Anleger die Qualität der Wertpapiere nicht mehr optimal beurteilen können und zu es zu Fehlinvestitionen kommt. Siehe hierzu *Augstein*, Insiderrecht, S. 67 f.; *Oberender/Daumann*, Ordo 43 (1992), 255, 260 f.; *Hirte/Heinrich*, in: KölnKomm-WpHG, 2. Aufl. 2014, Einleitung Rn. 22; *Dornis*, in: Beck-OGK, Stand: 01.03.2020, IPR Rn. 61; *Kumpan*, ZGR 2016, 2, 17; kritisch *Schneider*, DB 1993, 1429, 1432 ff.

65 In Deutschland wurde in den 1970er Jahren ein System der freiwilligen Selbstregulierung eingeführt; der Versuch wird heute jedoch insbesondere aufgrund seiner mangelnder Reichweite und seiner Durchsetzungsschwäche als gescheitert angesehen, *Hilgendorf/Kusche*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2017, Kap. 5.1. Rn. 1; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 6; *Klöhn*, in: Klöhn (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung, Art. 14 Rn. 24; *Hopt*, AG 1995, 353, 360; ähnlich auch *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 66; *Hopt*, AG 1995, 353, 360; *Augstein*, Insiderrecht, S. 67; so auch *Assmann*, in: Ass-

II. Argumente für ein gesetzliches Insiderhandelsverbot

Vor dem Hintergrund, dass die Diskussion um die Notwendigkeit eines gesetzlichen Insiderhandelsverbotes durch die Einführung von gesetzlichen Insiderhandelsverboten in der Mehrzahl der Rechtsordnungen bereits entschieden worden ist, wird heute insbesondere untersucht, durch welchen Begründungsansatz bestehende gesetzliche Insiderhandelsverbote legitimiert werden können.[66] Dabei wird vor allem auf den Schutz des Kapitalmarktes vor Funktionsdefiziten sowie den Schutz der Kapitalanleger vor Informationsungleichgewichten abgestellt sowie auf die Gefahren eines Verlusts des Vertrauens breiter Anlegerschichten in die Chancengleichheit auf dem Kapitalmarkt verwiesen.[67] Denn die Ausnutzung eines Informationsvorsprungs[68] durch den Einzelnen vor dem breiten Anlegerpublikum ruft überwiegend ein Gefühl der Ungerechtigkeit hervor. Das gilt umso mehr, wenn durch diesen atypischen Eingriff von außen die Option auf einen überproportional hohen Gewinn besteht.[69] Hierin wird

---

mann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Vorbemerkungen zu den insiderrechtlichen Regelungen der Art. 7-11 und zum Insiderhandelsverbot nach Art. 14, Rn. 3; *Buck-Heeb*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Aufl. 2020, § 8 Rn. 2; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 67; *Hopt*, AG 1995, 353, 360 f.; *Klöhn*, in: Klöhn (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung, Art. 14 Rn. 24, bezeichnet die Selbstregulierung in Deutschland als „praktisch freilich wirkungslos". Mit dem Hinweis darauf, dass heute keinerlei Tendenzen hin zu einem erneuten Ansatz der Selbstregulierung zu erkennen seien *Augstein*, Insiderrecht, S. 67. In anderem Zusammenhang *Walz*, zfbf Sonderheft 32 (1993), 85, 89 f.

66 *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 67.

67 *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 12-14, Rn. 113 ff.; vgl. auch *Tiedemann*, Wirtschaftsstrafrecht, 5. Aufl. 2017, Rn. 1052; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 3 m.w.N. weisen darauf hin, dass die Gefahr von Insidergeschäften potentielle Anleger von der Teilnahme am Markt abschrecke und zugleich Finanzakteure zwecks Risikoabsicherung zu höheren Spreads veranlasse; weiterhin würden Studien eine Korrelation zwischen der Existenz eines Insiderhandelsverbotes und der Informationseffizienz belegen.

68 Abzugrenzen ist das ohne eigenen Verdienst erlangte Informationsprivileg von einem Informationsprivileg, welches durch eigene Leistung erlangt wird, etwa aufgrund von eigenen Marktstudien und -analysen („im Wettbewerb erzielte Machtposition"); *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, Fn. 454.

69 *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 75; *Grunewald*, ZBB 1990, 128, 130. Durch Insiderhandel werden *Outsider* wirtschaftlich insoweit benachteiligt, als dass es für sie aufgrund ihrer lediglich auf Anlagestrategien beruhenden Investitionsentscheidungen deutlich unwahrscheinlicher ist, den op-

ein Widerspruch zu dem modernen Verfassungen immanenten Gedanken der Chancengleichheit gesehen.[70] Im Sinne der Chancengleichheit gilt es hingegen als gerecht, wenn sich Einzelne auf die Eigendynamiken des Kapitalmarktes verlässt. Die Chancengleichheit kann in diesem Zusammenhang als sowohl auf staatlicher Seite als auch auf Seiten der individuellen Anleger als Grundvoraussetzung eines effizienten und funktionsfähigen Marktes betrachtet werden.[71] Durch die Existenz eines gesetzlich normierten Insiderhandelsverbotes, flankiert von gesetzlichen Veröffentlichungspflichten sowie einer (strafrechtlichen) Sanktionierung von Insiderhandelsverstößen, könnten die formalen Voraussetzungen für die Teilnahme am Markt vorgegeben werden und so die Chancengleichheit gefördert werden.[72] Gleichzeitig soll durch die Förderung des Vertrauens der Anleger das Weiterbestehen ihrer Investitionsbereitschaft sichergestellt werden. Denn in Folge eines Gefühls von bestehenden Informationsasymmetrien kann es bei *Outsidern* zu einem Rückzug vom Kapitalmarkt (*adverse selec-*

---

tionalen Zeitpunkt für eine Wertpapiertransaktion abzupassen, wohingegen der Insider aufgrund seines Informationsvorsprungs in der Lage ist, außerordentliche Gewinne zu realisieren, *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 76; vgl. auch *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeitsverbot, S. 166.

70 Vgl. hierzu auch Erwägungsgrund 23 MAR; *Pananis*, in: MünchKomm-StGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rn. 6; *Assmann*, AG 1994, 196, 202. Kritisch *Klöhn*, in: KölnKomm-WpHG, 2. Aufl. 2014, Vor §§ 12-14 Rn. 29.

71 *Seiler/Geier*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, Vor § 104 Rn. 73; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 74 ff., 80; *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeitsverbot in der Rechtswirklichkeit, S. 164 ff. An einem funktionsfähigen Markt stieg mit wachsender Bedeutung der Kapitalmärkte als Finanzierungsmöglichkeit von Unternehmen und dem Zugang breiterer Bevölkerungskreise zwecks Vermögensbildung zu den Kapitalmärkten auch das Interesse, *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 12-14, Rn. 8. Siehe zur steigenden Bedeutung der Kapitalmärkte auch *Schwintowski*, VuR 2017, 455.

