Sammlung der Rechtsprechung

SCHLUSSANTRÄGE DER GENERALANWÄLTIN
JULIANE KOKOTT
vom 16. September 2021 [1]

Rechtssache C-302/20

Herr A
gegen
Autorité des marchés financiers (Finanzmarktaufsichtsbehörde, Frankreich)

(Vorabentscheidungsersuchen der Cour d'appel de Paris [Berufungsgericht Paris, Frankreich])

„Vorabentscheidungsverfahren – Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen – Funktionsfähigkeit und Integrität der Kapitalmärkte – Insider-Informationen und Insidergeschäfte – Richtlinie 2003/6/EG (Marktmissbrauchsrichtlinie) – Verbot der Offenlegung von Insiderinformationen – Richtlinie 2003/124/EG – Art. 1 Abs. 1 – Begriff der Insiderinformation – Kriterien der Präzision und der Geeignetheit, die Kurse zu beeinflussen – Marktgerücht – Offenlegung der bevorstehenden Veröffentlichung eines Artikels betreffend ein Marktgerücht durch einen Journalisten an eine andere Person – Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Marktmissbrauchsverordnung) – Art. 21 – Offenlegung einer Insiderinformation zu journalistischen Zwecken – Art. 10 – Offenlegung einer Insiderinformation im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs"

I. Einleitung

1. Das europäische Marktmissbrauchsrecht zielt in erster Linie auf die Sicherstellung eines integren und gleichberechtigenden Kapitalmarkts ab. Dadurch soll Anlegervertrauen geschaffen werden, welchem wiederum eine Schlüsselrolle für die wirtschaftliche Funktionsfähigkeit des Marktes zukommt. [2] Das Insiderrecht als wesentlicher Bestandteil des Marktmissbrauchsrechts soll dieses Ziel durch informationelle Gleichbehandlung der Marktteilnehmer erreichen. Kein Anleger soll aus relevanten, aber nicht öffentlich zugänglichen Informationen einen Vorteil zulasten derjenigen Anleger erlangen, welche die Information nicht kennen (können). [3]

2. Daher sieht das Insiderrecht vor, dass einerseits im Grundsatz möglichst alle relevanten Informationen öffentlich verfügbar gemacht werden, indem ein Emittent von Wertpapieren ihn betreffende Informationen regelmäßig veröffentlichen muss (sogenannte *Ad-hoc*

[1] Originalsprache: Deutsch.

[2] Vgl. Richtlinienvorschlag der Kommission für die MAD vom 19. November 2002, KOM(2002) 625 endgültig (ABl. 2003, C 71 E, S. 62): „Finanzmärkte überdauern periodische Schwankungen und zyklische Korrekturen ebenso wie schlechte Leistungen einzelner Aktien. Was dagegen eine zerstörerische Wirkung auf sie hat, ist die Erosion des Anlegervertrauens, das entsteht, wenn … [sie] für Marktmissbrauch anfällig sind."

[3] Vgl. insbesondere Urteile vom 10. Mai 2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, Rn. 38), und vom 23. Dezember 2009, Spector Photo Group und Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, Rn. 47 und 48).

-Publizität).[4] Andererseits dürfen dennoch bestehende Informationsungleichgewichte nicht ausgenutzt (Insiderhandelsverbot[5]) bzw. müssen möglichst in kleinem Kreis gehalten werden (Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen[6]).

3. Das vorliegende Vorabentscheidungsersuchen betrifft im Kern das Verbot der Offenlegung von Insiderinformationen und dessen Grenzen. Im Ausgangsverfahren wehrt sich ein Finanzjournalist gegen eine Sanktion, die gegen ihn wegen der angeblichen Weitergabe einer Insiderinformation verhängt wurde und macht dabei im Wesentlichen eine Verletzung seiner Pressefreiheit geltend. Zwar erscheint angesichts des Ziels des Insiderrechts, eine möglichst hohe Transparenz herzustellen, die journalistische Verarbeitung von Insiderinformationen jedenfalls teilweise auch insiderrechtlich wünschenswert. Insbesondere im Stadium vor der flächendeckenden Verbreitung und Veröffentlichung einer Information in den Medien können allerdings das Insiderrecht und die Presse- und Meinungsfreiheit in den Medien auch miteinander in Konflikt treten. Wie dieser Konflikt aufgelöst werden kann, ist Gegenstand des zweiten Fragenkomplexes, den die vorlegende Cour d'appel de Paris (Berufungsgericht Paris, Frankreich) an den Gerichtshof richtet.

4. Zuvor stellt sich für dieses Gericht aber die Frage, ob die dem Kläger im Ausgangsverfahren vorgeworfene Offenlegung überhaupt eine Insiderinformation betraf. Im Rahmen des ersten vorgelegten Fragenkomplexes wird der Gerichtshof in diesem Zusammenhang vor allem zu klären haben, unter welchen Umständen ein Marktgerücht, also eine erkennbar unsichere Information, die Mechanismen des Insiderrechts auslösen kann.

II. Rechtlicher Rahmen

A. Unionsrecht

1. Richtlinie 2003/6 (Marktmissbrauchsrichtlinie)

5. Die Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) (im Folgenden: MAD für *market abuse directive*)[7] enthält in ihrem Art. 1 Nr. 1 eine Definition des Begriffs der „Insiderinformation":

„… eine nicht öffentlich bekannte präzise Information, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen".

4 Vgl. Art. 17 der 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. 2014, L 173, S. 1).

5 Vgl. Art. 14 Buchst. a und b der Verordnung Nr. 596/2014.

6 Vgl. Art. 14 Buchst. c der Verordnung Nr. 596/2014.

7 ABl. 2003, L 96, S. 16.

6. Gemäß Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 2 Buchst. c MAD untersagen die Mitgliedstaaten Personen, die aufgrund ihrer Arbeit, ihres Berufs oder ihrer Aufgaben Zugang zu einer Insiderinformation haben, unter Nutzung derselben für eigene oder fremde Rechnung direkt oder indirekt Finanzinstrumente, auf die sich die Information bezieht, zu erwerben oder zu veräußern oder dies zu versuchen.

7. Außerdem untersagen die Mitgliedstaaten gemäß Art. 3 MAD den Personen, die dem Verbot nach Art. 2 unterliegen,

„a) Insider-Informationen an Dritte weiterzugeben, soweit dies nicht im normalen Rahmen der Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder der Erfüllung ihrer Aufgaben geschieht;

b) auf der Grundlage von Insider-Informationen zu empfehlen oder andere Personen zu verleiten, Finanzinstrumente, auf die sich die Information bezieht, zu erwerben oder zu veräußern oder sie von einem Dritten erwerben oder veräußern zu lassen".

2. Richtlinie 2003/124

8. Die ersten beiden Erwägungsgründe der Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation (im Folgenden: Richtlinie 2003/124) [8] lauten:

„(1) Verständige Investoren stützen ihre Anlageentscheidungen auf Informationen, die ihnen vorab zur Verfügung stehen (verfügbare Ex-ante-Informationen). Die Prüfung der Frage, ob ein verständiger Investor einen bestimmten Sachverhalt oder ein bestimmtes Ereignis im Rahmen seiner Investitionsentscheidung berücksichtigt hätte, sollte folglich anhand der ex ante vorliegenden Informationen erfolgen. Eine solche Prüfung sollte auch die möglichen Auswirkungen der Information in Betracht ziehen, insbesondere unter Berücksichtigung der Gesamttätigkeit des Emittenten, der Verlässlichkeit der Informationsquelle und sonstiger Marktvariablen, die das entsprechende Finanzinstrument oder unter den gegebenen Umständen damit verbundene derivative Finanzinstrument beeinflussen dürften.

(2) Im Nachhinein vorliegende Informationen (Ex-post-Informationen) können zur Überprüfung der Annahme genutzt werden, dass die Ex-ante-Information kurserheblich war. Allerdings sollten diese Ex-post-Informationen nicht dazu verwendet werden, Maßnahmen gegen eine Person zu ergreifen, die vernünftige Schlussfolgerungen aus der ihr vorliegenden Ex-ante-Information gezogen hat."

9. Art. 1 dieser Richtlinie definiert den Begriff der Insiderinformation näher:

„(1) Für die Anwendung von [Art. 1 Nr. 1 MAD] ist eine Information dann als präzise anzusehen, wenn damit eine Reihe von Umständen gemeint ist, die bereits existieren oder bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren werden, oder ein Ereignis, das bereits eingetreten ist oder mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten wird, und diese Information darüber hinaus spezifisch genug ist, dass sie einen

[8] ABl. 2003, L 339, S. 70.

Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse von Finanzinstrumenten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zulässt.

(2) Für die Anwendung von [Art. 1 Nr. 1 MAD] ist unter einer ‚Insider-Information, die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente spürbar zu beeinflussen' eine Information gemeint, die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde."

3. Verordnung Nr. 596/2014 (Marktmissbrauchsverordnung)

10. Die Verordnung Nr. 596/2014 (im Folgenden: MAR für *market abuse regulation*) hat die MAD ersetzt und gilt gemäß ihres Art. 39 Abs. 2 seit dem 3. Juli 2016 in den Mitgliedstaaten.

11. Der 77. Erwägungsgrund dieser Verordnung bestimmt:

„Diese Verordnung steht im Einklang mit den Grundrechten und Grundsätzen, die mit der Charta anerkannt wurden. Diese Verordnung sollte daher im Einklang mit diesen Rechten und Grundsätzen ausgelegt und angewandt werden. Insbesondere, wenn sich diese Verordnung auf Vorschriften, durch die die Pressefreiheit und die freie Meinungsäußerung in anderen Medien geregelt werden, und auf die Vorschriften oder Regeln bezieht, die für den Journalistenberuf gelten, sollten diese Freiheiten so berücksichtigt werden, wie sie in der Union und in den Mitgliedstaaten garantiert sind und wie sie in Artikel 11 der [Charta] und in anderen einschlägigen Bestimmungen anerkannt werden."

12. Die Definition des Begriffs der Insiderinformation in Art. 7 Abs. 1 Buchst. a MAR entspricht derjenigen in Art. 1 Abs. 1 MAD.

13. Art. 7 Abs. 2 und 4 MAR lauten auszugsweise wie folgt:

„(2) Für die Zwecke des [Abs. 1] sind Informationen dann als präzise anzusehen, wenn damit eine Reihe von Umständen gemeint ist, die bereits gegeben sind oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein werden, oder ein Ereignis, das bereits eingetreten ist oder von dem [man] vernünftigerweise erwarten kann, dass es in Zukunft eintreten wird, und diese Informationen darüber hinaus spezifisch genug sind, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse der Finanzinstrumente oder des damit verbundenen derivativen Finanzinstruments, der damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakte oder der auf den Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekte zuzulassen. So können im Fall eines zeitlich gestreckten Vorgangs, der einen bestimmten Umstand oder ein bestimmtes Ereignis herbeiführen soll oder hervorbringt, dieser betreffende zukünftige Umstand bzw. das betreffende zukünftige Ereignis und auch die Zwischenschritte in diesem Vorgang, die mit der Herbeiführung oder Hervorbringung dieses zukünftigen Umstandes oder Ereignisses verbunden sind, in dieser Hinsicht als präzise Information betrachtet werden.

(4) Für die Zwecke des [Abs. 1] sind unter ‚Informationen, die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs von Finanzinstrumenten, derivativen Finanzinstrumenten, damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakten oder auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekten spürbar zu beeinflussen' Informationen zu verstehen, die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde."

14. Art. 10 Abs. 1 MAR bestimmt unter dem Titel „Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen“:

„Für die Zwecke dieser Verordnung liegt eine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen vor, wenn eine Person, die über Insiderinformationen verfügt und diese Informationen gegenüber einer anderen Person offenlegt, es sei denn, die Offenlegung geschieht im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben. …“

15. Art. 14 Buchst. c MAR bestimmt, dass die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen eine verbotene Handlung darstellt.

