

# **Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen**

- Bestandsaufnahme und Ausblick nach der Marktmissbrauchsrichtlinie  
und dem Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes -

Inaugural-Dissertation  
zur  
Erlangung der Doktorwürde  
einer Hohen Rechtswissenschaftlichen Fakultät  
der Universität zu Köln

vorgelegt von

Martin Gimnich, LL.M. oec.

aus: Bonn

Referent: Prof. Dr. Barbara Dauner-Lieb  
Korreferent: Prof. Dr. Karl-Nikolaus Peifer  
Tag der mündlichen Prüfung: 29. August 2007

Meiner Familie



**Gliederung**

<b>Einleitung</b> .....	<b>S. 1</b>
I. Das Insiderproblem.....	S. 2
1. Ziel der Arbeit.....	S. 3
2. Gang der Arbeit.....	S. 3
3. Prüfungsmaßstab.....	S. 4
4. Methode.....	S. 5
a) Normtextauslegung.....	S. 5
b) Normbereichsanalyse.....	S. 6
II. Relevanz kapitalmarktrechtlicher Regelungen.....	S. 6
1. Regelungsziele.....	S. 7
2. Entwicklung der Kapitalmarktrelevanz.....	S. 8
a) Strukturwandel der Kapitalmärkte.....	S. 8
b) Umstrukturierung der Investorensseite.....	S. 9
c) Vielgestaltigkeit der Kapitalmarktakteure.....	S. 9
d) Internationalität der Kapitalmärkte und des Kapitalmarktrechtes.....	S. 9
e) Zusammenfassung.....	S. 10
3. Ökonomische Notwendigkeit des Insiderhandelsverbotes.....	S. 10
a) Rentabilität von Insiderhandel.....	S. 11
b) Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes.....	S. 12
c) Auswirkungen auf die Unternehmen.....	S. 13
d) Auswirkungen auf die individuellen Anleger.....	S. 14
e) Zusammenfassung.....	S. 14
4. Regulierung.....	S. 15
a) Überregulierung.....	S. 15
b) Grundkonflikte des Kapitalmarktes.....	S. 16
c) Zusammenfassung.....	S. 18
III. Rechtsgeschichtliche Vorbemerkungen.....	S. 18
IV. Derzeitige Rechtslage.....	S. 21

<b>Erstes Kapitel: Insiderpapiere, § 12 WpHG</b> .....	<b>S. 25</b>
I. Finanzinstrumente, § 12 Satz 1 i.V.m. § 2 Abs. 2b WpHG.....	S. 25
1. Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate und	
Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren, § 2 Abs. 2b Satz 1 WpHG.....	S. 25
a) Wertpapiere.....	S. 26
aa) Allgemeine Definition.....	S. 26
aaa) Wertpapier im engeren Sinne.....	S. 26
bbb) Wertpapier im weiteren Sinne.....	S. 27
ccc) Relevanz der Unterscheidung.....	S. 27
bb) Begriff des Wertpapiers im Sinne des WpHG.....	S. 28
aaa) Schlüsselbegriff.....	S. 28
bbb) Investmentfonds.....	S. 29
ccc) Schuldverschreibungen.....	S. 29
cc) Ergebnis.....	S. 29
b) Geldmarktinstrumente.....	S. 30
c) Derivate.....	S. 30
aa) Legaldefinition, § 2 Abs. 2 WpHG.....	S. 30
aaa) Devisenabhängige Termingeschäfte.....	S. 31
bbb) Derivate auf Waren oder Edelmetalle.....	S. 31
ccc) Swaps und forward rate agreements.....	S. 32
ddd) Ergebnis.....	S. 32
bb) Freistellung von Zulassung oder Einbeziehung, § 12 Satz 1, Ziff. 3 WpHG.....	S. 32
aaa) Optionsrechte auf Insiderpapiere.....	S. 33
(1) Möglichkeit zur Umgehung.....	S. 33
(2) Stellungnahme.....	S. 34
(3) Ergebnis.....	S. 34
bbb) Clickoptions.....	S. 35
(1) Ansicht der BaFin.....	S. 35
(2) Stellungnahme.....	S. 35
(3) Ergebnis.....	S. 36
ccc) Wertsteigerungsrechte, Stock Appreciation Rights und Phantom Stocks.....	S. 36
(1) Ansicht der BaFin.....	S. 36
(2) Stellungnahme.....	S. 36

(3) Ergebnis.....	S. 37
cc) Ergebnis.....	S. 37
d) Rechte auf Zeichnungen.....	S. 37
2. Sonstige Instrumente i.S.d. § 2 Abs. 2b Satz 2 WpHG.....	S. 37
a) Einschränkungende Auslegung.....	S. 37
b) Neue Generalklausel.....	S. 38
c) Stellungnahme.....	S. 38
d) Ergebnis.....	S. 39
3. Insiderpapiere ohne börsenrelevante Umsätze.....	S. 39
a) Ansicht Claussens.....	S. 39
b) Ansicht Soesters.....	S. 40
c) Stellungnahme.....	S. 40
II. Zulassung oder Einbeziehung , § 12 Satz 1, Ziff. 1, 2 WpHG.....	S. 40
1. Inländische Börse, Geregelter Markt oder Freiverkehr,	
§ 12 Satz 1, Ziff. 1 WpHG.....	S. 40
a) Vorgabe der MMR und Umsetzung in deutsches Recht.....	S. 41
aa) Ansicht Soesters.....	S. 42
bb) Stellungnahme.....	S. 42
b) Ergebnis.....	S. 44
2. Zulassung an einem organisierten Markt in der Europäischen Union oder	
EWG Staat, § 12 Satz 1, Ziff. 2 WpHG.....	S. 44
3. Nicht erfasste Märkte.....	S. 45
III. Antragstellung oder öffentliche Ankündigung, § 12 Satz 2 WpHG.....	S. 45
1. Vorgabe der MMR und Umsetzung in deutsches Recht.....	S. 46
2. Literatur.....	S. 46
3. Stellungnahme.....	S. 46
IV. Auslandssachverhalte, § 1 Abs. 2 WpHG.....	S. 47
1. Einschränkungen.....	S. 47
a) Inländische Finanzinstrumente.....	S. 48
b) Spezialregelungen.....	S. 48
c) Teleologische Reduktion.....	S. 48

2. Zusammenfassung.....	S. 49
V. Zusammenfassung.....	S. 50
<b>Zweites Kapitel: Insiderinformation, § 13 WpHG.....</b>	<b>S. 51</b>
I. Von der Insidertatsache zur Insiderinformation.....	S. 51
1. Konkrete Information über Umstände.....	S. 52
a) Definition.....	S. 52
aa) Umstände.....	S. 53
aaa) Rechtslage vor dem AnSVG.....	S. 53
bbb) Rechtslage nach dem AnSVG.....	S. 54
(1) Äußere Umstände.....	S. 55
(2) Innere Umstände.....	S. 56
(a) Weite Auslegung.....	S. 56
(b) Enge Auslegung.....	S. 57
(c) Stellungnahme.....	S. 57
(d) Ergebnis.....	S. 58
(3) Zukünftige Umstände.....	S. 58
(a) Zeitpunkt.....	S. 59
(b) Parameter.....	S. 59
(aa) Voraussehbarkeit.....	S. 59
(bb) Hohe Wahrscheinlichkeit.....	S. 59
(cc) „Probability/magnitude“-Formel.....	S. 59
(dd) Relativer Wahrscheinlichkeitsbegriff.....	S. 60
(ee) Stellungnahme.....	S. 60
(c) Ergebnis.....	S. 62
(4) Ergebnis.....	S. 62
bb) Konkrete Information.....	S. 63
aaa) Definition.....	S. 63
bbb) Ergebnis.....	S. 65
cc) Maßgeblichkeit des Informationsempfängers.....	S. 66
dd) Regelbeispiele des § 13 Abs. 1 Satz 4 WpHG.....	S. 66
aaa) Insiderinformationen über Orderaufträge,	