72 *Mennicke*, Sanktionen gegen Insiderhandel, S. 86, mit dem Hinweis, dass Gerechtigkeit in diesem Zusammenhang als „identische Handlungsfreiheit alles Individuen" zu verstehen sei; siehe weiterhin auch *Weber*, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz, S. 57; *Voss*, Das US-amerikanische Insiderkonzept, S. 10; *Koch*, Due Diligence und Beteiligungserwerb, S. 25; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 76. *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 76. Vgl. zum verwandten *Disclose or Abstain*-Ansatz Kapitel 2:D.II.1.a. A.A. aber *Schneider*, DB 1993, 1429, 1432 ff., der meint, eine Informationsäquivalenz sei auch durch ein normiertes Insiderhandelsverbot nicht herzustellen.

tion) kommen.[73] Die Entscheidung für ein gesetzliches Insiderhandelsverbot erfolgt letztlich regelmäßig aus rechtspolitischen Gründen.[74]

Im Zusammenhang mit der Begründung der Notwendigkeit eines gesetzlichen Insiderhandelsverbotes ist gerade im Vergleich zwischen dem US-amerikanischen und dem europäischen bzw. deutschen Insiderrecht zwischen Haftungs- und Schädigungstheorien zu unterschieden, welche im Folgenden in der gebotenen Kürze dargestellt werden.

1. Haftungstheorien

Eine Rechtfertigung von gesetzlichen Insiderhandelsverboten sucht die Rechtswissenschaft vorwiegend im US-amerikanischen Rechtskreis in sogenannte Haftungstheorien.[75] Nach diesem Ansatz stellt eine gesellschaftsrechtliche Treuebeziehung gegenüber dem Emittenten den Anknüpfungspunkt für das Unrecht eines Insiderhandels dar, welcher mithin als eine Art Untreuehandlung angesehen wird.[76] Eine weitergehende Variante schreibt dem informierten Anleger eine Treuepflicht gegenüber dem uninformierten Anleger zu und qualifiziert den Insiderhandel als betrugsähnlich. Eine Treuepflicht bestehe auch immer dann, wenn der Insider der von der Information betroffenen Gesellschaft angehört oder ihr zumindest nahesteht, womit auch Tippempfänger in den Kreis der Pflichtigen miteinbezogen werden.[77]

Die deutsche rechtswissenschaftliche Forschung lehnt die Haftungstheorien vor allem unter Hinweis auf die aufgrund der erforderlichen Treuebeziehung entstehenden Regelungslücken ab.[78]

2. Schädigungstheorien

Insbesondere in Deutschland wurde im Vorfeld zum Erlass der Insiderrichtlinie 89/592/EWG der Insiderhandel als konkret schädliche Verhal-

---

73 *Pellens/Fülbier*, DB 1994, 1381.
74 *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 77; in diese Richtung auch *Caspari*, ZGR 1994, 530, 532.
75 Vgl. *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 68.
76 *Lahmann*, Insiderhandel, S. 29.
77 Aus dem US-amerikanischen Rechtskreis ist dieser Ansatz als *Fiduciary Duty* bekannt, vgl. hierzu näher Kapitel 2:D.II.1.c.
78 *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 69.

tensweise diskutiert. Im Unterschied zu den Haftungstheorien basieren die entsprechenden Schädigungstheorien nicht auf Billigkeitserwägungen, sondern versuchen, einen Schaden zu begründen, welcher durch Insiderhandel als nicht gerechtfertigte Vorteilnahme gegenüber nicht informierten Marktteilnehmern entsteht. Dabei ist umstritten, bei welchem Marktakteur konkret eine Schädigung eintritt. Der Insiderhandel soll als verwerfliche und ungerechte Verhaltensweise ein Marktversagen widerspiegeln.[79]

Der Ansatz ist vor dem Hintergrund des durch Insiderhandelsverbote beabsichtigten Schutzes des Kapitalmarktes und seiner Anleger vor Schädigungen durch verbotene Verhaltensweisen zu sehen und wird daher als marktbezogen bezeichnet.[80]

III. Zwischenergebnis

Die Diskussion um die Notwendigkeit eines gesetzlich normierten Insiderhandelsverbotes, flankiert durch strafrechtliche Vorschriften, soll an dieser Stelle nicht geführt und näher vertieft werden. Die Diskussion verdeutlicht jedoch die Bedeutung der Effektivität des Rechts. Denn unabhängig davon, ob die Frage nach der Notwendigkeit eines gesetzlichen Insiderhandelsverbotes anhand der vorgenannten Argumente mit Ja der Nein beantwortet werden soll, besteht jedenfalls für ineffektives Recht, welches ausschließlich als *law in the books* existiert, kein Bedürfnis, da es den Argumenten für ein gesetzliches Insiderhandelsverbot letztlich nicht genügen kann und die den jeweiligen Überlegungen zugrundeliegenden Ziele nicht erreichbar sind.

---

79 *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 68 f.

80 *Augstein*, Insiderrecht, S. 55; vgl. auch *Meyer*, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019, 12. Teil, 2. Abschnitt Rn. 134. Siehe allgemein zum Kapitalmarktrecht *Fuchs*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Einl. Rn. 1.

B. Regelungszwecke des Insiderhandelsverbotes

I. Einführung, insbesondere Abgrenzung zu den Gründen für ein Insiderhandelsverbot

Eine Untersuchung zu den Möglichkeiten der Steigerung der Rechtseffektivität des Insiderstrafrechts durch eine Steigerung der Aufdeckungswahrscheinlichkeit von Insiderverstößen wäre ohne eine Betrachtung der dem Insiderhandelsverbot zugrundeliegenden Regelungszwecke unvollständig.[81]

II. Funktionenschutz

Der primäre Regelungszweck des Insiderrechts ist nach heute ganz überwiegender Ansicht im Funktionenschutz zu sehen.[82] Die Insidervorschriften sollen also die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte gewährleisten[83]

---

81 Diese sind von der Frage nach der Notwendigkeit eines gesetzlichen Insiderhandelsverbotes zu unterscheiden; zu beobachten ist, dass die beiden Bereiche regelmäßig nicht unterschieden werden, was wohl auf die Überschneidungen in den jeweiligen Argumentationen zurückzuführen ist, vgl. *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 12-14 Rn. 126; *Kress*, Effizienzorientierte Kapitalmarktregulierung, S. 151.

82 *Hilgendorf/Kusche*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 5. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rn. 1; *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 12-14, Rn. 118 ff., 126; *Meyer*, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019, 12. Teil, 2. Abschnitt Rn. 136; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 4; *Bartsch*, Effektives Kapitalmarktrecht, S. 20; *Mennicke*, Sanktionen gegen Insiderhandel, S. 98 ff.; *Hammen*, WM 2004, 1753, 1758; *Grechenig*, ZBB 2010, 232; *Grunewald*, ZBB 1990, 128, 130; *Pfister*, ZGR 1981, 318, 337. Vgl. auch *Assmann*, AG 1994, 196, 203. Dahingestellt soll an dieser Stelle bleiben, welcher Mehrwert aus einer Unterscheidung in primäre und sekundäre Regelungsziele für Wissenschaft und Rechtspraxis gezogen werden soll. So auch vorsichtig mit dem Hinweis auf eine in der Praxis nicht trennscharfe Linie zwischen Funktionenschutz und überindividuellen Anlegerschutz und der Wechselwirkung zwischen ebendiesen *Seiler/Geier*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, Vor § 104 Rn. 72. Den Begriff „Kapitalmarktintegritätsschutz" verwendend *Augstein*, Insiderrecht, S. 52; zum „Institutionenschutz" *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.) Handbuch börsennotierte AG, 4. Aufl. 2018, § 14 Rn. 5.