16. Art. 21 MAR ist mit „Weitergabe oder Verbreitung von Informationen in den Medien“ überschrieben und lautet wie folgt:

„Werden für journalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien Informationen offengelegt oder verbreitet oder Empfehlungen gegeben oder verbreitet, sind bei der Beurteilung dieser Offenlegung und Verbreitung von Informationen für den Zweck von [Art. 10] die Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in anderen Medien sowie der journalistischen Berufs- und Standesregeln zu berücksichtigen, es sei denn,

a) den betreffenden Personen oder mit diesen Personen in enger Beziehung stehenden Personen erwächst unmittelbar oder mittelbar ein Vorteil oder Gewinn aus der Offenlegung oder Verbreitung der betreffenden Information, oder

b) die Weitergabe oder Verbreitung erfolgt in der Absicht, den Markt in Bezug auf das Angebot von Finanzinstrumenten, die Nachfrage danach oder ihren Kurs irrezuführen.“

B. Französisches Recht

17. Art. 1 Abs. 1 MAD und Art. 1 der Richtlinie 2003/124 wurden fast wortlautgleich in Art. 621-1 des Règlement général de l’AMF (Allgemeine Verordnung der AMF, im Folgenden: RGAMF) übernommen und dadurch in französisches Recht umgesetzt.

18. Art. 622-1 RGAMF bestimmt, dass die in Art. 622-2 RGAMF genannten Personen Insiderinformationen, über die sie verfügen, nicht verwenden dürfen und auch nicht an Personen weitergeben dürfen, die sich außerhalb des normalen Rahmens ihrer Beschäftigung, ihres Berufs oder ihrer Aufgaben befinden. Art. 622-2 RGAMF erfasst u. a. Personen, die aufgrund ihres Zugangs zu den Informationen wegen ihrer Beschäftigung oder ihres Berufs über eine Insiderinformation verfügen.

III. Sachverhalt und Ausgangsverfahren

19. Herr A, der Kläger im Ausgangsverfahren, ist ein Journalist im Ruhestand, der im Laufe seines Berufslebens für verschiedene britische Tageszeitungen tätig war. Zuletzt arbeitete er für die viel gelesene Internetseite einer britischen Zeitung. Dort veröffentlichte er regelmäßig Artikel, die Marktgerüchte aufgriffen. Zwei dieser Artikel sind von Relevanz für das Ausgangsverfahren.

20. Erstens veröffentlichte der Kläger im Ausgangsverfahren am Abend des 8. Juni 2011 einen Artikel über ein mögliches Übernahmeangebot eines Konzerns für Aktien eines Unternehmens zu einem konkret genannten Preis, der 86 % über dem Aktienpreis des Unternehmens bei Börsenschluss lag. Zur Eröffnung des nächsten Handelstags stieg der Aktienkurs des angeblichen Zielunternehmens um 0,64 % und im Laufe des Tages um weitere 4,55 %.

21. Zweitens veröffentlichte er am Abend des 12. Juni 2012 einen Artikel über eine weitere mögliche Übernahme zu einem bestimmten Kaufpreis, der etwa 80 % über dem Aktienpreis des angeblichen Zielunternehmens bei Börsenschluss lag. Im Laufe des nächsten Handelstags stieg der Aktienkurs dieses Unternehmens um 17,69 % bis zum Börsenschluss. Das betroffene Unternehmen dementierte das Gerücht zwei Tage später.

22. Kurz vor Erscheinen der beiden Artikel auf der Internetseite der betreffenden Tageszeitung hatten mehrere im Vereinigten Königreich ansässige Personen die jeweiligen Aktien gekauft und am nächsten Tag mit Gewinn abgestoßen.

23. Im Zuge einer Auswertung von Telefonverbindungsdaten konnte die französische Finanzmarktaufsicht Autorité des marchés financiers (im Folgenden: AMF) feststellen, dass der Kläger im Ausgangsverfahren am Tag der Veröffentlichung der Artikel jeweils mit einem oder mehreren der späteren Käufer telefonischen Kontakt hatte. Bei diesen Personen handelt es sich um Finanzanalysten, mit denen der Kläger im Ausgangsverfahren seit Jahren in ständigem Austausch über kapitalmarktrelevante Themen stand. In mindestens einem Fall rief die betreffende Person kurz nach Beendigung des Telefongesprächs mit dem Kläger im Ausgangsverfahren ihren Broker an, der daraufhin einen Kaufauftrag für die im kurz darauf erschienenen Artikel besprochenen Wertpapiere erteilte.

24. Die AMF wirft dem Kläger im Ausgangsverfahren vor, den vorgenannten Personen im Rahmen der betreffenden Telefongespräche die bevorstehende Veröffentlichung der Artikel mitgeteilt zu haben. Sie vertritt die Auffassung, dass eine Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Presseartikels, in dem ein Marktgerücht aufgegriffen wird, geeignet sei, eine Insiderinformation darzustellen, und dass die in Rede stehenden Informationen die Voraussetzungen für die Einstufung als Insiderinformation erfüllten. Aus diesem Grund verhängte sie nach Anhörung durch ihren Sanktionsausschuss gegen den Kläger im Ausgangsverfahren eine Geldbuße in Höhe von 40 000 Euro. Gegen die Käufer der betreffenden Wertpapiere wurden Geldbußen wegen Insiderhandels verhängt.

25. Die Klage gegen diese Entscheidung ist vor dem vorlegenden Gericht, der Cour d'appel de Paris (Berufungsgericht Paris), anhängig.

26. Darin bestreitet der Kläger, mit den späteren Käufern über die Artikel betreffend die Übernahmegerüchte gesprochen zu haben, und macht geltend, dass die Information über die bevorstehende Veröffentlichung dieser Artikel jedenfalls nicht als Insiderinformation angesehen werden könne. Denn bloßen Gerüchten fehle es aufgrund ihrer inhärenten Unsicherheiten und Ungenauigkeit an der nötigen Präzision. Der präzise Charakter einer Information sei aber nach Art. 1 Abs. 1 MAD bzw. Art. 7 Abs. 1 Buchst. a MAR eine eigenständige Voraussetzung für deren Einstufung als Insiderinformation. Insbesondere werde das Präzisionserfordernis nicht dadurch obsolet, dass die Information als kursrelevant eingestuft wurde. Überdies verstoße die Sanktionierung des Klägers gegen Art. 21 MAR, der eine Ausnahme vom Verbot der Offenlegung von Insiderinformationen für Journalisten vorsehe. Die Anwendung dieser Ausnahme auf seine Situation müsste daher zur Aufhebung der ihm auferlegten Geldbuße führen.

27. Das vorlegende Gericht ist der Auffassung, dass insbesondere die beträchtlichen Kursausschläge der Wertpapiere nach Veröffentlichung der betreffenden Artikel zeigen würden, dass es sich bei den in Rede stehenden Informationen um kursrelevante Informationen im Sinne von Art. 1 Abs. 2 der Richtlinie 2003/124 und Art. 7 Abs. 4 MAR gehandelt habe. Allerdings sei unklar, ob die Information über die bevorstehende Veröffentlichung der Artikel das Präzisionskriterium erfülle, da der Inhalt der Artikel – also die Bezugnahme auf ein Marktgerücht – eventuell nicht spezifisch genug sei.

28. Mit Blick auf die Anwendung von Art. 21 MAR stellt sich für das vorlegende Gericht die Frage, ob das Handeln des Klägers im Ausgangsverfahren im Sinne dieser Vorschrift „zu journalistischen Zwecken" erfolgt ist und ob diese Bestimmung insofern eine abschließende Sonderregelung enthält. Bei der allgemeinen Ausnahme vom Offenlegungsverbot von Insiderinformationen für Berufszwecke fordere der Gerichtshof nämlich, dass die Weitergabe der Insiderinformation für die Berufsausübung unerlässlich und verhältnismäßig sein muss.[9] Daher müsse geklärt werden, welche Anforderungen Art. 21 MAR, gegebenenfalls in Verbindung mit Art. 10 Abs. 1 MAR, an die Rechtmäßigkeit des Verhaltens des Klägers im Ausgangsverfahren stelle.

IV. Vorlagefragen und Verfahren vor dem Gerichtshof

29. Vor diesem Hintergrund hat die Cour d'appel de Paris (Berufungsgericht Paris) entschieden, das Verfahren auszusetzen und dem Gerichtshof folgende Fragen nach Art. 267 AEUV zur Vorabentscheidung vorzulegen:

1. a) Ist Art. 1 Nr. 1 Unterabs. 1 MAD in Verbindung mit Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124 dahin auszulegen, dass eine Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Presseartikels, in dem ein Marktgerücht über einen Emittenten von Finanzinstrumenten aufgegriffen wird, geeignet ist, der nach diesen Vorschriften für die Einstufung als Insiderinformation vorgesehenen Präzisionsanforderung zu genügen?

b) Hat der Umstand, dass der Presseartikel, dessen bevorstehende Veröffentlichung die in Rede stehende Information darstellt – als Marktgerücht –, den Preis eines öffentlichen Erwerbsangebots nennt, einen Einfluss auf die Beurteilung, ob die in Rede stehende Information präzise ist?

c) Sind die Bekanntheit des Journalisten, der den Artikel unterzeichnet hat, das Ansehen des Presseorgans, das ihn veröffentlicht hat, und der („*ex post*") tatsächlich spürbare Einfluss dieser Veröffentlichung auf den Kurs der Wertpapiere, auf die sich diese bezieht, maßgebliche Kriterien für die Beurteilung, ob die in Rede stehende Information präzise ist?

2. Für den Fall, dass eine Information wie die in Rede stehende geeignet ist, der vorgesehenen Präzisionsanforderung zu genügen:

a) Ist Art. 21 MAR dahin auszulegen, dass die Weitergabe einer Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines von einem Journalisten unterzeichneten Artikels, in dem ein Marktgerücht aufgegriffen wird, durch diesen Journalisten an eine seiner üblichen Quellen „für journalistische Zwecke" erfolgt?

[9] Urteil vom 22. November 2005, Grøngaard und Bang (C-384/02, EU:C:2005:708).

b) Hängt die Antwort auf diese Frage u. a. davon ab, ob der Journalist von dieser Quelle über das Marktgerücht informiert worden ist oder ob die Offenlegung der Information über die bevorstehende Veröffentlichung des Artikels dienlich war, um von dieser Quelle Aufschluss über die Glaubwürdigkeit des Gerüchts zu erlangen?

3. Sind die Art. 10 und 21 MAR dahin auszulegen, dass auch dann, wenn eine Insiderinformation von einem Journalisten „für journalistische Zwecke" im Sinne von Art. 21 offengelegt wird, die Rechtmäßigkeit oder Unrechtmäßigkeit der Offenlegung der Beurteilung unterliegt, ob sie „im Zuge der normalen Ausübung [des] Berufs [des Journalisten]" im Sinne von Art. 10 vorgenommen wurde?

4. Ist Art. 10 MAR dahin auszulegen, dass die Offenlegung einer Insiderinformation, um im Zuge der normalen Ausübung des Berufs des Journalisten zu geschehen, für die Ausübung dieses Berufs unerlässlich sein und den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit beachten muss?

30. Im schriftlichen Verfahren vor dem Gerichtshof haben der Kläger im Ausgangsverfahren, die AMF, die Französische Republik, das Königreich Norwegen, das Königreich Schweden, das Königreich Spanien und die Europäische Kommission zu den Vorlagefragen Stellung genommen. Bis auf das Königreich Norwegen haben alle Beteiligten überdies an der mündlichen Verhandlung vom 22. Juni 2021 teilgenommen.