## VII

§ 13 Abs. 1 Satz 4, Ziff. 1 WpHG.....	S. 66
bbb) Insiderinformationen in Bezug auf Derivate, § 13 Abs. 1 Satz 4, Ziff. 2 WpHG.....	S. 67
ccc) Ergebnis.....	S. 68
ee) Ergebnis.....	S. 68
b) Sonderfälle.....	S. 69
aa) Werturteile und Prognosen.....	S. 69
aaa) Rechtslage vor dem AnSVG.....	S. 69
bbb) Rechtslage nach dem AnSVG.....	S. 69
(1) Weite Ansicht.....	S. 70
(2) Einschränkende Ansicht.....	S. 70
(3) Stellungnahme.....	S. 70
ccc) Ergebnis.....	S. 70
bb) Gerüchte.....	S. 72
aaa) Gerücht als Umstand.....	S. 72
bbb) Gerücht über Umstände.....	S. 72
(1) Rechtslage vor dem AnSVG.....	S. 72
(2) Rechtslage nach dem AnSVG.....	S. 73
(3) Stellungnahme.....	S. 74
ccc) Ergebnis.....	S. 75
cc) Absichten und Pläne (Zukünftige Umstände).....	S. 76
aaa) Rechtslage vor dem AnSVG.....	S. 76
bbb) Rechtslage nach dem AnSVG.....	S. 76
(1) Verhältnis von Absichten und Plänen zu zukünftigen Umständen.....	S. 76
(2) Hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts.....	S. 78
ccc) Ergebnis.....	S. 79
dd) Abgrenzung Gerüchte und zukünftige Umstände.....	S. 80
aaa) Meinungsstand.....	S. 80
bbb) Stellungnahme.....	S. 80
ccc) Ergebnis.....	S. 81
ee) Mehrstufige Entscheidungsprozesse.....	S. 82
aaa) Rechtslage vor dem AnSVG.....	S. 82
bbb) Rechtslage nach dem AnSVG.....	S. 82
(1) Preiserheblichkeit.....	S. 83

## VIII

(2) Eintrittswahrscheinlichkeit .....	S. 83
(3) Stellungnahme .....	S. 83
ccc) Ergebnis .....	S. 84
c) Ergebnis .....	S. 84
2. Nicht öffentlich .....	S. 84
3. Emittenten- oder Insiderpapierbezug .....	S. 86
a) Marktinformationen .....	S. 87
b) Konzernstrukturen .....	S. 88
c) Ergebnis .....	S. 88
4. Eignung zur erheblichen Beeinflussung des Kurs- und Marktpreises .....	S. 88
a) Verfassungsmäßigkeit .....	S. 89
b) Eignung zur Preisbeeinflussung .....	S. 90
aa) Ermittlung des Börsenpreises .....	S. 90
bb) Prognoseentscheidung .....	S. 91
aaa) Verständiger Anleger .....	S. 92
(1) Durchschnittlich verständiger Anleger .....	S. 92
(2) Börsenkundiger Anleger .....	S. 92
(3) Stellungnahme .....	S. 93
(4) Ergebnis .....	S. 94
bbb) Wahrscheinlichkeitsgrad .....	S. 94
ee) Ergebnis .....	S. 95
c) Erheblichkeit .....	S. 95
aa) Erheblichkeitskriterien .....	S. 95
aaa) Rechtslage vor dem AnSVG .....	S. 95
bbb) Rechtslage nach dem AnSVG .....	S. 96
ccc) Stellungnahme .....	S. 97
bb) Ergebnis .....	S. 98
d) Kurs- und Marktpreis .....	S. 98
e) Ergebnis .....	S. 99
f) Sonderfälle .....	S. 99
aa) Gerüchte .....	S. 99
bb) Werturteile und Prognosen .....	S. 100
cc) Absichten und Pläne (Zukünftige Umstände) .....	S. 100
dd) Mehrstufige Entscheidungsprozesse .....	S. 101

5. Negativabgrenzung, § 13 Abs. 2 WpHG	S. 101
6. Ergebnis	S. 101
II. Begriff des Insiders	S. 102
III. Insiderinformationen im Rahmen von Unternehmensakquisitionen	S. 102
1. Öffentliche Erwerbs- und Übernahmeangebote	S. 103
a) Freiwillige Angebote	S. 104
aa) Planungsphase	S. 105
aaa) Gerüchte	S. 105
bbb) Absichten und Pläne zur Abgabe eines Angebots	S. 105
(1) Konkrete Information über Umstände	S. 105
(2) Eignung zur Beeinflussung des Börsen- oder Marktpreises	S. 107
(3) Nicht öffentlich	S. 107
(4) Ergebnis	S. 108
ccc) Vertraulichkeitsvereinbarungen	S. 108
(1) Begriff und Funktion	S. 108
(2) Erscheinungsformen	S. 108
(3) Insiderinformation	S. 109
(4) Ergebnis	S. 109
ddd) Business Combination Agreement	S. 109
(1) Begriff und Funktion	S. 109
(2) Insiderinformation	S. 110
(a) Konkrete Information	S. 110
(b) Preiserheblichkeit	S. 110
(3) Ergebnis	S. 111
eee) Due Diligence	S. 111
(1) Begriff und Funktion	S. 111
(2) Insiderinformation	S. 113
(a) Konkrete Information	S. 113
(b) Preiserheblichkeit	S. 114
(3) Ergebnis	S. 115
fff) Sonstige Informationen	S. 115
ggg) Ergebnis	S. 116

bb) Vorangebotsphase.....	S. 116
aaa) Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebotes.....	S. 116
(1) Finanzbeteiligung.....	S. 117
(2) Wesentliche Beteiligung.....	S. 118
(3) Unternehmerische Beteiligung.....	S. 119
(4) Ergebnis.....	S. 120
bbb) Eckpunkte des Angebotsinhaltes.....	S. 120
ccc) Ergebnis.....	S. 121
cc) Angebotsphase.....	S. 122
dd) Nachangebotsphase.....	S. 123
b) Pflichtangebote.....	S. 123
aa) Planungsphase.....	S. 124
bb) Vorangebotsphase.....	S. 124
cc) Angebotsphase.....	S. 125
c) Ergebnis.....	S. 125
2. Sonstige Unternehmensakquisitionen.....	S. 125
a) Unternehmens- und Beteiligungskauf.....	S. 126
aa) Non Binding Indicative Offer Letter.....	S. 127
bb) Letter of Intent (Absichtserklärung).....	S. 127
aaa) Begriff und Funktion.....	S. 128
bbb) Vereinbarung der Vertraulichkeit.....	S. 128
ccc) Vereinbarung der weiteren Vorgehensweise.....	S. 128
ddd) Ergebnis.....	S. 129
cc) Due Diligence.....	S. 129
dd) Erwerbsentschluss.....	S. 130
ee) Ergebnis.....	S. 130
b) Pakethandel.....	S. 130
aa) Definition.....	S. 130
bb) Insiderinformation.....	S. 131
cc) Ergebnis.....	S. 132
c) Blockhandel.....	S. 132
3. Ergebnis.....	S. 132
IV. Zusammenfassung.....	S. 132