83 So auch *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 4.

Auch Erwägungsgrund 2 MAR nimmt den Funktionenschutz als Regelungszweck in Bezug. Danach soll mit Unterstützung der Marktmissbrauchsverordnung (*Market Abuse Regulation* – MAR)[84] „[e]in integrierter, effizienter und transparenter Finanzmarkt" geschaffen werden. In diesem Zusammenhang liegt der Schwerpunkt der Forschung auf möglichen Auswirkungen von Insiderhandel auf den Kapitalmarkt.[85] Der Funktionenschutz ist insbesondere vor dem Hintergrund einer kontinuierlich steigenden Kapitalmobilität und weiterhin wachsenden Märkten zu sehen, für deren Stabilität ein globalisiertes und virtualisiertes Finanzumfeld eine Herausforderung darstellen.[86]

Das Funktionieren eines Kapitalmarktes setzt sich aus vier Dimensionen zusammen.[87] Die informationelle Effizienz beschreibt, dass neu entstehende Informationen so unverzüglich bekannt gemacht und in die Börsenkurse eingepreist werden, dass insiderrechtsrelevante Informationsvorsprünge Einzelner nicht entstehen können.[88]

Der Begriff der allokativen Funktionsfähigkeit beschreibt die Steuerungsleistung des Kapitalmarktes dahingehend, dass Anlagekapital stets in die rentabelsten Verwendungen fließt.[89] Dabei unterliegt der Kapitalfluss zwei Regelmäßigkeiten: Erstens richtet sich die Investition grundsätzlich nach der im Verhältnis zur Anlagesicherheit höchsten Rendite.[90] Zweitens ist die allokative Funktionsfähigkeit umso größer, je effizienter die Verwendung ist, in welche das Kapital fließt.[91] Als Grundvoraussetzungen

---

84 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 1 ff. Neben der Abkürzung MAR, die im Rahmen dieser Untersuchung für die Marktmissbrauchsverordnung verwendet wird, ist auch die Abkürzung MMR üblich und gebräuchlich, so etwa *Commandeur*, Eigengeschäfte von Führungskräften nach Art. 19 MMVO im Rahmen öffentlicher Angebote nach dem WpÜG, S. 19; *Bekritsky*, BKR 2020, 382.

85 *Rudolph*, in: Ballwieser/Böcking/Drukarcyk/Schmidt (Hrsg.), Bilanzrecht und Kapitalmarkt, Festschrift für Adolf Moxter, S. 1333 ff., S. 1341.

86 Vgl. *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 325.

87 Für die einzelnen Aspekten des Funktionenschutzes soll das Kapitalmarktrecht als Verbindungsglied dienen, so *Wendrich*, ZJS 2013, 238, 243.

88 *Klöhn*, in: Klöhn (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung, Einleitung Rn. 71.

89 *Klöhn*, in: Klöhn (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung, Einleitung Rn. 71; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Aufl. 2020, Rn. 10; *Kleinmann*, Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, S. 119.

90 *Augstein*, Insiderrecht, S. 53.

91 *Gehrmann*, Das versuchte Insiderdelikt, S. 21.

der allokativen Funktionsfähigkeit werden Transparenz und Information angesehen.[92]

Als operationale Funktionsfähigkeit eines Kapitalmarktes wird die Senkung von Kosten der Teilnahme am Markt – vor allem der Transaktionskosten – durch die Marktkräfte zwecks Renditesteigerung beschrieben.[93] Schließlich beschreibt die institutionelle Funktionsfähigkeit das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Stabilität und Integrität und das Funktionieren des Marktes.[94]

III. Anlegerschutz

Neben dem Funktionenschutz wird der überindividuelle Anlegerschutz als weiteres Regelungsziel des Insiderhandelsverbotes genannt.[95] Dieser ist im Lichte der Chancengleichheit der Anleger[96] auf dem Kapitalmarkt zu sehen und umfasst nach ganz herrschender Ansicht das Vertrauen der Anle-

---

92 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Aufl. 2020, Rn. 10; *Merkt/Rossbach*, JuS 2003, 217, 220.

93 *Seiler/Geier*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, Vor § 104 Rn. 75; *Merkt/Rossbach*, JuS 2003, 217, 220; *Bartsch*, Effektives Kapitalmarktecht, S. 22; *Kleinmann*, Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, S. 119 ff.; vgl. auch *Augstein*, Insiderrecht, S. 53; *Waschkowski*, Insiderhandel nach der Marktmissbrauchsverordnung, S. 39.

94 *Klöhn*, in: Klöhn (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung, Einleitung Rn. 71. Eine abweichende Definition bieten *Seiler/Geier* in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, Vor § 104 Rn. 76 („wenn die Grundvoraussetzungen für wirksame Marktmechanismen, insbesondere effiziente Preisbildung, geschaffen sind“).

95 *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 4; *Meyer*, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019, 12. Teil, 2. Abschnitt Rn. 138; *Buck-Heeb*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Aufl. 2020, § 8 Rn. 20; *Seiler/Geier*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, Vor § 104 Rn. 72, 77 ff.; *Bartsch*, Effektives Kapitalmarktrecht, S. 20; *Augstein*, Insiderrecht, S. 54 ff.; *Pfister*, ZGR 1981, 318, 337.

96 Unter den Begriff des Anlegers fallen nach umstrittener Ansicht sowohl natürliche als auch juristische Personen, die öffentlich vertriebene und an der Börse gehandelte oder durch Treuhandmechanismen vermittelt werden, *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, S. 18; *Bartsch*, Effektives Kapitalmarktrecht, S. 25.

ger in die Integrität und die Stabilität des Kapitalmarktes.[97] Zwischen dem Funktionenschutz und dem Anlegerschutz besteht eine Wechselwirkung; insoweit verwundert es nicht, dass die heute ganz überwiegende Ansicht den sogenannte überindividuellen Anlegerschutz als weiteren, wesentlichen Aspekt des Funktionenschutzes betrachtet.[98] Denn für die Erhaltung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte als solche ist das Vertrauen der Anleger als Kollektiv unerlässlich.[99] Gleichzeitig wirken sich Maßnahmen zugunsten der einen Schutzrichtung zwangsläufig auch auf die andere Schutzrichtung aus.[100] Soweit in diesem Zusammenhang von Anlegern gesprochen wird, ist damit regelmäßig die Gesamtheit der Kapitalanleger gemeint. Hintergrund ist dabei die Einordnung der Insidervorschriften: Diese gelten im europäischen Kontext als Marktdelikte und nicht als Delikte gegen den (individuellen) Emittenten oder gar als Betrug.[101] Entsprechend ist das nationale und europäische Insiderrecht marktbezogen und überindividuell konzipiert.[102] Umstritten hingegen ist, ob das Insiderrecht darüber hinaus auch den Zweck hat, die Rechtsgüter des individuellen Anlegers zu schützen.[103]

---

97 Art. 1 MAR; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Aufl. 2020, Rn. 12; *Fuchs*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Einl. Rn. 14; Vor §§ 38-40b, Rn. 12; *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 12-14, Rn. 99 m.w.N.; *Hilgendorf/Kusche*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 5. Aufl. 2019, Kap. 7.1. Rn. 17; *Augstein*, Insiderrecht, S. 54. Siehe zum Begriff des Vertrauens im Kapitalmarktrecht *Mülbert/Sajnovitzs*, ZfPW 2016, 1.

98 *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 4; *Buck-Heeb*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Aufl. 2020, § 8 Rn. 20; *Seiler/Geier*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, Vor § 104 Rn. 77 ff.; *Bartsch*, Effektives Kapitalmarktrecht, S. 20.

99 *Augstein*, Insiderrecht, S. 54.

100 *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 4.