V. Rechtliche Würdigung

31. Mit ihren Vorlagefragen möchte die Cour d'appel de Paris (Berufungsgericht Paris) im Ergebnis klären, ob der Kläger im Ausgangsverfahren zu Recht mit einer Geldbuße wegen Verstoßes gegen das Offenlegungsverbot aus Art. 622-1 RGAMF belegt wurde.[10] Diese Vorschrift setzte im Wesentlichen Art. 3 Buchst. a MAD im französischen Recht um.

32. Mit den Fragen 1 a) bis c) möchte dieses Gericht hierbei zunächst in Erfahrung bringen, ob die Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Presseartikels über ein Marktgerücht als „Insiderinformation" im Sinne von Art. 1 Nr. 1 MAD[11] angesehen werden kann und damit grundsätzlich unter das Offenlegungsverbot des Art. 3 Buchst. a MAD fällt (dazu unter A.). Die Fragen 2 bis 4 drehen sich sodann um die Ausnahmen vom Verbot der Offenlegung von Insiderinformationen, und zwar in dem besonderen Kontext der Tätigkeit von Journalisten (dazu unter B.).

A. Zur ersten Vorlagefrage

33. Mit seiner ersten Frage möchte das vorlegende Gericht im Wesentlichen wissen, ob und unter welchen Voraussetzungen eine Information über die unmittelbar bevorstehende Veröffentlichung eines Presseartikels, der ein Marktgerücht zum Gegenstand hat, als präzise im Sinne von Art. 1 Nr. 1 MAD und Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124 anzusehen ist.

34. Das Präzisionserfordernis stellt die erste von vier Voraussetzungen nach Art. 1 Nr. 1 MAD dar, deren Erfüllung eine Information zu einer Insiderinformation macht. Zweitens darf diese Information nicht öffentlich bekannt sein. Drittens muss sie direkt oder indirekt ein oder

[10] Das Offenlegungsverbot folgt nunmehr unmittelbar aus Art. 10 Abs. 1 in Verbindung mit Art. 14 Buchst. c MAR.

[11] Entspricht Art. 7 Abs. 1 Buchst. a MAR.

mehrere Finanzinstrumente oder deren Emittenten betreffen. Viertens muss sie, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet sein, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen (im Folgenden: Kursrelevanz). [12]

35. Das vorlegende Gericht sieht die zweite, die dritte und die vierte Voraussetzung als erfüllt an. Insbesondere geht es davon aus, dass die Information über die bevorstehende Veröffentlichung der Artikel kursrelevant im Sinne der vierten Voraussetzung war. Diese Feststellung stützt es insbesondere auf die nach der Publikation der Artikel erfolgten Kursausschläge der dort besprochenen Wertpapiere.

36. Das Präzisionserfordernis hat gemäß Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124 zwei Komponenten. Zum einen muss mit der Information eine Reihe von Umständen oder ein Ereignis gemeint sein, die bereits eingetreten sind oder bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft eintreten werden. Zum anderen muss die Information spezifisch genug sein, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse von Finanzinstrumenten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zuzulassen.

37. Von diesen beiden Voraussetzungen legt das vorlegende Gericht die erste, nämlich die hinreichende Wahrscheinlichkeit der Publikation des Artikels zum Zeitpunkt der Offenlegung, ohne Weiteres zugrunde. Es problematisiert also im Ergebnis nur die zweite Voraussetzung, die Spezifität [13] hinsichtlich der möglichen Auswirkungen auf den Kurs. Deren Vorliegen könnte aus Sicht der Cour d'appel de Paris (Berufungsgericht Paris) problematisch sein, weil die hier vorliegende Information, also die bevorstehende Veröffentlichung des Presseartikels, sich auf ein Gerücht bezieht. Hinsichtlich der Spezifität dieses Gerüchts bestünden Zweifel, weil es als zu ungenau oder unsicher anzusehen sein könnte, um daraus Schlüsse auf die möglichen Auswirkungen auf den Kurs ziehen zu können. Dies könnte sich aus Sicht des vorlegenden Gerichts auf die Spezifität der in Rede stehenden Information auswirken. Das vorlegende Gericht sieht sich daher außerstande, das Vorliegen einer Insiderinformation festzustellen, obwohl die Information aus seiner Sicht nicht öffentlich bekannt und kursrelevant war und folglich dem Informationsinhaber einen Sondervorteil gegenüber anderen Marktteilnehmern vermittelt hat. [14]

38. Nach der Rechtsprechung des Gerichtshofs stellt das Merkmal der Spezifität jedoch als zweite Komponente der Präzision einer Insiderinformation [15] eine gegenüber der Kursrelevanz eigenständige und unabhängige Voraussetzung für das Vorliegen einer Insiderinformation dar. [16] Folglich ist zuerst zu untersuchen, ob die Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Presseartikels trotz des Umstands, dass dieser ein Marktgerücht zum Gegenstand hat, als spezifisch im Sinne von Art. 1 Abs. 1, 2. Alt. der Richtlinie 2003/124 angesehen werden kann (dazu unter 1.).

[12] Urteil vom 28. Juni 2012, Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, Rn. 25).

[13] Im Folgenden verwende ich diesen Begriff für das zweite Kriterium der Präzision im Sinne des Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124 und gehe davon aus, dass es dem Gericht ausschließlich hierauf ankommt.

[14] Urteil vom 23. Dezember 2009, Spector Photo Group und Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, Rn. 52).

[15] Vgl. Nr. 36 der vorliegenden Schlussanträge.

[16] Urteil vom 11. März 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, Rn. 28).

39. Erst danach ist mit Blick auf die Vorlagefrage 1 c) zu klären, ob die Spezifität der in Rede stehenden Information zusätzlich durch den Umstand nachgewiesen werden kann, dass sich nach Veröffentlichung der betreffenden Presseartikel ein Kursausschlag ereignet hat (dazu unter 2.).

1. Zur Bestimmung der Spezifität der in Rede stehenden Information

40. Aus der bereits erwähnten Definition des Merkmals der Spezifität in Art. 1 Abs. 1, 2. Alt. der Richtlinie 2003/124 ergibt sich, dass die Information einen Gehalt oder Informationswert haben muss, der ihre Bewertung als kursrelevant (oder nicht) ermöglicht.[17] Dies legt nahe, dass keine hohe Schwelle gemeint ist.[18] Vielmehr sollen damit nur Informationen ausgeschlossen werden, denen mit Blick auf die Bewertung der Kursrelevanz von vornherein kein relevanter Informationswert zukommt.

41. Nach dem ersten Erwägungsgrund der Richtlinie 2003/124 bezieht sich ein verständiger Anleger bei der Bewertung der Kursrelevanz insbesondere auf Informationen, welche die wirtschaftlichen Implikationen einer Information für ein Unternehmen[19] und deren Verlässlichkeit erkennen lassen. Aus diesem Grund sollen nach der Formulierung des Gerichtshofs mit dem Merkmal der Spezifität nur vage oder allgemeine Informationen ausgeschlossen werden, die keine Schlussfolgerung hinsichtlich ihrer möglichen Auswirkungen auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente zulassen.[20]

42. Die Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Artikels durch den Autor des betreffenden Artikels ist zwar nicht vage. Denn mit ihr wird ein konkretes Ereignis aus zuverlässiger Quelle als sicher eintretend beschrieben. Allerdings ist diese Information für sich genommen offensichtlich zu allgemein, um einen Schluss über die möglichen Auswirkungen auf den Kurs eines bestimmten Finanzinstruments zuzulassen. Ein solcher Schluss ist nur in Verbindung mit dem Gegenstand des betreffenden Artikels – also vorliegend das Marktgerücht über die Unternehmensübernahmen – möglich.

43. Auf diese Verbindung weist auch der Kläger im Ausgangsverfahren hin. Er schließt daraus, dass die Information über die Veröffentlichung der Artikel nur dann spezifisch sein kann, wenn der Gegenstand des jeweiligen Artikels selbst spezifisch ist. Der Inhalt der streitgegenständlichen Artikel sei vorliegend jedoch unspezifisch, weil es sich dabei um Gerüchte handele, welche ihrer Natur nach unspezifisch seien. Hierbei bezieht er sich u. a. auf eine Äußerung des ehemaligen Ausschusses der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Wertpapierwesen (*Committee of European Securities Regulators*, CESR), wonach Gerüchte gerade das Gegenteil von überprüfbaren und damit präzisen Informationen darstellten.[21]

44. Beide Behauptungen treffen aus meiner Sicht nicht zu.

[17] Vgl. in diesem Sinne Urteil vom 11. März 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, Rn. 31).

[18] In diesem Sinne Schlussanträge des Generalanwalts Wathelet in der Rechtssache Lafonta (C-628/13, EU:C:2014:2472, Nr. 37).

[19] Vgl. den Wortlaut „mögliche Auswirkungen … unter Berücksichtigung der Gesamttätigkeit des Emittenten".

[20] Urteil vom 11. März 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, Rn. 31).

[21] Vgl. CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market, CESR/06-562b, Rn. 1.5. In diesem Sinne auch CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, Rn. 20, erster Spiegelstrich.

a) Zur generellen (Un-)Spezifität von Marktgerüchten

45. Wären Marktgerüchte generell als unspezifisch anzusehen, könnten sie niemals eine Insiderinformation darstellen.[22] Allerdings sieht die MAD keinen ausdrücklichen Ausschluss von Gerüchten aus dem Insiderrecht vor. Vielmehr spricht der erste Erwägungsgrund der Richtlinie 2003/124 wie bereits erwähnt ausdrücklich davon, dass die „Verlässlichkeit der Informationsquelle" für die Bewertung des Informationswerts eine Rolle spielt. Dies impliziert, dass die Richtlinie keine absolute Verlässlichkeit für die Qualität als Insiderinformation voraussetzt. Damit geht einher, dass die Verlässlichkeit ein gradueller Faktor und jeweils im Einzelfall zu bestimmen ist.

46. Zudem spielen Gerüchte in der Marktpraxis eine erhebliche praktische Rolle.[23] Entsprechend geht Art. 1 Nr. 2 Buchst. c MAD davon aus, dass Gerüchte vom Markt verarbeitet werden, indem sie Träger irreführender Signale sein können, die Kurse manipulativ verfälschen können. Um die Ziele der Richtlinie zu erreichen, also das Anlegervertrauen durch informationelle Chancengleichheit sicherzustellen[24], muss in diesem Bereich die Ausnutzung von Informationsungleichgewichten untersagt werden.

47. Dies gilt umso mehr, als die Verlässlichkeit von nicht öffentlich bekannten Informationen häufig nicht gesichert ist. Mit anderen Worten könnten viele Informationen über (künftige) Ereignisse bis zum Bekanntwerden oder bis zu einer öffentlichen Klarstellung als Gerücht angesehen bzw. formuliert werden. Da unsichere Informationen somit ohnehin nicht völlig aus dem Anwendungsbereich des Insiderrechts herausfallen können, sind Abgrenzungsschwierigkeiten mit Blick auf ihre Spezifität unvermeidbar. Es ist daher nicht gerechtfertigt, Gerüchte wegen ihrer inhärenten Unsicherheiten pauschal als zu unspezifisch auszuschließen. Jedenfalls kann dadurch keine nennenswerte Rechtssicherheit geschaffen werden.[25]

b) Zum Zusammenhang zwischen Gegenstand und Veröffentlichung des Artikels

48. Darüber hinaus lässt eine fehlende Spezifität des Gegenstands eines Artikels nicht ohne Weiteres auf die fehlende Spezifität der Information über dessen Veröffentlichung schließen. Dies ließe, wie auch die AMF zu Recht betont, unberücksichtigt, dass sich der Informationswert des Inhalts einer Publikation gerade aufgrund der Tatsache verändern kann, dass es zur Veröffentlichung kommt. Das gilt namentlich im Fall von Gerüchten, deren Inhalt häufig ungenau und deren Verlässlichkeit von der Anzahl und dem Status der sie verbreitenden Personen abhängt. Ein Gerücht kann also durch Veröffentlichung an Glaubwürdigkeit und durch die textliche Verfestigung auch an Präzision gewinnen.