<b>3. Kapitel: Verbot von Insidergeschäften, § 14 WpHG</b> .....	<b>S. 134</b>
I. Grundlagen der Strafbarkeit.....	S. 134
1. Anwendungsbereich.....	S. 134
2. Gefährdungs-/ Erfolgsdelikt.....	S. 135
3. Gesetzssystematik.....	S. 136
II. Tathandlungsalternativen.....	S. 136
1. Erwerbs- und Veräußerungsverbot, § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG.....	S. 136
a) Erwerb und Veräußerung.....	S. 136
aa) Aktives Tun.....	S. 137
aaa) Verfügungsgeschäft.....	S. 137
bbb) Verpflichtungsgeschäft.....	S. 137
ccc) Stellungnahme.....	S. 137
ddd) Ergebnis.....	S. 138
bb) Unterlassen.....	S. 138
cc) Eigen- oder Fremdgegeschäft.....	S. 139
b) Verwendung der Insiderinformation.....	S. 139
aa) Sondervorteilsabsicht.....	S. 140
bb) Ursächlichkeit.....	S. 140
aaa) Weite Ansicht.....	S. 140
bbb) Enge Ansicht.....	S. 141
ccc) Stellungnahme.....	S. 142
ddd) Ergebnis.....	S. 144
cc) Ergebnis.....	S. 144
c) Zeitpunkt der Kenntnis.....	S. 144
d) Subjektiver Tatbestand.....	S. 144
aa) Vorsatz.....	S. 144
bb) Leichtfertigkeit.....	S. 145
aaa) Anwendbarkeit.....	S. 145
bbb) Definition.....	S. 146
cc) Ergebnis.....	S. 147
e) Rechtswidrigkeit und Schuld.....	S. 147
f) Ergebnis.....	S. 147

2. Vorfeldtatbestände, § 14 Abs. 1, Ziff. 2, 3 WpHG.....	S. 148
a) Unbefugtes Mitteilen oder zugänglich Machen, § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG.....	S. 148
aa) Mitteilen oder zugänglich Machen.....	S. 148
aaa) Aktives Tun.....	S. 148
(1) Definition.....	S. 148
(2) Nichtkenntnis des Dritten.....	S. 149
(a) Weite Ansicht.....	S. 149
(b) Enge Ansicht.....	S. 149
(c) Stellungnahme.....	S. 150
(d) Ergebnis.....	S. 150
bbb) Unterlassen.....	S. 150
bb) Unbefugt.....	S. 151
aaa) Rechtliche Qualität.....	S. 151
bbb) Definition.....	S. 152
(1) Rechtslage vor dem AnSVG.....	S. 152
(2) Rechtslage nach dem AnSVG.....	S. 153
(a) Auslegungsperspektive.....	S. 153
(b) Änderungen durch das AnSVG.....	S. 154
(aa) Erleichterung der Weitergabe.....	S. 154
(aaa) Vertraulichkeitsvereinbarung.....	S. 154
(bbb) Vertraulichkeitspflicht.....	S. 154
(ccc) Keine Änderung der Auslegung.....	S. 154
(ddd) Stellungnahme.....	S. 155
(eee) Ergebnis.....	S. 158
(bb) Verschärfung des Weitergabeverbots.....	S. 158
(aaa) Literatur und EuGH.....	S. 158
(bbb) Stellungnahme.....	S. 158
(ccc) Ergebnis.....	S. 160
(c) Ergebnis.....	S. 160
ccc) Ergebnis.....	S. 161
b) Empfehlen oder Verleiten, § 14 Abs. 1, Ziff. 3 WpHG.....	S. 161
aa) Empfehlen.....	S. 162
bb) Verleiten.....	S. 162
aaa) Aktives Tun.....	S. 162

### XIII

bbb) Unterlassen.....	S. 163
cc) Ergebnis.....	S. 163
c) Subjektiver Tatbestand.....	S. 164
aa) Primärinsider.....	S. 164
bb) Sekundärinsider.....	S. 165
cc) Ergebnis.....	S. 165
d) Rechtswidrigkeit und Schuld.....	S. 165
e) Ergebnis.....	S. 165
3. Strafbarkeit des Versuchs, § 38 Abs. 3 WpHG.....	S. 166
4. Ausnahmen.....	S. 167
a) Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen.....	S. 167
b) Sonstige Maßnahmen.....	S. 168
c) Ergebnis.....	S. 168
III. Insiderhandelsverbot im Rahmen von Unternehmensakquisitionen.....	S. 169
1. Verwendung von Insiderinformationen.....	S. 169
a) Eigener Erwerbentschluss.....	S. 170
aa) Verwendung des eigenen Erwerbentschlusses.....	S. 170
bb) Umsetzung eines Gesamtplans.....	S. 172
cc) Ergebnis.....	S. 173
b) Verwenden von Insiderinformationen aus einer Due Diligence.....	S. 173
aa) Durch den Erwerber.....	S. 174
aaa) Fester Erwerbentschluss mit Vorbehalt der Abstandnahme.....	S. 174
bbb) Einfluss von Insiderinformationen auf das Zustandekommen oder die Bedingungen eines Unternehmenskaufs.....	S. 174
(1) Lösungsvorschläge der BaFin und des Schrifttums.....	S. 175
(2) Stellungnahme.....	S. 176
(3) Ergebnis.....	S. 180
ccc) Erwerbentschluss nach Due Diligence.....	S. 180
ddd) Ergebnis.....	S. 181
bb) Verwenden durch den Veräußerer.....	S. 181
c) Verwenden durch andere Erwerber (Warehousing).....	S. 181
d) Ergebnis.....	S. 182
2. Weitergabe von Insiderinformationen.....	S. 183