101 *Sethe*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 8 Rn. 7; ausführlich zu den verschiedenen dogmatischen Konzepten des Insiderrechts *Klöhn*, in: KölnKomm-WpHG, 2. Aufl. 2014, Vor §§ 12–14 Rn. 45 ff. Zur Frage eines möglichen Betrugs durch Insiderhandel nach deutschem Recht *Trüg*, NZG 2014, 809.

102 *Augstein*, Insiderrecht, S. 55; vgl. allgemein zum Kapitalmarktrecht *Fuchs*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Einl. Rn. 1.

103 Die Diskussion soll an dieser Stelle mangels Relevanz für die vorliegende Untersuchung nicht weiter ausgeführt werden. Siehe hierzu *Augstein*, Insiderrecht, S. 55; *Buck-Heeb*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Aufl. 2020, § 8 Rn. 16 ff. Zur Unterscheidung des Anlegerschutzes in einen überindividuellen und einen individuellen Teil *Seiler/Geier*,

C. *De lege lata – ein systematischer Überblick über den gesetzlichen Rahmen des europäischen und des deutschen Insiderrechts*

Weil die Möglichkeiten einer verbesserten Rechtsdurchsetzung des Insiderstrafrechts erst untersucht werden können, wenn der durchzusetzende Bezugsrahmen abgesteckt worden ist, sollen im Folgenden die rechtlichen Grundlagen des Insiderrechts dargestellt werden.[104]

I. Die Entwicklung des europäischen und des deutschen Insiderstrafrechts

1. Erste Regelungsansätze bis zu Modellen der Selbstregulierung

In Deutschland wurde die Notwendigkeit gesetzlicher Regelungen des Insiderhandels erst relativ spät anerkannt. Seit dem Beginn des 20. Jahrhunderts und bis zur gesetzlichen Festschreibung des Insiderhandelsverbotes in den 1990er Jahren griff man vor dem Hintergrund massiver Widerstände aus der Praxis auf das Instrument der Selbstregulierung zurück.[105] Mit der dem Ansatz der Selbstregulierung zuzuordnenden Mitteilung des Centralverbandes des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes vom 12. Oktober 1908, welcher die Mitglieder freiwillig beitreten konnten, wurde erstmals der Versuch unternommen, den Insiderhandel durch eine Einschränkung von Mitarbeitergeschäften einzudämmen.[106] Inhaltlich beschäftigt sich die

---

in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, Vor § 104 Rn. 72. Den individuellen Anlegerschutz bejahend *Kumpan/Misterek*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 1 MAR Rn. 5; ablehnend *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 12-14 Rn. 134. m.w.N.

104 In diese Richtung auch *Veil*, ZGR 2016, 305, 307. Kein Teil der Untersuchung sollen jene Rechtsvorschriften sein, welche außerhalb des und unabhängig vom Regelungsregime der Marktmissbrauchsverordnung und der auf dieser basierenden, nationalen Bestimmungen stehen. Beispielhaft sei hier die aus §§ 76, 93 AktG folgende Pflicht von Vorstandsmitgliedern genannt, Insidergeschäfte mit Akten der Gesellschaft zu unterlassen. Einen Überblick über diese Thematik bietet *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 178 ff. m.w.N.

105 *Veil*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 1 Rn. 2.

106 *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417; *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit, S. 27 f.; vgl. auch *Hoeren*, ZBB 1993, 112, 113.

Mitteilung, die bis zum Jahr 1909 von circa 2000 Unternehmen unterzeichnet wurde,[107] mit der „Zulässigkeit von Wertpapiergeschäften seitens des Bankangestellten".[108] Zur Vermeidung von Kollisionen mit Interessen des Bankhauses sollten zum einen Bankangestellte nur nach vorheriger Absprache befugt sein, Wertpapiergeschäfte zu tätigen. Zum anderen wurden zur Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und zur Vermeidung von Nachteilen für die Anleger Insidergeschäfte insgesamt untersagt.[109] Entsprechende Leitlinien für eigene Wertpapiergeschäfte von Bankangehörigen existieren bis heute bei zahlreichen Kreditinstituten.[110]

Seit Verabschiedung des *Securities Exchange Act* in den USA im Jahr 1934, welcher die weltweit erste gesetzliche Regelung des Insiderhandels enthielt, konzentrierte sich die Diskussion vor allem auf die Frage der Notwendigkeit eines gesetzlich regulierten Insiderrechts. In den 1960er Jahren wurden schließlich im Rahmen der angestrebten Börsenreform immer mehr Forderungen nach einer umfassenderen Normierung eines Insiderhandelsverbotes laut,[111] da man Insiderhandel als Grund für verdächtige Kursschwankungen ansah.[112] Die auf dem Prinzip der freiwilligen Selbstkontrolle basierenden Insider-Regeln betrachtete man zusehends als ineffektiv.[113] In der Folge setzte das Bundesministerium für Wirtschaft im Jahr 1968 eine Börsensachverständigenkommission ein, welche mit der Ausarbeitung eines Konzeptes zum Umgang mit dem Problem des Insiderhandels beauftragt wurde. Auf Grundlage der 1970 verabschiedeten, 1972 in Kraft getretenen und in den Jahren 1976 und 1988 nochmals überarbeiteten „Empfehlungen zur Lösung der sogenannten Insiderprobleme"

---

107 *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit, S. 28; *Hoeren*, ZBB 199, 112, 113 weist in diesem Zusammenhang auf eine „enorme Resonanz" hin.

108 *Hoeren*, ZBB 1993, 112.

109 *Hoeren*, ZBB 1993, 112, 113 f.

110 *Hoeren*, ZBB 1993, 112, 114.

111 *Assmann*, ZGR 1994, 494, 496. *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 12-14 Rn. 8; *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit, S. 28. Vgl. auch *Niehoff*, Insiderhandel an Wertpapierbörsen, S. 1.

112 Vgl. mit Beispielen *Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht, S. 22 ff.

113 *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 12-14 Rn. 2; unter dem Ansatz der Selbstkontrolle konnte die Insider-Prüfungskommission lediglich in den Fällen *AEG/Daimler-Benz* (1985) und *Berthold AG* (1991) Verstöße gegen die freiwilligen Insider-Regeln feststellen.

kam es zur Einführung der Insiderhandels-Richtlinien.[114] Es blieb damit, vor allem aufgrund erheblicher Widerstände aus dem Lager der Wirtschaft und den Börsen, jedoch vorerst bei einem freiwilligen System der Selbstregulierung.[115] Gegen eine Verankerung des Insiderhandelsverbotes im deutschen Recht wurde vor allem angeführt, dass die in den USA bestehenden gesetzlichen Regelungen aufgrund der grundsätzlich anderen Konzeption des US-amerikanischen Rechtskreises nicht auf deutsche Verhältnisse übertragbar seien.[116] Die Insiderhandels-Richtlinien waren dem Privatrecht zuzuordnen und fanden nur auf solche Personen Anwendung, die sich den Richtlinien zuvor unterworfen hatten und damit Bestandteil des jeweiligen Vertrags mit der Gesellschaft geworden waren, welche die Richtlinien zuvor ihrerseits gegenüber ihrem Wirtschaftsverband anerkannt hatte.[117] Sie untersagten den Adressaten das Tätigen von Wertpapiertransaktionen auf der Basis von Insiderinformationen.[118] Darüber hinaus beinhalteten die Richtlinien auch ein Verbot der Weitergabe der Insiderinformationen an Dritte.[119] Die praktische Bedeutung dieses Selbstregulierungsversuchs ist insgesamt als gering anzusehen,[120] die Anzahl der eingeleiteten Unter-

---

114 *Hilgendorf/Kusche*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2017, Kap. 5.1. Rn. 1; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Vorbemerkungen zu den insiderrechtlichen Regelungen der Art. 7-11 und zum Insiderhandelsverbot nach Art. 14 Rn. 3; *Sethe*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Aufl. 2020, § 8 Rn. 2; *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit, S. 28; *Assmann*, ZGR 1994, 494, 496; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417.