49. Eine andere Betrachtung wäre zudem nicht mit dem Schutzzweck des Insiderrechts vereinbar. Denn abgesehen von der potenziellen Veränderung des Gerüchts durch seine Veröffentlichung kommt der Information über die Veröffentlichung ein eigener

[22] Denn die Spezifität ist als zweites Merkmal der Präzision im Sinne von Art. 1 Nr. 1 MAD eine zwingende Voraussetzung für das Vorliegen einer Insiderinformation.

[23] Vgl. etwa Van Bommel, „Rumors", *The Journal of Finance*, Bd. 58 Nr. 4 (2003), S. 1499.

[24] Siehe dazu Urteil vom 23. Dezember 2009, Spector Photo Group und Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, Rn. 47 bis 49).

[25] Vgl. zum Ziel der rechtssicheren Bestimmbarkeit einer Insiderinformation den dritten Erwägungsgrund der Richtlinie 2003/124.

Informationsmehrwert zu. Ein Anleger erlangt nämlich durch Kenntnis des Veröffentlichungszeitpunkts eines Gerüchts einen Informationsvorsprung. Diesen kann er gegenüber anderen Anlegern ausnutzen.

50. Der Zusammenhang zwischen Veröffentlichung und Inhalt eines Artikels ist daher richtigerweise so zu begreifen, dass es für die Spezifität einer Information wie der hier in Rede stehenden auf den Inhalt des Artikels in der Form ankommt, die er durch die Veröffentlichung erlangt. Denn genau dieser Umstand – der veröffentlichte Inhalt des Artikels – wird vom Markt verarbeitet und bildet deshalb die Grundlage für die Bewertung eines Anlegers.

51. In inhaltlicher Hinsicht kommt es darauf an, dass sich aus dem veröffentlichten Gerücht konkrete wirtschaftliche Implikationen für einen Emittenten ableiten lassen. So wäre etwa ein Artikel über eine „große" Übernahme „im Automobilsektor" ohne Nennung betroffener Unternehmen als zu allgemein und daher unspezifisch anzusehen. Soweit aus dem Artikel wenigstens implizit auf betroffene Unternehmen geschlossen werden kann, lässt eine Nennung des Angebotspreises im Fall eines Übernahmegerüchts den Artikel und damit das Gerücht zwar als noch spezifischer erscheinen. Der Markt kann aber, da öffentliche Übernahmen regelmäßig mit der Zahlung von Übernahmeprämien auf den Aktienkurs einhergehen, auch ohne eine solche Nennung die Möglichkeit einer Kursauswirkung abschätzen. [26]

52. Ob sich aus dem veröffentlichten Gerücht außerdem dessen Verlässlichkeit bestimmen lässt, ist davon abhängig, ob sich aus der Veröffentlichung Kriterien zur hinreichend konkreten Bestimmung der Glaubwürdigkeit und Glaubhaftigkeit herauslesen lassen. Solche Kriterien können einerseits in der Bezugnahme auf Quellen des Gerüchts in dem Artikel bestehen. Andererseits kann in diesem Zusammenhang der Reputation des Journalisten ebenso wie der Reputation des Presseorgans eine Rolle zukommen. [27] Denn diese können durch die Publikation implizieren, dass die Information hinreichend verifiziert ist. So gehört etwa die gewissenhafte Prüfung des Wahrheitsgehalts zu veröffentlichender Informationen zu den journalistischen Berufspflichten [28], deren Missachtung insbesondere bei einer angesehenen Journalistin oder einem angesehenen Journalisten nicht anzunehmen ist. Daneben können aber auch andere Kriterien eine Rolle spielen, wie etwa das Maß an Konkretheit der Formulierungen und des Inhalts. [29] Insoweit kann wiederum die Nennung eines konkreten Angebotspreises eine Rolle spielen. Bei Prüfung der Spezifität kommt es jedoch (noch) nicht darauf an, ob die Information am Ende verlässlich genug für die Begründung eines Handelsanreizes im Sinne von Art. 1 Abs. 2 der Richtlinie 2003/124 ist; sie muss nur eine belastbare und zweckmäßige Einschätzung zulassen.

[26] Siehe dazu auch Urteil vom 22. November 2005, Grøngaard und Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, Rn. 37 und 38). In diesem Sinne auch CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market, CESR/06-562b, Rn. 1.8.

[27] Siehe zu einer empirischen Auswertung der Rolle dieser Faktoren, Ahern/Sosyura, „Rumor Has It – Sensationalism in Financial Media", *The Review of Financial Studies*, Bd. 28 Nr. 7 (2015), S. 2050 ff.

[28] Vgl. z. B. die Landespressegesetze der deutschen Bundesländer, die durchgehend eine Wahrheitspflicht vorsehen. Die Pflicht zur wahrheitsgemäßen und präzisen Berichterstattung ist auch eine Voraussetzung dafür, dass Journalistinnen und Journalisten im Rahmen von Art. 10 EMRK als schutzwürdig angesehen werden, vgl. etwa EGMR, Urteil vom 7. Februar 2012, Axel Springer AG/Deutschland (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, § 93).

[29] Siehe ebenfalls Ahern/Sosyura (Fn. 27).

2. Zum Kursausschlag ex post

53. Im Rahmen der Vorlagefrage 1 c) möchte die Cour d'appel de Paris (Berufungsgericht Paris) darüber hinaus in Erfahrung bringen, ob ein Kursausschlag nach Veröffentlichung der fraglichen Information (*ex post*) bei der Beurteilung der Frage eine Rolle spielen kann, ob es sich um eine spezifische Information handelt.

54. Das Vorliegen einer Insiderinformation muss notwendigerweise aus einer *Ex-ante* -Perspektive beurteilt werden, da Wesensmerkmal der Insiderinformation gerade ist, dass sie nicht öffentlich bekannt ist. Folglich kann ein nachträglicher Kursausschlag bei der Frage, ob eine Information präzise im Sinne von Art. 1 Abs. 1, 2. Alt. der Richtlinie 2003/124 ist, von vornherein nur mittelbar relevant werden, und zwar im Rahmen des späteren Nachweises.

55. In diesem Sinne sieht der zweite Erwägungsgrund der Richtlinie 2003/124 vor, dass ein nachträglicher Kursausschlag zur Überprüfung der Kursrelevanz (*ex ante*) genutzt werden kann (ohne dass allerdings auf dieser Grundlage eine Maßnahme gegen eine Person ergriffen werden könnte, die vernünftige Schlussfolgerungen aus den ihr vorliegenden *Ex-ante*-Informationen gezogen hat). Denn es liegt nahe, dass eine Information tatsächlich kursrelevant war, wenn es nach ihrer Veröffentlichung zu einem Kursausschlag gekommen ist.[30] Das vorlegende Gericht stellt die Frage, ob diese Überlegung auf die Spezifität übertragbar ist.

56. Diese Frage wäre jedenfalls dann zu bejahen, wenn die Spezifität einer Insiderinformation zwingende Voraussetzung für deren Kursrelevanz wäre. In diesem Fall wäre es möglich, vom nachträglichen Kursausschlag auch darauf zu schließen, dass die veröffentlichte Information spezifisch war. Für diesen Zusammenhang scheint vieles zu sprechen: Denn eine Information ist gemäß der Definition in Art. 1 Abs. 2 der Richtlinie 2003/124 dann kursrelevant, wenn ein verständiger, d. h. ein informierter, Anleger auf Grundlage dieser Information handeln würde. Dies setzt zumindest auf den ersten Blick voraus, dass der Gegenstand dieser Information ihre Bewertung als für diese Anlageentscheidung relevant überhaupt erst ermöglicht hat. Dies bedeutet aber gerade, dass sie spezifisch genug war, um einen Schluss auf die möglichen Auswirkungen auf die Kurse von Finanzinstrumenten zuzulassen.

57. Das vorlegende Gericht und der Kläger im Ausgangsverfahren gehen hingegen augenscheinlich davon aus, dass es kursrelevante, aber dennoch unspezifische Informationen geben könne. Träfe dies zu, wäre aber eine solche Information mangels Vorliegens der ersten Tatbestandsvoraussetzung des Art. 1 Nr. 1 MAD keine Insiderinformation. Folglich führte diese Ansicht dazu, bestimmte kursrelevante Informationen, die aufgrund dieser Kursrelevanz einen Sondervorteil für den Informationsinhaber vermitteln, vom Verbot der Insidergeschäfte auszunehmen. Dieser Vorteil dürfte also sanktionslos ausgenutzt werden, was geeignet wäre, das Vertrauen der Anleger in das Informationsgleichgewicht zu untergraben.[31] Ein sachlicher Grund hierfür ist nicht erkennbar.[32]

[30] Insofern ist daran zu erinnern, dass der Maßstab der Kursrelevanzprüfung der verständige Anleger ist (siehe bereits Nr. 41 dieser Schlussanträge); mit anderen Worten kann ein Kursausschlag auch bei einer nicht im Sinne von Art. 1 Abs. 2 der Richtlinie 2003/124 kursrelevanten Information vorkommen, namentlich wenn er auf eine unvorhersehbare Marktreaktion zurückzuführen ist.

[31] Vgl. Urteil vom 23. Dezember 2009, Spector Photo Group und Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, Rn. 52).

[32] Im Urteil vom 28. Juni 2012, Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, Rn. 48), hat der Gerichtshof insoweit auf die Rechtssicherheit für den Emittenten abgestellt, die jedoch bei ihn betreffenden Gerüchten keine Rolle spielen dürfte, da ein Emittent ohnehin nicht zur Veröffentlichung von ihn betreffenden Gerüchten verpflichtet ist.

58. Für die Zwecke der Beantwortung der Vorlagefrage 1 c) muss jedoch nicht abschließend geklärt werden, ob es unspezifische kursrelevante Informationen geben kann. Denn selbst wenn man dies annehmen wollte, gilt doch jedenfalls in der Regel, dass ein verständiger Anleger seine Anlageentscheidungen auf Informationen stützt, denen ein gewisses Maß an Konkretisierung zukommt. Mit anderen Worten wird eine kursrelevante Information zumindest in den allermeisten Fällen auch spezifisch sein. Dieser Umstand reicht meines Erachtens aus, um den im zweiten Erwägungsgrund der Richtlinie 2003/124 enthaltenen Gedanken, wonach ein nachträglicher Kursausschlag die Kursrelevanz der Information allenfalls *indiziert*, auf die Spezifität auszuweiten. Denn diese Nachweis- oder Überprüfungswirkung befreit ohnehin nicht davon, den konkreten Sachverhalt tatsächlich festzustellen und jedenfalls im Sanktionskontext zu prüfen, ob der Charakter als Insiderinformation bereits aus den *ex ante* vorliegenden Umständen folgte.