a) Weitergabe durch die Zielgesellschaft.....	S. 183
aa) Weitergabe an den Erwerber .....	S. 183
aaa) Öffentliche Übernahmeangebote.....	S. 184
bbb) Paketerwerbe unterhalb der Kontrollschwelle.....	S. 184
ccc) Ergebnis.....	S. 185
bb) Weitergabe an einen konkurrierenden Erwerber .....	S. 186
cc) Weitergabe an Aktionäre .....	S. 187
aaa) Weitergabe an Kleinaktionäre.....	S. 187
bbb) Weitergabe an Großaktionäre/Familienpools.....	S. 188
ccc) Weitergabe an alle Aktionäre (Hauptversammlung).....	S. 189
(1) Weite Ansicht.....	S. 189
(2) Enge Ansicht.....	S. 189
(3) Vermittelnde Ansicht.....	S. 189
(4) Stellungnahme.....	S. 190
(5) Ergebnis.....	S. 191
dd) Weitergabe an Betriebsinterne und -externe.....	S. 191
aaa) Weitergabe an Betriebsinterne.....	S. 191
bbb) Weitergabe an Betriebsexterne.....	S. 191
ee) Ergebnis.....	S. 192
b) Weitergabe durch den Verkäufer (Aktionär) an den Erwerber.....	S. 193
aa) Rechtmäßige Kenntnis von Insidertatsache.....	S. 193
bb) Unrechtmäßige Kenntnis von Insiderinformationen.....	S. 194
cc) Ergebnis.....	S. 195
c) Weitergabe durch den Erwerber bzw. Bieter.....	S. 196
aa) Weitergabe an Zielgesellschaft und Veräußerer.....	S. 196
aaa) Plan/Absicht.....	S. 196
bbb) Eigener Erwerbsentschluss.....	S. 196
ccc) Informationen aus einer Due Diligence.....	S. 197
ddd) Ergebnis.....	S. 197
bb) Weitergabe an andere Erwerber (Warehousing).....	S. 197
cc) Weitergabe an Betriebsinterne und -externe.....	S. 198
dd) Ergebnis.....	S. 198
d) Ergebnis.....	S. 198
3. Verleiten zu einer Unternehmensakquisition.....	S. 199



4. Ergebnis .....	S. 199
IV. Zusammenfassung .....	S. 200
<b>Viertes Kapitel: Rechtsfolgen .....</b>	<b>S. 201</b>
I. Straftatbestände .....	S. 201
1. Allgemeindelikt, § 38 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG .....	S. 201
2. Sonderdelikt, § 38 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG .....	S. 201
a) Primärinsider .....	S. 202
aa) § 38 Abs. 1, Ziff. 2a)-c) WpHG .....	S. 202
bb) § 38 Abs. 1, Ziff. 2d) WpHG .....	S. 202
b) Sekundärinsider .....	S. 203
3. Versuchsstrafbarkeit .....	S. 203
4. Haftungsmaßstab .....	S. 203
5. Rechtsfolgen der Tat .....	S. 204
a) Freiheits- und Geldstrafe .....	S. 204
b) Sonstige Sanktionen .....	S. 204
II. Bußgeldtatbestand .....	S. 204
1. Anwendungsbereich .....	S. 204
2. Haftungsmaßstab .....	S. 205
3. Rechtsfolgen .....	S. 205
III. Durchsetzung des Insiderhandelsverbotes .....	S. 206
1. Befugnisse zur Durchsetzung von Verboten, § 4 Abs. 2 WpHG .....	S. 206
2. Auskunft, Vorlage und Überlassung von Unterlagen, § 4 Abs. 3 WpHG .....	S. 208
3. Betretungsrecht, § 4 Abs. 4 WpHG .....	S. 208
4. Strafverfolgung, § 4 Abs. 5 WpHG .....	S. 208
5. Schweigepflicht, § 4 Abs. 8 WpHG .....	S. 208
IV. Shaming, § 40b WpHG .....	S. 208
V. Zusammenfassung .....	S. 210

<b>Fünftes Kapitel: Zusammenfassung</b> .....	<b>S. 211</b>
I. Zusammenfassung der Ergebnisse.....	S. 211
1. Anwendungsbereich.....	S. 211
2. Insiderpapiere.....	S. 211
3. Insiderinformationen.....	S. 211
a) Konkrete Informationen über Umstände.....	S. 211
b) Nicht öffentlich.....	S. 212
c) Emittenten- oder Insiderpapierbezug.....	S. 212
d) Eignung zur erheblichen Beeinflussung des Börsen- oder Marktpreises.....	S. 212
e) Insiderinformationen im Rahmen von Unternehmensakquisitionen.....	S. 213
4. Insiderhandelsverbot.....	S. 213
a) Tathandlungsalternativen.....	S. 213
aa) § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG.....	S. 213
bb) § 14 Abs. 1, Ziff. 2, 3 WpHG.....	S. 214
cc) Versuch, § 38 Abs. 3 WpHG.....	S. 215
b) Insiderhandelsverbot im Rahmen von Unternehmensakquisitionen.....	S. 215
aa) § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG.....	S. 215
bb) § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG.....	S. 216
5. Rechtsfolgen und Haftung.....	S. 217
II. Bilanz.....	S. 217

**Literaturverzeichnis**

- Akerlof, Georg A. „The Market for “Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism“  
in: The Quarterly Journal of Economics, 1970, vol. 84, issue 3, 488-500  
(zit.: Akerlof)
- Angersbach, Carsten J. Due Diligence beim Unternehmenskauf  
Baden-Baden 2002  
(zit.: Angersbach)
- Assmann, Heinz-Dieter „Das künftige deutsche Insiderrecht“  
in: Die Aktiengesellschaft, 1994, 196 ff. (I), 237ff. (II)  
(zit.: Assmann, AG 1994)
- ders. „Das neue deutsche Insiderrecht“  
in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 1994, 494 ff.  
(zit.: Assmann, ZGR 1994)
- ders. „Insiderrecht und Kreditwirtschaft –  
Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts in bezug auf  
die Organisation und die Geschäfte von Kreditinstituten“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 1996, 1337 ff.  
(zit.: Assmann, WM 1996)
- ders. „Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts“  
in: Die Aktiengesellschaft, 1997, 50 ff.  
(zit.: Assmann, AG 1997)
- ders. „Übernahmeangebote im Gefüge des Kapitalmarktrechts,  
insbesondere im Lichte des Insiderrechts, der Ad-hoc-  
Publizität, und des Manipulationsverbots“  
in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht,  
2002, 697 ff.  
(zit.: Assmann, ZGR 2002)
- ders. „Erwerbs-, Übernahme- und Pflichtangebote nach dem  
Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz aus Sicht der  
Bietergesellschaft“  
in: Die Aktiengesellschaft, 2002, 114 ff.  
(zit.: Assmann, AG 2002)
- ders. „Ad-hoc-Publizitätspflichten im Zuge von  
Enforcementverfahren zur Überprüfung der Rechnungslegung  
nach §§ 342b ff. HGB und §§ 37n ff. WpHG“  
in: Die Aktiengesellschaft, 2006, 261 ff.  
(zit.: Assmann, AG 2006)