115 Vgl. *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417.

116 *Veil*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 1 Rn. 2.

117 *Hilgendorf/Kusche*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2017, Kap. 5.1. Rn. 1; *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit, S. 29; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417; *Sethe*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 8 Rn. 2; *Peltzer*, ZIP 1994, 746; *Veil*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 1 Rn. 2.

118 *Veil*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 1 Rn. 2; *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeitsverbot, S. 29.

119 *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeitsverbot, S. 29.

120 Kritisch deshalb *Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht, S. 20 ff.; vgl. auch *Caspari*, ZGR 1994, 530, 531. An anderer Stelle wird der Erfolg dieses Systems der Selbstregulierung auf Freiwilligkeitsbasis betont, so *Assmann*, ZGR 1994, 494, 496.

suchungen blieb überschaubar.[121] Aus heutiger Sicht lässt sich sagen, dass das Konzept der freiwilligen Selbstkontrolle insgesamt gescheitert war.[122]

2. Harmonisierungsbestrebungen auf europäischer Ebene

Die Entwicklung in der Bundesrepublik hin zu einem gesetzlichen Insiderhandelsverbot wurde entscheidend durch europäische Rechtsakte geprägt.[123] Der *Segré*-Bericht aus dem Jahr 1966[124] sowie die Europäischen Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen aus dem Jahr 1977[125] sind heute als früher Ausdruck der europäischen Bestrebungen anzusehen, ein einheitliches Regelungsregime des Insiderrechts zu schaffen.[126] Erstmals fand sich eine Bestimmung über den Insiderhandel in dem Vorschlag über das Statut der Europäischen Aktiengesellschaft aus dem Jahr 1970 in

---

121 Bis zum Jahr 1983 wurden weniger als 20 Untersuchungen eingeleitet worden; nicht hinzugezählt werden kann der Fall *Steinkühler*, da dieser sich den Insiderhandels-Richtlinien gerade nicht unterworfen hatte; das Insiderrecht wurde durch diesen Fall aber in den Fokus gerückt, *Peltzer* ZIP 1994, 746. *Steinkühler*, IG-Metall-Vorsitzender und Mitglied des Aufsichtsrates der *Daimler-Benz AG*, tätigte Wertpapiertransaktionen auf der Basis von Wissen, welches er im Rahmen seines Aufsichtsratsmandats erlangt hatte; er verlor seine Ämter aufgrund des Drucks der Öffentlichkeit, *Sethe*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 8 Rn. 2. Vgl. zu weiteren pressewirksamen Fällen auch *Ott/Schäfer*, ZBB 1991, 226, 227.

122 *Hienzsch*, HRRS 2006, 144.

123 *Hilgendorf/Kusche*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2017, Kap. 5.1. Rn. 5; vgl. auch *Hilgendorf/Kusche*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 5. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rn. 2 ff.

124 *Hopt/Kumpen*, betonen, die Wurzeln des heutigen europäischen Insiderrechts gingen auf den *Segré*-Bericht zurück, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 6. Inhaltlich beschäftigt sich der Bericht mit dem Aufbau eines Europäischen Kapitalmarktes und den hierfür regelungsbedürftigen Bereichen, wozu auch der Insiderhandel gezählt wurde, *Sethe*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, Rn. 3; vgl. auch *Klöhn*, in: KölnKomm-WpHG, 2. Aufl. 2014, § 14 Rn. 28, wonach der Insiderhandel nur „am Rande" im *Segré*-Bericht thematisiert wurde.

125 *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417.

126 So auch *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417. Der *Segré*-Bericht behandelte den Insiderhandel nicht ausführlich, betonte aber die Notwendigkeit einer Regelung im Hinblick auf die Schaffung eines „funktionsfähigen europäischen" Wertpapiermarktes, *Assmann*, AG 1994, 196, 197; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Vorbemerkungen zu den insiderrechtlichen Regelungen der Art. 7-11 und zum Insiderhandelsverbot nach Art. 14, Rn. 2.

Art. 82.[127] Die europäischen Gesetzgebungsbestrebungen gipfelten in der Verabschiedung der EG-Insiderrichtlinie vom 13. November 1989,[128] welche einheitliche Mindeststandards für das Insiderrecht für alle Mitgliedsstaaten der EG vorgab[129] und gleichzeitig „das Ende der Ära der privatwirtschaftlichen Selbstregulierung der Insiderproblematik in Deutschland"[130] markierte. Die Insiderrichtlinie beruhte auf der Erkenntnis, dass zum einen die Anleger zum Zwecke der Chancengleichheit vor dem einseitigen Ausnutzen von Informationsvorsprüngen geschützt werden müssten und zum anderen die Funktionsfähigkeit des Marktes ein entsprechendes Vertrauen der Anleger in die Integrität des Handels bedürfe.[131] Diese Regelungszwecke sollten durch generalklauselartige Vorgaben, welche bis zum 1. Juni 1992 durch die Mitgliedsstaaten umzusetzen waren, im Wege einer Mindestharmonisierung durchgesetzt werden. Der Rechtsakt enthielt Insiderhandelsverbote für Primärinsider und bestimmte Sekundärinsider und beinhaltete auch eine Pflicht zur Ad-hoc-Publizität.[132]

3. Gesetzliche Regelungen in der Bundesrepublik

In Deutschland war in der Zwischenzeit neben dem Bewusstsein über die Schwächen eines Selbstregulierungsansatzes zur Bekämpfung des Insiderhandels die Befürchtung entstanden, eine nicht gesetzlich geordnete Wertpapieraufsicht führe zu politischen Nachteilen im europäischen Kontext und zu Wettbewerbsnachteilen für den Finanzplatz Deutschland.[133] Vor dem Hintergrund der Bestrebungen zur Neuordnung des Kapitalmarktes sind die Börsenrechtsreform von 1989 sowie der Erlass des Ersten Finanz-

---

127 *Assmann*, AG 1994, 196, 197.

128 Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl. EG Nr. L 334 v. 18.11.1989, S. 30 ff.

129 *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417.

130 *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit, S. 30.

131 Erwägungsgründe zur Richtlinie 89/592/EWG; *Veil*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 1 Rn. 3.

132 Vgl. hierzu auch *Veil*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 1 Rn. 4; *Ott/Schäfer*, ZBB 1991, 226, 227.

133 *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit, S. 30 f.; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417; *Assmann*, AG 1994,196, 199.

marktförderungsgesetzes im Jahr 1990 zu sehen.[134] Zu einer Normierung eines Insiderhandelsverbot kam es allerdings noch nicht.