3. Zwischenergebnis

59. Die Antwort auf die erste Vorlagefrage ist daher: Die vom Autor eines Presseartikels stammende Information über die bevorstehende Veröffentlichung dieses Artikels, der ein Marktgerücht betreffend eine Unternehmensübernahme zum Gegenstand hat, erfüllt die Präzisionsanforderung des Art. 1 Nr. 1 MAD in Verbindung mit Art. 1 Abs. 1, 2. Alt. der Richtlinie 2003/124, wenn der Gegenstand des Artikels in seiner veröffentlichten Form so spezifisch ist, dass daraus ein Schluss auf die möglichen Auswirkungen auf die Kurse eines oder mehrerer Finanzinstrumente gezogen werden kann. Dies ist der Fall, wenn sich aus der Veröffentlichung des Artikels Anhaltspunkte ergeben, anhand derer die Verlässlichkeit der darin enthaltenen Informationen beurteilt werden kann und daraus wirtschaftliche Implikationen für einen Emittenten abgeleitet werden können. Von Bedeutung können die Bekanntheit und der Ruf der Journalistin oder des Journalisten sein, die oder der den Artikel unterzeichnet hat, das Ansehen des Presseorgans, welches ihn veröffentlicht, und der Umstand, dass der Artikel einen bestimmten Preis für das betreffende Übernahmeangebot nennt. Ein eventueller Kursausschlag nach Veröffentlichung der betreffenden Information kann im Sinne des zweiten Erwägungsgrundes der Richtlinie 2003/124 zur Überprüfung der Annahme genutzt werden, dass die *Ex-ante*-Information spezifisch im Sinne von Art. 1 Abs. 1, 2. Alt. dieser Richtlinie war.

B. Zur zweiten bis vierten Vorlagefrage

60. Sollte das vorlegende Gericht unter Anwendung der vorgenannten Maßstäbe zu dem Ergebnis kommen, dass die Information über die bevorstehende Veröffentlichung der streitgegenständlichen Artikel als Insiderinformation zu werten ist, so stellt sich als Nächstes die Frage, ob deren Offenlegung, also die Mitteilung an die betreffenden Personen, auch unrechtmäßig und damit sanktionswürdig war.

61. Art. 3 Buchst. a der MAD, die zum Zeitpunkt des streitgegenständlichen Geschehens geltende Vorschrift, steht nicht jeder Offenlegung von Insiderinformationen entgegen. Vielmehr ist deren Weitergabe danach nur untersagt, soweit sie „nicht im normalen Rahmen der Ausübung [einer] Arbeit oder [eines] Berufes oder der Erfüllung [von] Aufgaben“ geschieht. Dieser Vorschrift liegt die Einsicht zugrunde, dass ein kategorisches Offenlegungsverbot zu einer Paralyse wichtiger anderer Prozesse führen würde. Praktisch ist es nämlich unvorstellbar, dass Unternehmenstätigkeit ohne Verarbeitung und Weitergabe von Insiderinformationen gegenüber

einem beschränkten Personenkreis im Inneren des Unternehmens (z. B. an zuständige Abteilungen) oder auch nach außen (z. B. an Rechtsanwältinnen und Wirtschaftsprüfer) möglich ist.

62. Der Gerichtshof hat allerdings präzisiert, dass diese Ausnahme vom Verbot der Offenlegung eng ausgelegt werden muss und nur dann greift, wenn die Weitergabe für die beruflichen Zwecke unerlässlich ist und den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit beachtet. [33]

63. Eine zu Art. 3 Buchst. a der MAD beinahe wortlautidentische Bestimmung findet sich heute in Art. 10 Abs. 1 MAR (in Verbindung mit Art. 14 Buchst. c MAR). Außerdem sieht unter der aktuell geltenden Rechtslage Art. 21 MAR vor, dass für den Bereich journalistischer Zwecke bei Anwendung des genannten Art. 10 MAR die Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in anderen Medien sowie die journalistischen Berufs- und Standesregeln zu berücksichtigen sind.

64. Die Cour d'appel de Paris (Berufungsgericht Paris) fragt nun mit ihrer zweiten bis vierten Vorlagefrage danach, wie die Mitteilung über die bevorstehende Veröffentlichung der Artikel im Licht der genannten Bestimmungen der MAR zu bewerten ist, mit anderen Worten, ob danach die Voraussetzungen für eine Ausnahme vom Verbot der Offenlegung erfüllt sind.

65. Folglich ist zu klären, welches rechtliche Regime die MAR für den Umgang mit Insiderinformationen im journalistischen Kontext vorsieht. Damit ist letztlich zu ermitteln, wie die Presse- und Meinungsfreiheit in den Medien mit dem Schutz der Marktintegrität, welcher vom Gerichtshof durch die tendenziell strenge Handhabung des Offenlegungsverbots im Kontext der Berufsausübung besonders betont wird, in einen angemessenen Ausgleich gebracht werden kann. Daher sind die zweite bis vierte Vorlagefrage gemeinsam zu beantworten (dazu unter 2.).

66. Vorab ist jedoch auf die Zulässigkeit der Vorlagefragen einzugehen, da die MAR – wie das vorlegende Gericht selbst festgestellt hat – zum Zeitpunkt des im Ausgangsverfahren gegenständlichen Geschehens noch nicht in Kraft getreten war, sondern noch die Vorschriften der MAD galten (dazu sogleich unter 1.).

1. Zur Anwendbarkeit der MAR im Ausgangsverfahren (Zulässigkeit der zweiten bis vierten Vorlagefrage)

67. Das vorlegende Gericht ist der Ansicht, dass Art. 21 MAR gegenüber dem zeitlich eigentlich anwendbaren Art. 3 Buchst. a MAD eine für Journalistinnen und Journalisten günstigere Vorschrift darstellt, welche im vorliegenden Kontext einer Sanktion nach dem *Lex-mitior* -Grundsatz [34] auch auf vor ihrem Inkrafttreten abgeschlossene Handlungen anzuwenden sei. Folglich seien die Fragen betreffend Art. 21 MAR im Ausgangsverfahren entscheidungserheblich.

68. Ob Art. 21 MAR tatsächlich eine mildere Regelung enthält, lässt sich vor dem Hintergrund, dass auch unter Geltung von Art. 3 Buchst. a MAD bei dessen Auslegung und Anwendung bereits die Grundrechte, insbesondere Art. 11 der Charta und Art. 10 EMRK, zu berücksichtigen

[33] Urteil vom 22. November 2005, Grøngaard und Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, Rn. 34).

[34] Vgl. Art. 49 Abs. 1 S. 3 der Charta. Der Verstoß gegen das Offenlegungsverbot hat nach der Darstellung des vorlegenden Gerichts im französischen Recht strafrechtlichen Charakter. Der Gerichtshof hat überdies bereits entschieden, dass auch die verwaltungsrechtlichen Sanktionen im Marktmissbrauchsrecht strafrechtlicher Natur sein können und daher u. a. eine Anwendung von Art. 48 der Charta rechtfertigen, vgl. Urteil vom 2. Februar 2021, Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, Rn. 42 und 43).

waren [35], nicht ohne Weiteres feststellen. Vielmehr hängt diese Beurteilung letztlich davon ab, wie Art. 21 MAR im Einzelnen auszulegen ist. Da dies aber gerade Gegenstand der Vorlagefragen ist, entspricht es den Erfordernissen einer geordneten Rechtspflege, diese in der Sache zu prüfen. [36]

69. Dies gilt auch mit Blick auf Art. 10 Abs. 1 MAR, nach dessen Auslegung in der dritten und der vierten Vorlagefrage ausdrücklich gefragt wird. Zwar enthält insoweit Art. 3 Buchst. a MAD eine – jedenfalls dem Wortlaut nach – vergleichbare Bestimmung, so dass eine Anwendung des *Lex-mitior*-Grundsatzes hier auf den ersten Blick ausgeschlossen erscheint. Allerdings nimmt Art. 21 MAR explizit auf Art. 10 Bezug, wobei die Vorschriften Teil eines einheitlichen Regelwerks bilden. Es ist daher erforderlich, beide Bestimmungen in ihrem gegenseitigen Verhältnis zu untersuchen, um eine adäquate Auslegung zu gewährleisten.

70. Folglich ist eine Prüfung der zweiten bis vierten Vorlagefrage in der Sache zulässig.

2. Zu den Ausnahmen vom Verbot der Offenlegung von Insiderinformationen für die Tätigkeit von Journalisten

71. Die zweite bis vierte Vorlagefrage betrifft einerseits die Anwendbarkeit von Art. 21 MAR im Ausgangsverfahren. Das vorlegende Gericht möchte wissen, ob die Mitteilung über die bevorstehende Veröffentlichung eines Artikels als Offenlegung einer Insiderinformation „zu journalistischen Zwecken" angesehen werden kann. Andererseits fragt es nach dem Verhältnis von Art. 21 zu Art. 10 Abs. 1 MAR.

72. Dieser Fragestellung liegt zugrunde, dass der Kläger im Ausgangsverfahren die Ansicht vertritt, Art. 21 MAR sei eine abschließende Sonderregelung für die journalistische Tätigkeit. Für diese gälten daher die allgemeinen Anforderungen für die Rechtmäßigkeit der Offenlegung einer Insiderinformation im Berufskontext nach Art. 10 MAR nicht. Folglich sei auch das vom Gerichtshof aufgestellte Erfordernis der Unerlässlichkeit und Verhältnismäßigkeit der Weitergabe der Insiderinformation [37] bei journalistischen Tätigkeiten nicht zu prüfen.

a) Zum Begriff der Offenlegung einer Insiderinformation „zu journalistischen Zwecken"

1) Zur Auslegung des Begriffs

73. Vor diesem Hintergrund haben insbesondere die AMF und die französische Regierung im vorliegenden Verfahren eine besonders enge Auslegung des Begriffs der „journalistischen Zwecke" vertreten. Danach soll dieser nur die Veröffentlichung einer Information selbst und unmittelbar damit zusammenhängende Handlungen erfassen. Die Mitteilung über die bevorstehende Veröffentlichung eines Artikels wäre demnach nicht von diesem Begriff erfasst, da sie selbst lediglich einem kleinen Personenkreis gegenüber preisgegeben und daher weder veröffentlicht wird noch unmittelbar der Veröffentlichung des betreffenden Artikels dient.

[35] Vgl. auch 44. Erwägungsgrund der MAD.

[36] Vgl. in diesem Sinne Urteile vom 26. Februar 2002, Rat/Boehringer (C-23/00 P, EU:C:2002:118, Rn. 52), und vom 5. November 2019, EZB u. a./Trasta Komercbanka u. a. (C-663/17 P, C-665/17 P und C-669/17 P, EU:C:2019:923, Rn. 46).

[37] Siehe dazu Nr. 62 der vorliegenden Schlussanträge.

74. Mit Blick auf den Sinn und Zweck von Art. 21 MAR erweist sich allerdings eine derartige Auslegung des Begriffs der „journalistischen Zwecke“ als kaum vertretbar. Sie würde nämlich, konsequent zu Ende gedacht, einen wesentlichen Teil der journalistischen Tätigkeit im Vorfeld der eigentlichen Veröffentlichung, namentlich die Recherchetätigkeit, im insiderrechtlichen Kontext von vornherein aus dem Schutzbereich der Presse- und Meinungsfreiheit ausklammern. Der Anwendungsbereich von Art. 21 MAR muss aber mit dem Schutzbereich der Presse- und Meinungsfreiheit in den Medien übereinstimmen.[38] Dies entspricht der Zielsetzung der Verordnung, wie der 77. Erwägungsgrund der MAR zeigt. Danach soll jede Bezugnahme auf diese Grundrechte im Text der Verordnung sicherstellen, dass sie so berücksichtigt werden, wie sie in der Charta und der EMRK anerkannt sind.