## XVIII

- ders./ Pöttsch, Thorsten/  
Schneider, Uwe H.           Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz  
2005  
(zit.: Bearbeiter, in: Assmann/Pöttsch/Schneider)
- ders./ Schneider, Uwe H.       Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz  
4. Auflage, 2006  
(zit.: Bearbeiter, in: Assmann/Schneider)
- ders./ Schütze, Rolf A.       Handbuch des Kapitalanlagerechts  
2. Auflage, 1997  
(zit.: Bearbeiter, in: Assmann/Schütze)
- Baetge, Jörg                   Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität - was bedeuten die neuen  
Regelungen für Unternehmenspublizität und Finanzanalyse?;  
Vorträge und Diskussionen zum 11. Münsterischen  
Tagesgespräch des Münsteraner Gesprächskreises  
Rechnungslegung und Prüfung e.V. am 5. Mai 1995  
Düsseldorf, 1995  
(Bearbeiter, in: Baetge)
- Banerjea, Nirmal Robert       „Due Diligence beim Erwerb von Aktien über die Börse“  
in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2003, 1730 ff.  
(zit.: Banerjea, ZIP 2003)
- Barkam, Detlev               Informations- und Prospektspflicht sowie Prospektprüfung bei  
Anlagen auf dem grauen Kapitalmarkt  
Bochum 1992  
(zit.: Barkam)
- Barnert, Thomas              „Deliktischer Schadensersatz bei Kursmanipulation de lege  
lata und de lege ferenda“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2002, 1473 ff.  
(zit.: Barnert, WM 2002)
- Barz, Carl Hans               „Grenzen des Auskunftsrechtes des Aktionärs“  
in: Betriebs-Berater, 1957, 1253 ff.  
(zit.: Barz, BB 1957)
- Baur, Georg                   „Insider im Rampenlicht – Das neue Wertpapierhandelsrecht“  
in: Die Bank 2004, Nr. 10, S. 14 ff.  
(zit.: Baur, Die Bank 2004)
- Becker, Joachim               Das neue Wertpapierhandelsgesetz  
Berlin 1995  
(zit.: Becker)
- Benner-Heinacher, Jella      „Kollidiert die Auskunftspflicht des Vorstandes mit dem  
Insidergesetz?“  
in: Der Betrieb, 1995, 765 f.  
(zit.: Benner-Heinacher, DB 1995)

- Berens, Wolfgang/  
Brauner, Hans U./  
Strauch, Joachim      Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen  
4. Auflage, 2005  
(zit.: Bearbeiter, in: Berens/Brauner/Strauch)
- Berens, Wolfgang/  
Strauch, Joachim      Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen – eine  
empirische Untersuchung  
Lang, 2002  
in: Die Wirtschaftsprüfung, 2002, 511 ff.  
(zit.: Berens/Strauch, WPg 2002)
- Bergmann, Mario/  
Drees, Susanne      „Das neue Insiderstrafrecht des WpHG und seine  
Durchsetzbarkeit in der Praxis“  
in: Strafverteidiger Forum, 2005, 364 ff.  
(zit.: Bergmann/Drees, StraFo 2005)
- Besser, Axel      Funktion und Dynamik von Finanzinnovationen.  
Internationale Finanzmärkte im Wandel  
Wiesbaden 1996  
(zit.: Besser)
- Bley, Siegfried      Grundlagen und Praxis des Wertpapiergeschäfts  
4. Auflage, 1979  
(zit.: Bley)
- Böttcher, Lars      „Verpflichtung des Vorstands einer AG zur Durchführung  
einer Due Diligence“  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2005, 49 ff.  
(zit.: Böttcher, NZG 2005)
- Brandi, Tim Oliver  
Süßmann, Rainer      „Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Folgen für  
Ablauf und Gestaltung von M&A-Transaktionen“  
in: Die Aktiengesellschaft, 2004, 642 ff.  
(zit.: Brandi/Süßmann, AG 2004)
- Brox, Hans      Handels- und Wertpapierrecht  
16. Auflage, 2003  
(zit.: Brox, Handels- und Wertpapierrecht)
- ders.      Allgemeiner Teil des BGB  
28. Auflage, 2004  
(zit.: Brox, AT)
- Brudney, Victor      „Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the  
Federal Securities Law“  
in: Harvard Law Review, 93 (1979), 322 ff.  
(zit.: Brudney, Harv.L.R 93 (1979))
- Brunner, Heinrich      Die Wertpapiere  
in: Endemann´s Handbuch des deutschen Handels-, See- und  
Wechselrechts, Band II, Leipzig 1882  
(zit.: Brunner)

- Bürgers, Tobias                     „Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz“  
in: Bank- und Kapitalmarktrecht, 2004, 424 ff.  
(zit.: Bürgers, BKR 2004)
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel/  
Deutsche Börse AG             Insiderhandelsverbote und Ad-hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz  
2. Auflage, 1998  
(zit.: BAWe/Deutsche Börse AG)
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht             Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Stand 15. Juli 2005  
[www.bafin.de/schreiben/89\_2005/emittentenleitfaden.pdf]  
(zit.: Emittentenleitfaden 2005)
- Burgard, Ulrich                     „Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten und mehrstufigen Entscheidungsprozessen“  
in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht,  
162 (1998), 51 ff.  
(zit.: Burgard, ZHR 162 (1998))
- Buttlar, Julia von                     „Director´s Dealings: Änderungsbedarf aufgrund der Marktmissbrauchsrichtlinie“  
in: Betriebs Berater, 2003, 2133 ff.  
(zit.: von Buttlar, BB 2003)
- Cahn, Andreas                     „Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG“  
in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 162 (1998), 1 ff.  
(zit.: Cahn, ZHR 162 (1998))
- ders.                                     „Das neue Insiderrecht“  
in: Der Konzern, 2005, 5 ff.  
(zit.: Cahn, Der Konzern 2005)
- Calliess, Christian/  
Ruffert, Matthias                     Kommentar des Vertrages über die Europäische Union und des Vertrages zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft – EUV/EGV –  
2. Auflage, 2002  
(zit.: Bearbeiter, in: Calliess/Ruffert)
- Carlton, Dennis/  
Fischel, Daniel                     „The Regulation of Insider Trading“  
in: Stanford Law Review, 35 (1983), 857 ff.  
(zit.: Carlton/Fischel, Stan.L.Rev. 35 (1983))
- Casper, Matthias                     „Insiderverstöße bei Aktienoptionsprogrammen“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 1999, 363 ff.  
(zit.: Casper, WM 1999)

- Caspari, Karl-Burkhard „Die geplante Insiderregelung in der Praxis“  
in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht,  
1994, 530 ff.  
(zit.: Caspari, ZGR 1994)
- ders. „Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüssler  
Richtlinien“  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2005, 98 ff.  
(zit.: Caspari, NZG 2005)
- Claussen, Carsten Peter „Neues zur kommenden Insiderregelung“  
in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 1992, 73 ff.  
(I), 267 ff. (II)  
(zit.: Claussen, ZBB 1992)
- ders. „Das neue Insiderrecht“  
in: Der Betrieb, 1994, 27 ff.  
(zit.: Claussen, DB 1994)
- ders. Insiderhandelsverbote und Ad-hoc-Publizität  
Köln, 1996  
(zit.: Claussen, Insiderhandelsverbote)
- ders. „Das Wertpapierhandelsgesetz und die Wertpapieranalysten –  
ein offenes Feld“  
in: Die Aktiengesellschaft, 1997, 306 ff.  
(zit.: Claussen, AG 1997)
- ders. Bank- und Börsenrecht  
3. Auflage, 2003  
(zit.: Claussen, Bank- und Börsenrecht)
- ders./ Florian, Ulrich „Der Emittentenleitfaden“  
in: Die Aktiengesellschaft, 2005, 745 ff.  
(zit.: Claussen/Florian, AG 2005)
- Cramer, Peter „Strafbarkeit der Ausnutzung und Weitergabe von  
Insidertatsachen nach dem Recht der Bundesrepublik  
Deutschland“  
in: Festschrift für Otto Triffterer zum 65. Geburtstag  
(zit.: Cramer, in: FS Triffterer)
- Deutsche Börse AG „Insiderhandelsverbote und Ad-hoc-Publizität nach dem  
Wertpapierhandelsgesetz – Erläuterungen und Empfehlungen  
zur Behandlung kursbeeinflussender Tatsachen gemäß §§  
12ff. Wertpapierhandelsgesetz“  
in: Wertpapier-Mitteilungen 1994, 2038 ff.  
(zit.: Deutsche Börse AG, WM 1994).