Der deutsche Gesetzgeber setzte die europäischen Vorgaben aus der Insiderrichtlinie – mit zweijähriger Verzögerung[135] – mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz vom 26. Juli 1994[136] in nationales Recht um.[137] In diesem Zuge trat am 1. August 1994 das Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz, WpHG)[138] als „Kernstück"[139] des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes in Kraft.[140] Es stellte „die organisatorischen Rahmenbedingungen für den Wertpapierhandel" auf und wird vor diesem Hintergrund auch als „Grundgesetz des Kapitalmarktrechts" bezeichnet.[141] Das Insiderrecht und insbesondere das Insiderstrafrecht waren als Mittel zur Steigerung der Transparenz auf dem Kapitalmarkt fortan im 3. Abschnitt des WpHG verankert.[142] Das Insiderhandelsverbot, auf

---

134 Vgl. *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417.

135 *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeitsverbot, S. 31; *Veil*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 1 Rn. 5; *Assmann*, AG 1994, 196, 199.

136 BT-Drs. 12/6679.

137 Die Umsetzung erfolgte gemeinsam mit der Transparenzrichtlinie, Richtlinie 88/627/EWG des Rates der Europäischen Gemeinschaften über die bei Erwerb oder Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen, ABl. EU Nr. L 348 v. 17.12.1988, S. 62 ff., sowie Teilen der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. EU Nr. L 141 v. 11.6.1993, S. 27 ff.

138 Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) vom 26. Juli 1994, BGBl. 1994, 1749.

139 *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeitsverbot, S. 31.

140 *Veil*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 1 Rn. 5; *Sethe*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 8 Rn. 4; *Hilgendorf/Kusche*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2017, Kap. 5.1. Rn. 1. Von deutscher Seite gab es heftige Widerstände gegen die EG-Insiderrichtlinie; die EG habe aber insoweit den Weg zu einer gesetzlichen Regelung geebnet, so *Assmann*, ZGR 1994, 494, 497. Die Umsetzungsfrist für die Insiderrichtlinie endete bereits am 1. Juni 1992, die Umsetzung erfolgte nicht fristgemäß; zu den Gründen vgl. *Assmann*, ZGR 1994, 494, 497 f. Das WpHG habe „den strafrechtlichen Schutz des deutschen Kapitalmarktes komplettiert", so *Hienzsch*, HRRS 2006, 144.

141 *Früh*, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019, § 1 Rn. 111; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417.

142 Vgl. *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 355.

welches der als Blankettnorm formulierte Straftatbestand in § 38 WpHG verwies, fand sich fortan in § 14 WpHG.[143] Der personelle Anwendungsbereich des Insiderhandelsverbotes erstreckte sich auf Primär- und Sekundärinsider;[144] in sachlicher Hinsicht umfasste das Verbot den Erwerb und die Veräußerung von Wertpapieren oder Derivaten, wenn der Insider hierfür Sonderkenntnisse ausnutzte. Primärinsidern unterlagen außerdem einem Verbot der unbefugten Weitergabe einer Insidertatsache sowie des Empfehlens von Insiderpapieren. Ein Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot war nach dem Straftatbestand mit einer Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren bedroht.[145] Dabei war die Ausgestaltung als Strafnorm nicht zwingend durch die europäischen Vorgaben vorgesehen.[146] Als weitere wichtige Regelungen waren die Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität zu betrachten, welche in engem Zusammenhang mit dem Insiderrecht stehen.[147]

Eine entscheidende Neuerung, welche das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz mit sich brachte, lag neben der Einführung eines Insider-Straftatbestandes in der Installation eines Überwachungskonzeptes.[148] Der Gesetzgeber verfolgte mit dem WpHG ein dualistisches Konzept zur Rechtsdurchsetzung: Neben den Staatsanwaltschaften sollte das neu geschaffene Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) als zentrale Aufsicht über den Wertpapiermarkt fungieren, insbesondere den verbotenen Insiderhandel überwachen und Rechtsverstöße aufdecken.[149] Das Modell der Rechtsaufsicht wich damit dem Modell der Marktaufsicht über den

---

143 Siehe auch *Schröder*, Europäische Richtlinien und deutsches Strafrecht, S. 195, mit dem Hinweis, dass „[d]as Insiderstrafrecht […] unmittelbar im Insiderrecht in § 38 WpHG geregelt [würde] und erst durch weitere Normen des Gesetzes an Gestalt“ gewinne.

144 Siehe zu dieser Unterscheidung Kapitel 2:C.III.3.c.aa(1).

145 *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit, S. 31. Allgemein zu Blankettnormen im Wirtschaftsstrafrecht *Tiedemann*, Wirtschaftsstrafrecht, 5. Aufl. 2017, Rn. 283 f.

146 Art. 13 der Insiderrichtlinie forderte nicht die Ausgestaltung als Strafnorm, außerdem oblag die Wahl der Sanktionsform den Mitgliedsstaaten, *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeitsverbot, S. 31.

147 *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417.

148 Vgl. BT-Drs. 793/93, S. 2; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 355.

149 *Hienzsch*, HRRS 2006, 144; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417. Vgl. zu den Gründen, welche für die Einrichtung eines eigenständigen Bundesaufsichtsamtes hervorgebracht wurden, *Riepe*, ZfgK 1994, 1156, 1157.

gesamten Wertpapierhandel.[150] Flankiert wurden die neuen Vorschriften durch verwaltungsrechtliche Normen, welche die Marktüberwachung ermöglichen sollten, sowie durch Tatbestände des Ordnungswidrigkeitenrechts. Das WpHG wurde in der Folge aufgrund seiner Bedeutung für das deutsche Kapitalmarktrecht als „Keimzelle und Kernstück eines deutschen Kapitalmarktrechts" bzw. als „Kernstück und das Fundament des deutschen Kapitalmarktrechts" bezeichnet.[151]

Änderungen des WpHG und ein Ausbau des deutschen Insiderrechts durch Stärkung bestehender Auskunftsrechte erfolgten im Jahr 1998 mit dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz.[152]

Auf EG-Ebene einigte man sich in der Folgezeit auf den Entwurf zu einer neuen EG-Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, welche mit geringfügigen Änderungen gegenüber dem Entwurf am 12. April 2003 in Kraft trat.[153] Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz vom 21. Juni 2002[154], welches die Stärkung des Finanzplatzes Deutschlands vorantreiben und die Marktintegrität sichern sollte, berücksichtigte bereits den Richtlinien-Entwurf.[155] Für das Marktmissbrauchsrecht von Bedeutung war das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz vor allem aufgrund der Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation in § 20a WpHG, flankiert durch einen Straftatbestand in § 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG für den Fall der vorsätzlichen Einwirkung auf den Börsen-

---

150 *Veil*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 1 Rn. 7; *Dreyling/Schäfer*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, Rn. 194 ff. zur Aufsichtsstruktur im Wertpapierhandel nach Einrichtung des BAWe.

151 *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417.

152 *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417; https://www.bafin.de/DE/DieBaFin/AufgabenGeschichte/Wertpapieraufsicht/wertpapieraufsicht_node.html, zuletzt abgerufen am 26. Juli 2019.

153 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU Nr L 96 v. 12.4.2003, S. 16 ff.

154 Die Regelung zur Ad-hoc-Publizität fand in § 15 WpHG eine Konkretisierung und in § 15a WpHG wurde eine Offenbarungspflicht für Mitglieder von Geschäftsführungs- und Aufsichtsorganen im Hinblick auf Geschäfte mit Wertpapieren des eigenen Unternehmens eingeführt. Darüber hinaus gliederte der Gesetzgeber die Kurs- und Marktpreismanipulation an das Insiderstrafrecht an, vgl. *Park*, BB 2003, 1513.