75. Dies gilt zumal vor dem Hintergrund, dass andernfalls Art. 21 MAR nur ein relativ geringer Anwendungsbereich bliebe. Denn jedenfalls soweit die Veröffentlichung einer Information in einem weit verbreiteten Presseorgan stattfindet, ist diese bereits ganz unabhängig von der Anwendung von Art. 21 MAR erlaubt. Durch eine solche Veröffentlichung wird nämlich die Voraussetzung des nicht öffentlichen Bekanntseins einer Information und damit ihr Charakter als Insiderinformation beseitigt.[39]

76. Der Europäische Gerichtshof für Menschenrechte (im Folgenden: EGMR) betont mit Blick auf Art. 10 EMRK[40] zwar die Funktion des Journalismus, Informationen und Ideen zu allen Angelegenheiten von öffentlichem Interesse zu verbreiten.[41] Daraus kann jedoch nicht geschlossen werden, dass sachlich auch nur die eigentliche Veröffentlichung von Informationen und damit eng zusammenhängende Tätigkeiten von der Pressefreiheit geschützt sind. Vielmehr bezieht der EGMR ausdrücklich Tätigkeiten in den Schutzbereich mit ein, welche – wie Recherchen und Ermittlungen – lediglich vorbereitenden Charakter für eine spätere Verbreitung oder Veröffentlichung haben. Diesen Tätigkeiten wird sogar ein besonderes Schutzbedürfnis zugesprochen.[42] Vor diesem Hintergrund ist die in der Vorlagefrage 2 b) angesprochene Verifizierung eines Sachverhalts bei einer Quelle[43] vor ihrer Veröffentlichung unproblematisch vom Schutzbereich der Presse- und Meinungsfreiheit in den Medien und mithin vom Anwendungsbereich des Art. 21 MAR umfasst. Dies gilt auch, wenn der Kläger im Ausgangsverfahren im Rahmen einer solchen Verifizierung zu erkennen gegeben hätte, dass er unmittelbar vor der Veröffentlichung eines Artikels über diesen Sachverhalt steht.

[38] Wollte man hingegen die genannten Grundrechte im Fall einer restriktiven Auslegung jedenfalls im Rahmen der Prüfung der normalen Berufsausübung eines Journalisten im Sinne von Art. 10 Abs. 1 MAR einfließen lassen, so hätte Art. 21 MAR bzw. dessen restriktive Auslegung wiederum überhaupt keine praktische Relevanz.

[39] Vgl. in diesem Sinne Urteil vom 10. Mai 2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, Rn. 39), wonach einem Insider gegenüber mangels eines informationellen Ungleichgewichts kein Insiderhandel begangen werden kann. Etwas anderes kann gelten, wenn die Information in einem Presseerzeugnis mit sehr geringer Reichweite veröffentlicht wird.

[40] Die Gewährleistungen des Art. 10 EMRK entsprechen im Sinne von Art. 52 Abs. 3 der Charta mit Blick auf die Meinungs- und Pressefreiheit denen des Art. 11 der Charta, vgl. die Erläuterungen zur Charta (ABl. 2007, C 303, S. 21, 33) sowie Urteile vom 4. Mai 2016, Philip Morris Brands u. a. (C-547/14, EU:C:2016:325, Rn. 147), und vom 14. Februar 2019, Buivids (C-345/17, EU:C:2019:122, Rn. 65). Bei der Orientierung an den Gewährleistungen der entsprechenden Rechte der EMRK ist ausweislich der Erläuterungen zu Art. 52 Abs. 3 der Charta (ABl. 2007, C 303, S. 33) nicht nur deren Wortlaut, sondern auch die Rechtsprechung des EGMR zu berücksichtigen, vgl. Urteil vom 30. Juni 2016, Toma und Biroul Executorului Judecătoresc Horațiu-Vasile Cruduleci (C-205/15, EU:C:2016:499, Rn. 41).

[41] Vgl. EGMR, Urteile vom 7. Februar 2012, Axel Springer/Deutschland (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, § 79), und vom 8. November 2016, Magyar Helsinki Bizottság/Ungarn (CE:ECHR:2016:1108JUD001803011, § 168); vgl. auch Urteil vom 16. Dezember 2008, Satakunnan Markkinapörssi und Satamedia (C-73/07, EU:C:2008:727, Rn. 61).

[42] EGMR, Urteil vom 25. April 2006, Dammann/Schweiz (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 52).

[43] Zum Quellenschutz vgl. nur Urteile vom 27. März 1996, Goodwin/Vereinigtes Königreich (CE:ECHR:1996:0327JUD00174889), und vom 5. Oktober 2017, Becker/Norwegen (CE:ECHR:2017:1005JUD002127212).

77. Nach Darstellung der AMF dienten die Gespräche zwischen dem Kläger im Ausgangsverfahren und den späteren Käufern aber nicht der Verifizierung einer Information, sondern beschränkten sich auf die bloße Mitteilung, dass die Veröffentlichung eines Artikels über das betreffende Gerücht bevorstünde.

78. Auch eine solche Handlung kann jedoch vom Schutzbereich der Pressefreiheit umfasst sein. Der EGMR verlangt insofern nicht, dass die betreffende Handlung unmittelbar einer bestimmten Publikation zugutekommt. So wurde im Fall eines Journalisten, der regelmäßig über Kriminalfälle berichtet, die Abfrage von vertraulichen Informationen bei einer Mitarbeiterin der Staatsanwaltschaft, mit dem Ziel, generell über Ermittlungen informiert zu bleiben, ohne an einer bestimmten Veröffentlichung oder Recherche zu arbeiten, ohne Weiteres als vom Schutzbereich der Pressefreiheit umfasst angesehen. [44]

79. Für die Eröffnung des Schutzbereichs der Pressefreiheit und damit für die Anwendbarkeit von Art. 21 MAR kommt es mithin lediglich darauf an, dass eine Handlung oder Tätigkeit in journalistischer – und nicht in privater – Eigenschaft [45] vorgenommen wird. Dafür ist erforderlich, dass sie sowohl objektiv als auch von der Intention her in Verbindung mit der journalistischen Tätigkeit der betroffenen Person steht. Eine solche journalistische Tätigkeit muss allgemein darauf gerichtet sein, Informationen an die Öffentlichkeit weiterzugeben. Die fragliche Handlung selbst muss aber nicht in einer Information der Öffentlichkeit bestehen.

80. Folglich wäre in der Mitteilung über die bevorstehende Veröffentlichung des Artikels bereits dann eine Offenlegung zu „journalistischen Zwecken“ im Sinne von Art. 21 MAR zu sehen, wenn das vorlegende Gericht zu dem Ergebnis käme, dass die Recherchetätigkeit eines Finanzjournalisten in der Praxis durch Kontakte mit Finanzanalysten geprägt ist, in deren Rahmen auch Informationen über bevorstehende Artikel und deren Veröffentlichung ausgetauscht werden.

81. Eine andere Beurteilung wäre allerdings geboten, wenn sich die fraglichen Kontakte nicht im Rahmen der Informationsbeschaffung für (künftige) Artikel bewegt, sondern ganz unabhängig davon das Ziel verfolgt hätten, einen Informationsvorsprung zu schaffen bzw. einen solchen auszunutzen. Die für diese Beurteilung erforderlichen tatsächlichen Feststellungen muss das vorlegende Gericht treffen. [46]

82. Eine von der Frage der Anwendbarkeit von Art. 21 MAR zu trennende Frage ist wiederum, ob eine derartige journalistische Praxis im Ergebnis eine rechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen darstellt. Denn anders als vom Kläger im Ausgangsverfahren behauptet, führt der Umstand, dass die Tatbestandsvoraussetzungen von Art. 21 MAR erfüllt sind, noch nicht zu einer Ausnahme vom Offenlegungsverbot. Dieser Aspekt ist Gegenstand der dritten Vorlagefrage.

83. Insofern ergibt sich bereits aus dem Wortlaut von Art. 21 MAR, dass „bei der Beurteilung [der] Offenlegung nach Art. 10 … die Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in anderen Medien sowie der journalistischen Berufs- und Standesregeln zu berücksichtigen“ sind. Damit geht die Vorschrift offenbar davon aus, dass auch bei der Offenlegung von Insiderinformationen zu journalistischen Zwecken Art. 10 Abs. 1 MAR die

[44] EGMR, Urteil vom 25. April 2006, Dammann/Schweiz (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 28).

[45] Als „Folge des Handelns als Journalist“, vgl. EGMR, Urteile vom 20. Oktober 2015, Pentikäinen/Finnland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 35), und vom 5. Januar 2016, Erdtmann/Deutschland (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, § 16).

[46] Siehe dazu näher sogleich Nrn. 85 ff. der vorliegenden Schlussanträge.

maßgebliche Vorschrift zur Beurteilung der Rechtmäßigkeit dieser Offenlegung bleibt. Nur in deren Rahmen kann eine Berücksichtigung der betreffenden Grundrechte, ebenso wie der berufsständischen Regeln, überhaupt stattfinden. Dementsprechend sieht Art. 21 MAR keine eigenständige Rechtsfolge vor und kann bereits aus diesem Grund keine eigenständige Ausnahme zum Offenlegungsverbot darstellen.

84. Daraus folgt, dass die Rechtmäßigkeit oder Unrechtmäßigkeit der Offenlegung zu journalistischen Zwecken in einem zweiten Schritt der Beurteilung unterliegt, ob sie im Zuge der normalen Ausübung des Berufs des Journalisten im Sinne von Art. 10 Abs. 1 MAR vorgenommen wurde.[47] Dies rechtfertigt es wiederum, den Anwendungsbereich von Art. 21 MAR mit dem Schutzbereich der Presse- und Meinungsfreiheit in den Medien gleichzusetzen und eine Offenlegung von Insiderinformationen folglich „zu journalistischen Zwecken" immer dann anzunehmen, wenn sie in journalistischer Eigenschaft geschieht.[48]

2) Zum Nachweis des Vorliegens journalistischer Zwecke im Einzelfall

85. Aus den vorstehenden Erwägungen[49] wird bereits deutlich, dass die Prüfung und der Nachweis des (Nicht-)Vorliegens journalistischer Zwecke in tatsächlicher Hinsicht Schwierigkeiten bereiten können.

86. Der Nachweis eines Verstoßes gegen das Offenlegungsverbot obliegt nach den allgemeinen Regeln den zuständigen staatlichen Stellen; sie müssen also auch nachweisen, dass die Offenlegung nicht zu journalistischen Zwecken erfolgt ist. Zu diesem Zweck müssen sie die objektiven Umstände der Tat nachweisen, anhand derer ein mit der Sache befasstes Gericht ermitteln muss, ob sich aus diesen ein Zusammenhang mit der journalistischen Tätigkeit der oder des Betroffenen ergibt oder sich hierfür zumindest konkrete Anhaltspunkte finden lassen.

87. Hierbei liegt es auf der Hand, dass ein Gericht das Vorliegen journalistischer Zwecke leichter annehmen können wird, wenn die betroffene Journalistin oder der Journalist Erklärungen dafür liefert, wie sich die vorgeworfene Handlung in ihre journalistische Tätigkeit einfügt. Dies darf jedoch nicht dazu führen, dass der Nachweis des Vorliegens journalistischer Zwecke im Ergebnis der betroffenen Person aufgebürdet wird. Vielmehr steht jeder betroffenen Person auch im Rahmen eines Verfahrens über eine Verwaltungssanktion ein Schweigerecht zu[50], dessen Ausübung ihr nicht zum Nachteil gereichen darf. Ebenso gilt die Unschuldsvermutung (Art. 4 Abs. 1 der Charta) auch im Bereich der Verfolgung von Insiderdelikten.[51] Es kann folglich von einer Journalistin oder einem Journalisten nicht verlangt werden, etwas zu den Zwecken der Offenlegung der betreffenden Information darzulegen. Dies entspricht schließlich den Bedürfnissen des journalistischen Quellenschutzes.