- Deutscher Anwaltverein      „Handelsrechtsausschuss des DAV: Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG)  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2004, 703ff.  
(zit.: DAV, NZG 2004)
- Dickersbach, Volker      Das neue Insiderrecht der Bundesrepublik Deutschland vor des Europäischen Gemeinschaftsrechts  
Dissertation, Berlin 1995  
(zit.: Dickersbach)
- Dieckmann, Hans/  
Sustmann, Marco      „Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes“  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2004, 929 ff.  
(zit.: Dieckmann/Sustmann, NZG 2004)
- Dietl, Clara-Erika/  
Lorenz, Egon      Wörterbuch für Recht, Wirtschaft und Politik  
6. Auflage, 1999  
(zit.: Dietl/Lorenz)
- Dreows, Bill/ Wacke, Gerhard  
Vogel, Klaus/  
Martens, Wolfgang      Gefahrenabwehr  
9. Auflage, 1986  
(zit.: Dreows/Wacke/Vogel/Martens)
- Dreyling, Georg/  
Schäfer, Frank A.      Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität  
Köln 2001  
(zit.: Bearbeiter, in: Dreyling/Schäfer, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität)
- Dreyling, Georg      „Die Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation“  
in: Der Konzern, 2005, 1 ff.  
(zit.: Dreyling, Der Konzern 2005)
- ders.      „Ein Jahr Anlegerschutzverbesserungsgesetz – Erste Erfahrungen“  
in: Der Konzern, 2006, 1 ff.  
(zit. Dreyling, Der Konzern 2006)
- Easterbrook, Frank/  
Fischel, Daniel      The Economic Structure of Corporate Law  
Cambridge, 1991  
(zit.: Esterbrook/Fischel, The Economic Structure of Corporate Law)
- Ebenroth, Carsten Thomas      Das Auskunftsrecht des Aktionärs und seine Durchsetzung im Prozeß unter besonderer Berücksichtigung des Rechts der verbundenen Unternehmen  
Bielefeld 1970  
(zit.: Ebenroth)



- Ehricke, Ulrich/  
Ekkenga, Jens/  
Oechsler, Jürgen      Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz  
2003  
(zit.: Verfasser, in: Ehricke/Ekkenga/Oechsler)
- Eichelberger, Jan      „Scalping – ein Insiderdelikt?“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2003, 2121 ff.  
(zit.: Eichelberg, WM 2003)
- Eichele, Hans      „Finanzanalysten und Wirtschaftsjournalisten als  
Primärinsider“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 1997, 501 ff.  
(zit.: Eichele, WM 1997)
- Engel, Ronald      „Das neue deutsche Insiderrecht“  
in: Juristische Arbeitsblätter, 1996, 510 ff.  
(zit.: Engel, JA 1996)
- EWG-Kommission      Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarkts, Bericht einer  
von der EWG-Kommission eingesetzten Sachverständigen-  
gruppe  
Brüssel 1966  
(zit.: EWG-Kommission, Der Aufbau eines europäischen  
Kapitalmarkts)
- Fahrholz, Bernd      „Kapitalmarktrechtliche Transparenzpflicht und  
Marktmissbrauchsverbot nach dem Vierten  
Finanzmarktförderungsgesetz im Spannungsfeld von Markt-  
und Anlegerschutz“  
in: Festschrift für Peter Selmer, Berlin 2004  
(zit.: Fahrholz, in: FS Selmer)
- Falkenhausen, Joachim von/  
Widder, Stefan      “Die Weitergabe von Insiderinformationen innerhalb einer  
Rechtsanwalts-, Wirtschaftsprüfer- oder  
Steuerberatersozietät”  
in: Betriebs-Berater, 2004, 165 ff.  
(zit.: Falkenhausen/Widder, BB 2004)
- dies.      „Die befugte Weitergabe von Insiderinformationen nach dem  
AnSVG“  
in: Betriebs-Berater, 2005, 225 ff.  
(zit.: Falkenhausen/Widder, BB 2005)
- Financial Services Authority  
(FSA)      „A new regulator for the new millenium“  
Financial Services Authority (FSA), 2000  
(<http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/P29.pdf>)  
(zit.: FSA, Risikoanalyse)

- Fleischer, Holger                   „Empfiehl es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?“  
Gutachten für den 64. Deutschen Juristentag, 2002  
(zit.: Fleischer, Gutachten für den 64. Deutschen Juristentag)
- ders.                                   „Konkurrenzangebote und Due Diligence“  
in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2002, 651 ff.  
(zit.: Fleischer, ZIP 2002)
- ders.                                   „Prospektpflicht und Prospekthaftung für Vermögensanlagen des Grauen Kapitalmarktes nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz“  
in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht, 2004, 339 ff.  
(zit.: Fleischer, BKR 2004)
- Flume, Werner                       Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Gesetzbuches  
2. Band: Das Rechtsgeschäft  
4. Auflage, 1992  
(zit.: Flume)
- Friedrichsen, Sönke               Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte  
– Gesellschaftsrecht - Kapitalmarktrecht- Steuerrecht - Bilanzrecht –  
Köln 2000  
(zit.: Friedrichsen)
- Fromm-Russenschuck, Viola/  
Banerjea, Nirmal Robert        „Die Zulässigkeit des Handels mit Insiderpapieren nach Durchführung einer Due Diligence-Prüfung“  
in: Betriebs-Berater, 2004, 2425 ff.  
(zit.: Fromm-Russenschuck/Banerjea, BB 2004)
- Fürhoff, Jens                       „Insiderrechtliche Behandlung von Aktienoptionsprogrammen und Management Buy-Outs“  
in: Die Aktiengesellschaft, 1998, 83 ff.  
(zit.: Fürhoff, AG 1998)
- ders./  
Wölk, Armin                        „Aktuelle Fragen zur Ad hoc-Publizität“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 1997, 449 ff.  
(zit.: Fürhoff/Wölk, WM 1997)
- Gehrt, John Alexander            Die neuen Ad-hoc-Publizität nach § 15 Wertpapierhandels-  
gesetz  
Baden-Baden 1997  
(zit.: Gehrt)
- Geibel, Stephan/  
Süßmann, Rainer                 Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz  
München 2002  
(zit.: Verfasser, in: Geibel/Süßmann)