155 *Bottmann*, in: Baas/Buck-Heeb/Werner (Hrsg.), Anlegerschutzgesetze, S. 790.

oder Marktpreis.[156] Für das Insiderstrafrecht der Bundesrepublik hatte das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz nur geringe Bedeutung.[157]

4. Von der Marktmissbrauchsrichtlinie bis zur Marktmissbrauchsverordnung

Durch die Bestrebungen zur Errichtung eines europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen und zum Ausgleich bestehender Unterschiede in den nationalen Rechtsordnungen im Jahr 2003 erfuhr das Insiderrecht im Folgejahr mit der Marktmissbrauchsrichtlinie (*Market Abuse Directive* – MAD)[158] eine entscheidende Umgestaltung. Die europäischen Vorgaben wurden neben den hierzu erlassenen Durchführungsrichtlinien[159] durch das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28. Oktober 2004 (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG)[160] im WpHG umgesetzt.[161] Mit dem AnSVG erhielt das deutsche Insiderrecht ein „neues Gesicht".[162] Als eine der tiefgreifendsten Neuerungen war der erweiterte Anwendungsbereich des WpHG anzusehen sowie die – nach den Vorgaben der Richtlinie nicht zwingende – Entscheidung für eine Ausdehnung der Sanktionierung von Verstößen gegen das Insiderhandelsverbot.[163]

---

156 *Park*, BB 2003, 1513; *Fleischer*, NJW 2002, 2977, 2978 f. mit dem Hinweis auf die Vorgängerregelung in § 88 BörsG a.F., welche sich in der Praxis als nur schwer durchsetzbar erwiesen hatte.

157 Entscheidende Änderungen enthielt das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz auch im Hinblick auf die Ad-hoc-Publizität, *Grimme/von Buttlar*, WM 2003, 901.

158 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16 ff. Eine alternative und gebräuchliche Abkürzung der Marktmissbrauchsrichtlinie ist MMRL, so etwa *von der Linden*, DStR 2016, 1036.

159 Vgl. die enumerative Aufzählung bei *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, 6. Aufl. 2012, Einleitung Rn. 29, Fn. 4.

160 BGBl I, 2630.

161 *Hilgendorf/Kusche*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2017, Kap. 5.1. Rn. 3; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 419; *Veil*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung, § 1 Rn. 8; vgl. auch *Hilgendorf/Kusche*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 5. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rn. 2.

162 *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 417.

163 Kritisch hierzu *Hilgendorf/Kusche*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2017, Kap. 5.1. Rn. 3 und im Allgemeinen. Vgl. zu den (strafrechtlichen) Neuerungen durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz insgesamt *Park*,

Auch in der Folgezeit war die Entwicklung des europäischen und deutschen Insiderrechts durch eine stetige Verschärfung, verbunden mit dem Ziel einer strengeren Überwachung der Kapitalmärkte, geprägt.[164] Der europäische Gesetzgeber strebte im Bereich des Marktmissbrauchsrechts eine tiefergehende, kapitalmarktrechtliche europäische Integration an, um eine unkontrollierbare Eigendynamik der einzelstaatlichen Märkte und sich hieraus entwickelnde Krisen in Zukunft zu verhindern.[165] Ausdruck dieser Bestrebungen zu Europäisierung und Rechtsvereinheitlichung war die Marktmissbrauchsverordnung (MAR), welche als unmittelbar geltendes Recht[166] die Marktmissbrauchsrichtlinie ablöste und in materieller sowie aufsichtsrechtlicher Hinsicht grundlegende Neuerungen mit sich brachte.[167] Während die Marktmissbrauchsrichtlinie im Hinblick auf die Durchsetzung des Insiderhandelsverbotes lediglich Sanktionen etablierte, enthält die Marktmissbrauchsverordnung neben der Inkriminierung von weiteren Tatvarianten von Verstößen gegen das Insiderhandelsverbot auch detaillierte Vorgaben hinsichtlich der aufsichtsrechtlichen Durchsetzung des Verbotes.[168] Ausgehend von der Erkenntnis des europäischen Gesetzgebers, dass ein rein verwaltungsrechtliches Sanktionenrecht zur Verhinderung von Marktmissbrauch nicht ausreichend ist, entschied sich der europäische Gesetzgeber zum Erlass der Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (strafrechtliche Marktmissbrauchsrichtlinie, *Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse*, CRIM-MAD).[169] Diese ent-

---

in: Beulke/Müller (Hrsg.), Festschrift zu Ehren des Strafrechtsausschusses der Bundesrechtsanwaltskammer, S. 229 ff., 236 f.

164 *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, S. 418.

165 *Hilgendorf/Kusche*, in: Park (Hrsg.) Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2017, Kap. 5.1. Rn. 6. Vgl. zu den Ursachen der Finanzmarktkrise überblicksartig *Schröder*, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2020, 10. Kap. Rn. 59 ff.

166 Das Kapitalmarktrecht ist auf europäischer Ebene im Allgemeinen durch die Bestrebungen des europäischen Gesetzgebers geprägt, zunehmend durch die unmittelbare Geltung europäischer Rechtsakte ein einheitliches Regelungsgefüge in allen europäischen Staaten herzustellen, Erwägungsgrund 5 MAR; *Poelzig*, NZG 2016, 528; *Veil*, ZGR 2014, 544, 549, 564 ff. Siehe hierzu auch etwa Art. 28b Richtlinie 2013/50/EU oder Art. 70 Richtlinie 2014/65/EU. Vgl. in diesem Zusammenhang auch *Dorresteijn/Monteiro/Teichmann/Welauff*, European Corporate Law, 2. Aufl. 2009, S. 45, die Verordnungen als „kraftvolles Rechtsinstrument" beschreiben.

167 *Sethe*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 8 Rn. 6; *Poelzig*, NZG 2016, 528.

168 *Poelzig*, NZG 2016, 492.

169 Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Markt-

hält durch die Mitgliedsstaaten umzusetzende strafrechtliche Regelungen und ist Ausdruck dafür, dass „das Sanktionsregime […] Schwerpunkt der Reform des Marktmissbrauchsrecht“ war.[170] Die europäischen Rechtsakte rund um ein novelliertes Marktmissbrauchsrecht werden teilweise als „Regelungstsunami“ bezeichnet.[171] Zur Umsetzung der Mindestvorgaben aus der CRIM-MAD und zur Anpassung des WpHG an die neue europäische Rechtslage, trat am 2. Juli 2016 das Erste Finanzmarktnovellierungsgesetz (1. FiMaNoG)[172] in Kraft.

II. Das europäische Insiderrecht

1. Rechtsquellen und Regelungsarten

Ausgehend von der vorstehenden Nachzeichnung der Entwicklung des europäischen und deutschen Insiderrechts, werden im Folgenden überblicksartig die verschiedenen Rechtsquellen des Insiderrechts dargestellt, um das komplexe Zusammenspiel von europäischen Rechtsakten einerseits und der nationalen Regelungsebene andererseits aufzuzeigen.

a. Level 1

Als Kernstück des europäischen Insiderrechts kann die seit dem 3. Juli 2016 nach Art. 288 Abs. 2 S. 2 AEUV unmittelbar geltende und vollharmonisierend wirkende Marktmissbrauchsverordnung (MAR) bezeichnet wer-

---

missbrauchsrichtlinie), ABl. 2014 L 173/179. Als alternative Abkürzung findet sich auch CSMAD, so etwa https://www.financierworldwide.com/the-csmad-significant-imminent-changes-to-eu-market-abuse-and-insider-dealing-rules#.YSYfEI4zaUk, zuletzt abgerufen am 25. August 2021. Die Umsetzung der strafrechtlichen Marktmissbrauchsrichtlinie hatte ebenfalls bis zum 3. Juli 2016 zu erfolgen, Art. 39 Abs. 3 MAR, Art. 13 CRIM-MAD, *Rothenfußer/Jäger*, NJW 2016, 2689.