88. Im Zweifel wird daher bei professionellen Journalistinnen und Journalisten eine Offenlegung „zu journalistischen Zwecken" im Sinne von Art. 21 MAR nur dann ausgeschlossen werden können, wenn entweder die objektiven Umstände der Tat in keinerlei innerem Zusammenhang

47 Dazu sogleich Nrn. 89 ff. der vorliegenden Schlussanträge.

48 Vgl. dazu Nr. 79 der vorliegenden Schlussanträge.

49 Vgl. insbesondere Nr. 80 der vorliegenden Schlussanträge.

50 Vgl. Urteil vom 2. Februar 2021, Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, Rn. 42).

51 Vgl. elfter Erwägungsgrund der Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie).

zu ihrer beruflichen Tätigkeit stehen. Alternativ müsste der Nachweis gelingen – unter Anwendung der im nationalen Recht insoweit vorgesehenen Methoden –, dass die Offenlegung subjektiv zu berufsfremden bzw. persönlichen Zwecken geschah.

b) Zur Prüfung der „normalen Ausübung … [des] Berufs" des Journalisten im Sinne von Art. 21 in Verbindung mit Art. 10 Abs. 1 MAR

89. Nach Art. 10 Abs. 1 MAR ist die Offenlegung einer Insiderinformation nicht unrechtmäßig, wenn sie „im Zuge der normalen Ausübung … [des] Berufs" geschieht. Hierbei stellt sich die Frage, ob davon im Anwendungsbereich von Art. 21 MAR nur eine Offenlegung erfasst wird, die für die Ausübung des Berufs des Journalisten im Sinne des Urteils Grøngaard und Bang unerlässlich ist und den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit wahrt. [52]

90. Die ursprünglich zu Art. 3 Buchst. a der Richtlinie 89/592 [53] ergangene Grøngaard-und-Bang-Rechtsprechung ist auf Art. 10 Abs. 1 MAR ohne Weiteres übertragbar. Denn die Vorschriften sind weitgehend wortlautgleich, und die Erwägungen, die den Gerichtshof zu dieser Auslegung des Kriteriums der „normalen Berufsausübung" veranlasst haben, sind nach wie vor einschlägig. Insbesondere wird die Offenlegung von Insiderinformationen weiterhin als schwerwiegende Gefahr für das Funktionieren der Kapitalmärkte und das Vertrauen der Anleger in diese begriffen [54], weshalb Ausnahmen vom Offenlegungsverbot begrenzt bleiben müssen. Die Bedeutung, die der Gesetzgeber dem Schutz der Marktintegrität beimisst, wird sogar dadurch verstärkt, dass das Regelungsgefüge durch die MAR die Form einer Verordnung erhalten hat. [55]

91. Allerdings stellt sich das vorlegende Gericht die Frage, ob diese Rechtsprechung auch im Rahmen von Art. 21 MAR (in Verbindung mit Art. 10 Abs. 1 MAR) gilt. Da nämlich die hauptsächliche Funktion der Presse gerade darin besteht, Ideen und Informationen zu Themen von öffentlichem Interesse zu verbreiten [56], wird die Ausübung des Journalistenberufs durch eine strenge Handhabung des Offenlegungsverbots in besonderer Weise beschränkt.

92. Daraus folgt aber – anders als es das vorlegende Gericht im Rahmen der vierten Vorlagefrage in Erwägung zieht – nicht, dass die vom Gerichtshof aufgestellten strengen Voraussetzungen an eine Ausnahme vom Offenlegungsverbot im journalistischen Kontext von vornherein nicht gelten. Vielmehr zeigt Art. 21 MAR nur, dass diese Rechtsprechung in einer Art und Weise angewandt werden muss, die zu keiner Verletzung der Presse- und Meinungsfreiheit in den Medien führt.

93. Hierbei muss im Bereich des Finanzjournalismus danach unterschieden werden, ob sich die journalistische Tätigkeit ausschließlich innerhalb des Interessenkreises des Anlegerpublikums bewegt oder darüber hinaus Themen von allgemeinem politischen oder gesellschaftlichem Interesse berührt. Denn nach der Rechtsprechung des EGMR besteht im Rahmen von

[52] Siehe dazu bereits Nr. 62 der vorliegenden Schlussanträge.

[53] Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider- Geschäfte (ABl. 1989, L 334, S. 30).

[54] So die Argumentation im Urteil vom 22. November 2005, Grøngaard und Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, Rn. 33). Vgl. dazu Erwägungsgründe 2 und 5 der Richtlinie 89/592 einerseits und Erwägungsgründe 1, 2 und 23 der MAR andererseits.

[55] In diesem Sinne auch vierter Erwägungsgrund der MAR. Außerdem wird dies dadurch bekräftigt, dass die Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie) (ABl. 2014, L 173, S. 179), insbesondere deren Art. 4, für bestimmte Fälle von Insiderdelikten strafrechtliche Sanktionen im mitgliedstaatlichen Recht fordert.

[56] Vgl. dazu bereits Nr. 76 und Fn. 41 der vorliegenden Schlussanträge.

gesellschaftlich oder politisch relevanten Debatten wenig Spielraum, die Pressefreiheit zu beschränken [57], während Meldungen mit begrenztem öffentlichem Interesse nicht das gleiche Gewicht beizumessen ist. [58]

94. Nach diesen Maßstäben besteht an der Aufdeckung von Unternehmensfehlverhalten, welches häufig mit einer öffentlichen Diskussion betreffend die Wirtschaftsregulierung oder etwaige Versäumnisse staatlicher Stellen einhergeht, ein hoher Aufklärungsbedarf und damit ein gesteigertes öffentliches Interesse. [59] Dies gilt insbesondere auch deshalb, weil Unternehmen eher geneigt sind, für sie negative Informationen nicht zu veröffentlichen, auch wenn dies gegebenenfalls gegen die aus Art. 17 Abs. 1 MAR folgende Verpflichtung zur *Ad-hoc*-Publizität verstößt. Die Presse fungiert damit als „öffentlicher Wachhund". [60] Um diese Funktion effektiv wahrnehmen zu können, muss es ihr aber in einem tendenziell großzügigen Rahmen gestattet sein, auch Insiderinformation zu verarbeiten und wenn nötig offenzulegen.

95. Demgegenüber können Beschränkungen der Offenlegung von Insiderinformationen bei ausschließlich den Anlegerkreis interessierenden Meldungen eher zu rechtfertigen sein. Diese Meldungen bedienen lediglich das generelle Informationsinteresse des Marktes, welches zwar mit Blick auf die Ziele der Informationseffizienz und Transparenz im Kapitalmarktrecht als ein eigenständiges öffentliches Interesse anzusehen ist. [61] Allerdings wird dieses Interesse bereits durch die kapitalmarktrechtlichen Publizitätsmechanismen verfolgt. [62] Bei Unternehmensübernahmen wie im vorliegenden Fall ist etwa neben der bereits genannten *Ad-hoc*-Veröffentlichung auch eine Veröffentlichung des Übernahmeangebots durch den Bieter nach der Richtlinie 2004/25 vorgesehen. [63]

96. Für die Anwendung von Art. 21 in Verbindung mit Art. 10 Abs. 1 MAR und die Prüfung des Kriteriums der Unerlässlichkeit der Offenlegung bedeutet dies Folgendes: Nach der Rechtsprechung des EGMR ist auch bei Bestehen eines großen öffentlichen Interesses an der Berichterstattung jedenfalls zu prüfen, ob offensichtlich alternative Wege bestanden hätten, um die journalistischen Ziele zu erreichen. [64]

97. In einem Fall wie dem vorliegenden kann darüber hinaus unter Anwendung eines strengeren Prüfungsmaßstabs auch überprüft werden, ob die Information schon ausreichend verifiziert war, was im Grundsatz der Einschätzung der Journalistin oder des Journalisten obliegt. Jedenfalls kann

[57] EGMR, Urteile vom 7. Juni 2007, Dupuis u. a./Frankreich (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, § 40), vom 10 Dezember 2007, Stoll/Schweiz (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, §§ 117 ff.), und vom 29. März 2016, Bédat/Schweiz (CE:ECHR:2016:0329JUD005692508, § 49).

[58] Vgl. in diesem Sinne EGMR, Urteil vom 23. Juni 2016, Brambilla/Italien, (CE:ECHR:2016:0623JUD002256709, § 59).

[59] Als prominentes Beispiel ist der Artikel „Is Enron Overpriced?" von Bethany McLean (*Fortune* vom 5. März 2001) zu nennen, der mit zur Aufdeckung eines der größten Unternehmensskandale in den USA führte. Ein weiteres Beispiel sind die Recherchen von Renate Daum, welche in Deutschland den Bilanzskandal im Fall ComRoad aufdeckte („Außer Kontrolle. Wie ComRoad & Co. durch das Finanzsystem in Deutschland schlüpfen", 2003). Auch haben Journalisten der *Financial Times* bereits 2015 Zweifel bezüglich der Integrität der Finanzberichterstattung der Wirecard AG geäußert (Dan McCrum, „The House of Wirecard", *Financial Times* vom 27. April 2015).

[60] In diesem Sinne zuletzt EGMR, Urteil vom 20. Mai 2021, Amaghlobeli u. a./Georgien (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, § 36).

[61] Siehe dazu bereits Nr. 1 der vorliegenden Schlussanträge.

[62] Die Presse kann allerdings auch in diesem Bereich eine wichtigere Funktion erlangen, wenn diese Mechanismen bezüglich bestimmter Informationen zu versagen drohen, siehe dazu bereits Nr. 94 der vorliegenden Schlussanträge.

[63] Vgl. Art. 6 der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (ABl. 2004, L 142, S. 12).

[64] So prüft der EGMR etwa, ob die gewünschten Informationen auch auf legalem Wege hätten erlangt werden können, vgl. etwa EGMR, Urteile vom 20. Mai 2021, Amaghlobeli u. a./Georgien (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, § 39), und vom 25. April 2006, Dammann/Schweiz (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, §§ 53 und 56). Vgl. auch Urteil vom 20. Oktober 2015, Pentikäinen/Finnland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 101), in dessen Rahmen der EGMR untersucht hat, ob der Beschwerdeführer seine Berichterstattung genauso gut hätte fortführen können, wenn er der Anordnung der Polizei Folge geleistet hätte.

untersucht werden, ob die Verifizierung auch ohne die Erwähnung der bevorstehenden Veröffentlichung des Artikels möglich gewesen wäre. Sollte das vorlegende Gericht feststellen, dass die Mitteilung über die Veröffentlichung des Artikels nicht im Zusammenhang mit der Verifizierung geschah [65], wäre zu prüfen, ob die Offenlegung für die Erfüllung der journalistischen Aufgaben anderweitig tatsächlich erforderlich war, insbesondere, ob nur so der Informationsfluss für künftige Artikel sichergestellt werden konnte.

98. Vor diesem Hintergrund scheint es vorliegend nicht ausgeschlossen, dass das vorlegende Gericht zu dem Ergebnis kommt, dass die Mitteilung über die bevorstehende Veröffentlichung nicht unerlässlich war.