- Götz, Jürgen „Die unbefugte Weitergabe von Insiderfakten“  
in: Der Betrieb, 1995, 1949 ff.  
(zit.: Götz, DB 1995)
- Goldschmidt, Levin „Gutachten über die ersten vier Bände des Entwurfs eines  
deutschen Handelsgesetzbuches“  
in: Beilageheft zur ZHR 3 (1861), 11 ff.  
(zit.: Goldschmidt, ZHR 3 (1861))
- ders. „Gutachten über das Aktiengesellschaftswesen“  
in: Gutachten des Vereins für Sozialpolitik, Band 1, 29 ff.  
(zit.: Goldschmidt, in: Gutachten des Vereins für  
Sozialpolitik)
- Groß, Wolfgang „Informations- und Auskunftsrecht des Aktionärs“  
in: Die Aktiengesellschaft, 1997, 97 ff.  
(zit.: Groß, AG 1997)
- Großkommentar zum  
Aktiengesetz Kommentar zum Aktiengesetz  
Einleitung A-D, 4. Auflage, 1992  
§§ 131, 132, 4. Auflage, 2001  
(zit.: Bearbeiter, in: GroßK-AktG)
- Großkommentar zum  
Handelsgesetzbuch Kommentar zum Handelsgesetzbuch  
Band 4: §§ 343-382  
4. Auflage, 2004  
(zit.: Bearbeiter, in: GroßK-HGB)
- Großmann, Klaus/  
Nikoleyczik, Tobias „Praxisrelevante Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes  
– Die Auswirkungen des Vierten  
Finanzmarktförderungsgesetzes“  
in: Der Betrieb, 2002, 2031 ff.  
(zit.: Großmann/Nikoleyczik, DB 2002)
- Grothaus, Achim „Reform des Insiderrechts: Großer Aufwand – viel  
Rechtsunsicherheit – wenig Nutzen?“  
in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 2005, 62 ff.  
(zit.: Grothaus, ZBB 2005)
- Gruson, Michael/  
Wiegmann, William Die Ad-hoc-Publizität nach amerikanischem Recht und die  
Auslegung von § 15 WpHG  
in: Die Aktiengesellschaft, 1995, 173 ff.  
(zit.: Gruson/Wiegmann, AG 1995)
- Habersack, Mathias/  
Mülbert, Peter/  
Schlitt, Michael Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt  
Köln 2005  
(zit.: Verfasser, in: Habersack/Mülbert/Schlitt)
- Hammen, Horst „Pakethandel und Insiderhandelsverbot“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2004, 1753 ff.  
(zit.: Hammen, WM 2004)

- Hansemann, David Die Eisenbahnen und deren Aktionäre in ihrem Verhältniß zum Staat  
Leipzig, 1837  
(zit.: Hansemann)
- Happ, Wilhelm „Zum Regierungsentwurf eines Wertpapierhandelsgesetzes“  
in: Juristen-Zeitung 1994, 240 ff.  
(zit.: Happ, JZ 1994)
- ders./  
Semler, Johannes „Ad-hoc-Publizität im Spannungsfeld von Gesellschaftsrecht und Anlegerschutz – Zum Begriff der Tatsache in § 15 WpHG bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen“  
in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 1998, 116 ff.  
(zit.: Happ/Semler, ZGR 1998)
- Harbarth, Stephan „Ad-hoc-Publizität beim Unternehmenskauf“  
in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2005, 1898 ff.  
(zit.: Harbarth, ZIP 2005)
- Hartmann, Jörg Juristische und ökonomische Regelungsprobleme des Insiderhandels  
Dissertation, Lang 1999  
(zit.: Hartmann)
- Hasselbach, Kai „Die Weitergabe von Insiderinformationen bei M&A-Transaktionen mit börsennotierten Gesellschaften“  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2004, 1087 ff.  
(zit.: Hasselbach, NZG 2004)
- Heidmeier, Heiner „Die Ad-hoc-Publizität gemäß § 44a BörsG im System der Berichtspflichtigen börsennotierter Aktiengesellschaften“  
in: Die Aktiengesellschaft, 1992, 110 ff.  
(zit.: Heidmeier, AG 1992)
- Heise, Detlef Der Insiderhandel an der Börse und dessen strafrechtliche Bedeutung  
Dissertation, Lang 2000  
(zit.: Heise)
- Heller, Harry „Chiarella, SEC Rule 14e-3 and Dirks: „Fairness“ versus Economic Theory“  
in: Business Lawyer, 37 (1982), 517 ff.  
(zit.: Heller, BUS.LAW 37 (1982))
- Hellner, Thorwald/  
Steuer, Stephan (Hrsg.) Bankrecht und Bankpraxis  
Loseblatt, Stand: 62. Lfg., 2004  
(zit.: Bearbeiter, in: BuB)

- Hemeling, Peter                   „Gesellschaftsrechtliche Fragen der Due Diligence beim Unternehmenskauf“  
in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 169 (2005), 274 ff.  
(zit.: Hemeling, ZHR 169 (2005))
- Herrmann, Harald/  
Berger, Klaus Peter/  
Wackerbarth, Ulrich           Deutsches und Internationales Bank- und Wirtschaftsrecht im Wandel  
Berlin 1997  
(zit.: Verfasser, in: Herrmann/Berger/Wackerbarth)
- Hölters, Wolfgang               Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs  
6. Auflage, 2005  
(zit.: Bearbeiter, in: Hölters)
- Holzapfel, Hans-Joachim/  
Pöllath, Reinhard               Unternehmenskauf in Recht und Praxis  
12. Auflage, 2005  
(zit.: Holzapfel/Pöllath)
- Holzborn, Timo/  
Israel, Alexander               „Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2004, 1948 ff.  
(zit.: Holzborn/Israel, WM 2004)
- Hopt, Klaus                       Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken  
München 1975  
(zit.: Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken)
- ders.                               „Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?  
- Teil 1: Der international erreichte Stand des  
Kapitalmarktrechts –“,  
in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und  
Wirtschaftsrecht, 140 (1976), 201 ff.  
(zit.: Hopt, ZHR 140 (1976))
- ders.                               „Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?  
- Teil 2: Die deutsche Entwicklung im internationalen  
Vergleich –“,  
in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und  
Wirtschaftsrecht, 141 (1977), 389 ff.  
(zit.: Hopt, ZHR 141 (1977))
- ders.                               „Europäisches deutsches Insiderrecht“  
in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht,  
1991, 17 ff.  
(zit.: Hopt, ZGR 1991)

- ders. „Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz – insbesondere Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität –, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 159 (1995), 135 ff. (zit.: Hopt, ZHR 159 (1995))
- ders. „Ökonomische Theorie und Insiderrecht“ in: Die Aktiengesellschaft, 1995, 353 ff. (zit.: Hopt, AG 1995)
- ders. „Familien- und Aktienpools unter dem Wertpapierhandelsgesetz“ in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 1997, 1 ff. (zit.: Hopt, ZGR 1997)
- ders. „Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken“ in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 2002, 333 ff. (zit.: Hopt, ZGR 2002)
- ders./  
Will, Michael Europäisches Insiderrecht  
Stuttgart 1973  
(zit.: Hopt/Will, Europäisches Insiderrecht)
- ders./  
Teubner, Gunter Corporate Governance and Director's Liabilities: Legal  
Economic and Sociological Analyses on Corporate Social  
Responsibility  
Berlin/NewYork, 1985  
(zit.: Verfasser, in: Hopt/Teubner)
- ders./  
Wymeersch, Eddy European Insider Dealing – Law and Practice  
Butterworths, 1991  
(zit.: Bearbeiter, in: Hopt/Wymeersch)
- Hübner, Ulrich Handelsrecht  
5. Auflage, 2004  
(zit.: Hübner)
- Hueck, Alfred/  
Canaris, Claus-Wilhelm Recht der Wertpapiere  
12. Auflage, 1986  
(zit.: Hueck/Canaris)
- Hüffer, Uwe Kommentar zum Aktiengesetz  
7. Auflage, 2006  
(zit.: Hüffer)