170 *Schmolke*, NZG 2016, 721, 722. Siehe weiterhin auch *Sethe*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 8 Rn. 6; *Bottmann*, in: Baas/Buck-Heeb/Werner (Hrsg.), Anlegerschutzgesetze, S. 795.

171 *Mülbert*, ZHR 176 (2012), 369; *Schneider*, AG 2012, 823; *Diekgräf*, Directors‘ Dealings, S. 92; kritisch *Veil*, ZGR 2014, 544, 604 f.

172 Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) vom 30. Juni 2016, BGBl. 2016 I, 1514.

den,[173] welche gemäß Art. 37 MAR die zuvor geltende, mindestharmonisierende und durch die Mitgliedsstaaten umzusetzende Marktmissbrauchsrichtlinie samt den zugehörigen Ausführungsbestimmungen aufhob.[174] Die Marktmissbrauchsverordnung wird flankiert von der aus strafrechtlicher Sicht ebenso wichtigen strafrechtlichen Marktmissbrauchsrichtlinie. Es handelt sich jeweils um sogenannte Level 1-Maßnahmen nach dem *Lamfalussy*-Verfahren, also Rechtsakte, welche zentrale Prinzipien enthalten und daher durch das Europäische Parlament und den Rat der Europäischen Union auf Initiative der Europäischen Kommission erlassen werden („Basisrechtsakte").[175] Trotz unmittelbarer Anwendbarkeit der Marktmiss-

---

173 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.204, S. 1 ff.

174 Eine Folge der Mindestharmonisierung war ein unterschiedliches Schutzniveau in den verschiedenen Mitgliedsstaaten der Europäischen Union, *Waßmer*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 38-40b Rn. 14. Ein ESMA-Report zeigte auch eine inhomogene tatsächliche Sanktionierung auf, *ESMA*, Actual use of sanctioning powers under MAD, ESMA/2012/270, S. 34 ff. Zur Vollharmonisierung vgl. Erwägungsgründe 3–5 MAR. Im Kontext europäischer Rechtsakte unterscheidet man das Inkrafttreten vom Geltungsbeginn. So trat die Marktmissbrauchsverordnung bereits am 2. Juli 2014 in Kraft, Art. 39 Abs. 1 MAR, war aber erst ab dem 3. Juli 2016 anwendbar, Art. 39 Abs. 2 MAR. Ab dem Zeitpunkt des Inkrafttretens wird eine Regelung Teil der europäischen Rechtsordnung; für die Mitgliedsstaaten können sich schon Pflichten wie Umsetzungs- und Meldepflichten ergeben und es ist ihnen untersagt, nationales, den europäischen Vorschriften widersprechendes Recht zu erlassen. Der Geltungsbeginn markiert den Zeitpunkt, ab welchem eine Vorschrift unmittelbar Rechte und Pflichten für den Normadressaten entfaltet.

175 *Veil*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 2 Rn. 1. Bei dem *Lamfalussy*-Verfahren handelt es sich um ein Komitologieverfahren, also ein System von Verwaltungs- und Expertenausschüssen, welches sich auf vier Stufen vollzieht und nach dem Kapitalmarktexperten, ehemaligen Präsidenten des Europäischen Währungsinstitutes und ehemaligen Vorsitzenden des „Auschuss der Weisen" Alexandre *Lamfalussy* benannt worden ist. Der Ausschuss der Weisen erarbeitete ab Mitte 2000 ein Verfahren im Hinblick auf Gesetzgebungsverfahren und Ausschussstrukturen aufgrund eines Mandates des Rates ausarbeitete und sein Vier-Stufiges-Konzept in seinem Schlussbericht von 2001 vorstellte, vgl. hierzu auch *Kolassa*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, § 135 Rn. 45 ff.; *Schmolke*, NZG 2005, 912; *Weber-Rey/Baltzer*, in: Hopt/Wohlmannstetter (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance von Banken, S. 439 ff.; zu den Institutionen im reformierten *Lamfalussy*-Verfahren siehe *Veil*, ZGR 2014, 544, 551 ff.

brauchsverordnung spielen für die Anwendung und Auslegung des Marktmissbrauchsrechts in der Praxis Rechtsakte auf den Stufen zwei und drei des *Lamfalussy*-Verfahrens weiterhin eine Rolle.[176]

b. Level 2

Auf zweiter europäischer Ebene (Level 2) stehen zahlreiche konkretisierende Rechtsakte in Form von Durchführungsrichtlinien, Durchführungsverordnungen und delegierten Verordnungen zum Marktmissbrauchsrecht der Europäischen Kommission oder der ESMA.[177] Hierunter fallen bei entsprechender Ermächtigung im Rahmenrechtsakt Richtlinien und Verordnungen der Kommission oder *Regulatory Technical Standards* als delegierte Rechtsakte im Sinne von Art. 290 AEUV (Technische Regulierungsstandards, RTS) und *Technical Implementing Standards* (Technische Durchführungsstandards, ITS) als Durchführungsrechtsakte (Art. 291 Abs. 2 AEUV) der ESMA.[178] Im Vergleich zu ITS, welche keinen eigenen materiellen Regelungsgehalt aufweisen, lassen RTS einen breiten Rahmen für rechtliche Ausgestaltungsmöglichkeiten zu.[179] Die Standards stellen in der Bundesrepublik unmittelbar geltendes Recht dar und weisen eine hohe Regelungsdichte auf.[180]

Die Marktmissbrauchsverordnung sieht in verschiedenen Vorschriften eine Konkretisierung durch delegierte Rechtsakte (vgl. Art. 6 V MAR) und technische Regulierungs- und Durchführungsstandards (vgl. Art. 4 IV, V; Art. 5 VI; Art. 11 IX, X; Art. 13 VII; Art. 16 V; Art. 17 X; Art. 18 IX; Art. 19 XV; Art. 20 III MAR) vor.

---

176 *Poelzig*, NZG 2016, 528, 529.

177 *Poelzig*, NZG 2016, 528, 529; *Veil*, ZGR 2014, 554, 553.

178 Näher *Walla*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2014, § 4 Rn. 13. Auch die ESMA sieht RTS und ITS als Maßnahmen auf der Stufe 3 des *Lamfalussy*-Verfahrens an (vgl. ESMA in short, abrufbar unter http://www.esma.europa.eu/page/esma-short, zuletzt abgerufen am 26. Juli 2019). A.A. *Di Noia/Gargantini*, EBOR 15 (2014), 1, 15. RTS und ITS entfalten ihre Rechtswirksamkeit erst nach Annahme durch die Kommission durch Verordnung oder Beschluss (Art. 10 I, IV, 15 I, IV ESMA-VO). Zum Erlass von RTS und ITS bedarf die ESMA einer entsprechenden Befugnis aus einem Rahmenrechtsakt, vgl. Art. 10 und 15 ESMA-VO.

179 *Poelzig*, NZG 2016, 528, 529.

180 *Seiler/Geier*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, Vor § 104 Rn. 59; *Mattler/Lindemann*, in: Boos/Fischer/Schulte (Hrsg.), 5. Aufl. 2016, § 8e KWG Rn. 15 ff.