99. Andernfalls wäre sodann bei der Abwägung von Pressefreiheit und Marktintegrität im Rahmen der Verhältnismäßigkeitsprüfung im eigentlichen Sinne auf der einen Seite zu berücksichtigen, dass es infolge der Offenlegung einer Insiderinformation zu Insidergeschäften gekommen ist. [66]

100. Denn dadurch entstehen zunächst reale finanzielle Schäden. Soweit nämlich den vertrauenden Anlegern die betreffenden Informationen unbekannt sind, verkaufen sie – je nach Inhalt der Information – ihre Wertpapiere unter Wert oder kaufen sie darüber. Vor allem besonders aufmerksame Anleger werden geschädigt, weil sie besonders schnell auf die durch Insiderhandel verursachten und nicht anderweitig erklärbaren Kursbewegungen reagieren. Mittelfristig droht außerdem, dass diese Anleger das Vertrauen in den Markt insgesamt verlieren und diesen verlassen. Dadurch wandern gerade diejenigen (aufmerksamen) Anleger ab, die am Markt für eine rasche und zutreffende Kursbildung sorgen. Daneben und in der Folge droht, dass die Öffentlichkeit allgemein das Vertrauen in das Funktionieren der Märkte verliert [67], welches nach Ansicht des Gesetzgebers kaum wiederherzustellen ist. [68]

101. Auf der anderen Seite ist in die Abwägung einzustellen, dass die Presse durch die betreffende Regelung oder ihre Anwendung – konkret also durch das Offenlegungsverbot – nicht generell davon abgeschreckt werden darf, zu bestimmten Themen zu recherchieren oder zu publizieren. [69] Hierbei spielt die Schwere der drohenden Sanktion eine bedeutende Rolle. [70]

102. Allerdings hängt die Schutzwürdigkeit des betreffenden Mitglieds der Presse im Einzelfall davon ab, ob es pflichtgemäß und verantwortungsvoll gehandelt hat. [71] Von besonderer, wenngleich nicht letztentscheidender Relevanz ist dabei, ob sein Handeln rechtmäßig war. [72] In

65 Siehe zu den verschiedenen tatsächlichen Hypothesen Nrn. 76 und 80 der vorliegenden Schlussanträge.

66 Vgl. zur Relevanz einer eingetretenen Rechtsverletzung bei Dritten oder hinsichtlich des geschützten Rechtsguts, EGMR, Urteil vom 1. Juli 2014, A.B./Schweiz (CE:ECHR:2014:0701JUD005692508, § 55), unter Verweis auf Urteil vom 7. Juni 2007, Dupuis u. a./Frankreich (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402). Siehe auch Urteil vom 10. Dezember 2007, Stoll/Schweiz (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 130).

67 Siehe dazu zweiter Erwägungsgrund sowie Art. 13 Abs. 2 Buchst. a MAR. Vgl. auch Nr. 1 der vorliegenden Schlussanträge.

68 Vgl. etwa den Richtlinienvorschlag der Kommission für die MAD vom 19. November 2002, KOM(2002) 625 endgültig, ABl. 2003, C 71 E, S. 62.

69 EGMR, Urteile vom 25. April 2006, Dammann/Schweiz (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 57), und vom 10 Dezember 2007, Stoll/Schweiz (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 154).

70 Der EGMR hat beispielsweise eine Geldbuße von 800 Schweizer Franken (CHF) als relativ gering angesehen, vgl. EGMR, Urteil vom 10 Dezember 2007, Stoll/Schweiz (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 157).

71 Vgl. zur Argumentationsfigur des „verantwortungsvollen Journalismus“ EGMR, Urteile vom 25. April 2006, Dammann/Schweiz (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 55), vom 7. Juni 2007, Dupuis u. a./Frankreich (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, § 43), und vom 20. Oktober 2015, Pentikäinen/Finnland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 90).

72 EGMR, Urteile vom 20. Oktober 2015, Pentikäinen/Finnland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 90), und vom 5. Januar 2016, Erdtmann/Deutschland (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, § 20).

einem Fall wie dem vorliegenden kann es folglich eine Rolle spielen, inwieweit sich eine Journalistin oder ein Journalist – neben dem eigenen potenziell strafbaren Handeln – an einer fremden Straftat (wissentlich) beteiligt, etwa an einem fremden Insiderhandel.

103. Hinsichtlich des potenziell abschreckenden Effekts[73] des Insiderrechts für den Finanzjournalismus betont der Kläger im Ausgangsverfahren zwar, dass er keine berufsständische Regel verletzt habe, die die Mitteilung der bevorstehenden Veröffentlichung eines Artikels unter den gegebenen Umständen verbiete.[74] Insofern obliegt es aber einerseits dem vorlegenden Gericht, zu prüfen, ob daraus folgt, dass das Verhalten des Klägers tatsächlich journalistischen Gepflogenheiten entsprach. Andererseits lässt selbst die Einhaltung journalistischer Berufsregeln zumindest im vorliegenden Kontext nicht ohne Weiteres den Schluss zu, dass die Offenlegung einer Insiderinformation rechtmäßig war. Denn die in den Mitgliedstaaten geltenden berufsständischen Normen regeln den Konflikt der Pressefreiheit mit dem Insiderrecht zum Teil nur ansatzweise[75], so dass durch eine bloße Orientierung an den berufsständischen Regeln für die Journalistentätigkeit der von Art. 21 MAR angestrebte Ausgleich zwischen Pressefreiheit und Marktintegrität nicht erreicht werden könnte. Damit bleiben die grundrechtlichen Gewährleistungen der Presse- und Meinungsfreiheit der entscheidende Maßstab, deren Inhalt der einfache Gesetzgeber oder berufsständische Organisationen ohnehin nicht frei bestimmen können.

104. Sollte danach in einem Verhalten, welches eine Journalistin oder ein Journalist unter alleiniger Orientierung an den berufsständischen Regeln für zulässig halten durfte, dennoch ein Verstoß gegen das Offenlegungsverbot zu sehen sein, kann diesem Umstand dadurch Rechnung getragen werden, dass keine Sanktion verhängt wird.[76] Auch damit kann ein rechtssicherer Rahmen für die Tätigkeit von Journalistinnen und Journalisten im kapitalmarktrelevanten Bereich gewährleistet werden.[77]

c) Zwischenergebnis

105. Nach alledem ist auf die zweite bis vierte Vorlagefrage zu antworten, dass eine Offenlegung „zu journalistischen Zwecken“ im Sinne von Art. 21 MAR vorliegt, wenn die Offenlegung in journalistischer Eigenschaft erfolgt. Auch in diesem Fall hängt jedoch die Rechtmäßigkeit der Offenlegung davon ab, ob sie im Zuge einer normalen Ausübung der Beschäftigung oder des Berufs des Journalisten im Sinne von Art. 10 Abs. 1 MAR geschieht. Dies setzt voraus, dass die Offenlegung für diese Zwecke unerlässlich ist und den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit beachtet. Bei der Beurteilung der Unerlässlichkeit und Verhältnismäßigkeit der Offenlegung für die journalistische Tätigkeit sind die Erfordernisse der Presse- und Meinungsfreiheit in den Medien den durch die Offenlegung drohenden Gefahren für die Integrität der Kapitalmärkte gegenüberzustellen. Bei Prüfung der Verhältnismäßigkeit ist auf der einen Seite insbesondere das

[73] Vgl. dazu etwa EGMR, Urteile vom 22. November 2007, Voskuil/Niederlande (CE:ECHR:2007:1122JUD006475201, § 65), vom 14. September 2010, Sanoma Uitgevers B. V./Niederlande (CE:ECHR:2010:0914JUD003822403, § 59), und vom 25. Oktober 2011, Altuğ Taner Akçam/Türkei (CE:ECHR:2011:1025JUD002752007, § 75).

[74] Zur Bedeutung der berufsständischen Regeln in diesem Zusammenhang, vgl. EGMR, Urteil vom 10. Dezember 2007, Stoll/Schweiz (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, §§ 145 ff.).

[75] So erfasst etwa die den Finanzjournalismus betreffende Clause 13 des IPSO Editors' Code of Practice nur den Fall einer eigenen finanziellen Betroffenheit des Journalisten von einer Insiderinformation. Die einschlägigen Verhaltensgrundsätze des deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung beschränken sich im Punkt II. 1. a) darauf, vorzusehen, dass Insiderinformationen „grundsätzlich“ nicht weitergegeben werden dürfen.

[76] Die MAR verpflichtet nicht zur Verhängung von Strafen oder verwaltungsrechtlichen Sanktionen, sondern sieht auch die Möglichkeit z. B. einer Unterlassungsanordnung für die Zukunft vor, vgl. Art. 30 Abs. 2 Buchst. a MAR.

[77] Vgl. EGMR, Urteil vom 24. Februar 2015, Haldimann u. a./Schweiz (CE:ECHR:2015:0224JUD002183009, § 61), wonach zu berücksichtigen ist, dass die Journalistinnen oder Journalisten mit Blick auf die berufsständischen Regeln gutgläubig handelten.

öffentliche Interesse am Thema der betreffenden journalistischen Arbeit, die Schutzwürdigkeit des Journalisten, sowie die Schwere der Sanktion zu berücksichtigen. Auf der anderen Seite kommt es u. a. darauf an, ob die Insiderhandelsgefahr manifest war und sich im konkreten Fall realisiert hat.

VI. Ergebnis

106. In Anbetracht der vorstehenden Ausführungen schlage ich dem Gerichtshof vor, auf die Vorlagefragen der Cour d'appel de Paris (Berufungsgericht Paris, Frankreich) wie folgt zu antworten:

1. Art. 1 Nr. 1 der Richtlinie 2003/6 (Marktmissbrauchsrichtlinie) in Verbindung mit Art. 1 Abs. 1, 2. Alt. der Richtlinie 2003/124/EG ist dahin gehend auszulegen, dass die vom Autor eines Presseartikels stammende Information über die bevorstehende Veröffentlichung dieses Artikels, der ein Marktgerücht betreffend eine Unternehmensübernahme zum Gegenstand hat, die Präzisionsanforderung des Art. 1 Nr. 1 MAD in Verbindung mit Art. 1 Abs. 1, 2. Alt. der Richtlinie 2003/124 erfüllt, wenn der Gegenstand des Artikels in seiner veröffentlichten Form so spezifisch ist, dass daraus ein Schluss auf die möglichen Auswirkungen auf die Kurse eines oder mehrerer Finanzinstrumente gezogen werden kann. Dies ist der Fall, wenn sich aus der Veröffentlichung des Artikels Anhaltspunkte ergeben, anhand derer die Verlässlichkeit der darin enthaltenen Informationen beurteilt werden kann und daraus wirtschaftliche Implikationen für einen Emittenten abgeleitet werden können. Von Bedeutung können die Bekanntheit und der Ruf der Journalistin oder des Journalisten sein, die oder der den Artikel unterzeichnet hat, das Ansehen des Presseorgans, welches ihn veröffentlicht, und der Umstand, dass der Artikel einen bestimmten Preis für das betreffende Übernahmeangebot nennt.

   Ein eventueller Kursausschlag nach Veröffentlichung der betreffenden Information kann im Sinne des zweiten Erwägungsgrundes der Richtlinie 2003/124 zur Überprüfung der Annahme genutzt werden, dass die *Ex-ante*-Information spezifisch im Sinne von Art. 1 Abs. 1, 2. Alt. dieser Richtlinie war.

2. Art. 21 ist in Verbindung mit Art. 10 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 dahin auszulegen, dass eine Offenlegung von Insiderinformationen „zu journalistischen Zwecken" vorliegt, wenn sie in journalistischer Eigenschaft erfolgt. Auch in diesem Fall hängt jedoch die Rechtmäßigkeit der Offenlegung davon ab, ob sie im Zuge einer normalen Ausübung der Beschäftigung oder des Berufs des Journalisten im Sinne von Art. 10 Abs. 1 MAR geschieht. Dies setzt voraus, dass die Offenlegung für diese Zwecke unerlässlich ist und den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit beachtet. Bei der Beurteilung der Unerlässlichkeit und Verhältnismäßigkeit der Offenlegung für die journalistische Tätigkeit sind die Erfordernisse der Presse- und Meinungsfreiheit in den Medien den durch die Offenlegung drohenden Gefahren für die Integrität der Kapitalmärkte gegenüberzustellen. Bei Prüfung der Verhältnismäßigkeit ist auf der einen Seite insbesondere das öffentliche Interesse am Thema der betreffenden journalistischen Arbeit, die Schutzwürdigkeit des Journalisten, sowie die Schwere der Sanktion zu berücksichtigen. Auf der anderen Seite kommt es maßgeblich darauf an, ob die Insiderhandelsgefahr manifest war und sich im konkreten Fall realisiert hat.