- Ipsen, Knut  
Völkerrecht  
5. Auflage, 2004  
(zit.: Ipsen)
- Immenga, Ulrich/  
Mestmäcker, Ernst-Joachim  
Kommentar zum Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen  
3. Auflage, 2001  
(zit.: Bearbeiter, in: Immenga/Mestmäcker)
- Immenga, Ulrich  
„Das neue Insiderrecht im Wertpapierhandelsgesetz“  
in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 1995, 197 ff.  
(zit.: Immenga, ZBB 1995)
- Joussen, Peter  
„Auskunftspflicht des Vorstands nach § 131 AktG und  
Insiderrecht“  
in: Der Betrieb, 1994, 2485 ff.  
(zit.: Joussen, DB 1994)
- Junge, Fritz  
„Die neuen Insiderregeln und ihre Durchsetzung“  
in: Festschrift für Peter Raisch zum 70. Geburtstag, 223 ff.  
(zit.: Junge, in: FS Raisch)
- Karlsruher Kommentar zum  
Gesetz über Ordnungswidrigkeiten  
Kommentar zum Ordnungswidrigkeitengesetz  
3. Auflage, 2006  
(zit.: Bearbeiter, in: KK-OWiG)
- Kessler, Manfred/  
Sauter, Thomas  
Handbuch Stock Option  
2003  
(zit.: Verfasser, in: Kessler/Sauter)
- Kiem, Roger/  
Kotthoff, Jost  
„Ad-hoc-Publizität bei mehrstufigen  
Entscheidungsprozessen“  
in: Der Betrieb 1995, 1999 ff.  
(zit.: Kiem/Kotthoff, DB 1999)
- Kiethe, Kurt  
„Vorstandshaftung aufgrund fehlerhafter Due Diligence beim  
Unternehmenskauf“  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 1999, 976 ff.  
(zit.: Kiethe, NZG 1999)
- Kirschhöfer, Christoph  
„Führung von Insiderverzeichnissen bei Emittenten und  
externen Dienstleistern“  
in: Der Konzern 2005, 22 ff.  
(zit.: Kirschhöfer, Der Konzern 2005)
- Klein-Blenkers, Friedrich  
„Die Entwicklung des Unternehmenskaufrechts“  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2006, 245 ff.  
(zit.: Klein-Blenkers, NZG 2006)
- Koch, Stefan  
„Neuerungen im Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität“  
in: Der Betrieb, 2005, 267 ff.  
(zit.: Koch, DB 2005)

- Kölner Kommentar  
zum Aktiengesetz
- Kommentar zum Aktiengesetz  
Band 1: §§ 1-147  
1985  
(zit.: Bearbeiter, in: KölnK-AktG)
- Kölner Kommentar  
zum WpÜG
- Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz  
Heribert Hirte und Christoph von Bülow (Hrsg.)  
Heymanns, 2003  
(zit.: Bearbeiter, in: KölnK-WpÜG)
- Körper, Torsten
- „Geschäftsleitung der Zielgesellschaft und due diligence bei  
Paketerwerb und Unternehmenskauf“  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2002, 263ff.  
(zit.: Körper, NZG 2002)
- Kübler, Friedrich
- „Vorsichtsprinzip versus Kapitalmarktinformation“  
in: Festschrift für Wolfgang Dieter Budde, 361 ff.  
Beck 1995  
(zit.: Kübler, in: FS Budde)
- ders.
- Gesellschaftsrecht  
5. Auflage, 1998  
(zit.: Kübler)
- Kuthe, Thorsten
- „Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das  
Anlegerschutzverbesserungsgesetz“  
in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2004, 883 ff.  
(zit.: Kuthe, ZIP 2004)
- ders./ Rückert, Susanne/  
Sickinger, Mirko
- Compliance-Handbuch Kapitalmarktrecht  
Schriften des Betriebs-Beraters, Band 137  
Heidelberg, 2004  
(zit.: Bearbeiter, in: Kuthe/Rückert/Sickinger)
- Kümpel, Siegfried
- „Zum Begriff der Insidertatsache“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 1994, 2137 ff.  
(zit.: Kümpel, WM 1994)
- ders.
- „Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität aus Bankensicht“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 1996, 653 ff.  
(zit.: Kümpel, WM 1996)
- ders.
- Wertpapierhandelsgesetz  
Berlin 1996  
(zit.: Kümpel, WpHG)
- ders.
- Bank- und Kapitalmarktrecht  
3. Auflage, 2004  
(zit.: Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht)



- Land, Volker/  
Hasselbach, Kai                   „Das neue deutsche Übernahmegesetz – Einführung und kritische Anmerkungen zum Diskussionsentwurf des BMF – in: Der Betrieb, 2000, 1747 ff.  
(zit.: Land/Hasselbach, DB 2000)
- Land, Volker  
Hennings, Frank                   „Aktuelle Probleme von Spruchverfahren nach gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen“  
in: Die Aktiengesellschaft, 2005, 380 ff.  
(zit.: Land/Volker, AG 2005)
- Larenz, Karl                        Methodenlehre der Rechtswissenschaft  
6. Auflage, 1991  
(zit.: Larenz)
- Lenenbach, Markus                Kapitalmarkt- und Börsenrecht  
Köln, 2002  
(zit.: Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht)
- ders.                                 „Scalping: Insiderdelikt oder Kursmanipulation“  
in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2003, 243 ff.  
(zit.: Lenenbach, ZIP 2003)
- Liebscher, Thomas                „Das Übernahmeverfahren nach dem neuen Übernahmegesetz“  
in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2001, 853 ff.  
(zit.: Liebscher, ZIP 2001)
- Liekefett, Kai Haakon             Due Diligence bei M&A-Transaktionen  
Dissertation, Duncker & Humblot 2005  
(zit.: Liekefett)
- Liersch, Jan                        Regulierung des Blockhandels and den organisierten Aktienmärkten der Vereinigten Staaten, Großbritanniens und Deutschlands  
Dissertation, Lang 2002  
(zit.: Liersch)
- Loesche, Marco                    Die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung in den Insiderhandelsverboten des Wertpapierhandelsgesetzes  
Gießen, 1998  
(zit.: Loesche, Kursbeeinflussung)
- ders.                                 „Die Erheblichkeit der Kursbeeinflussung in den Insiderhandelsverboten des Wertpapierhandelsgesetzes“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 1998, 1849 ff.  
(zit.: Loesche, WM 1998)
- Lösler, Thomas                    „Das moderne Verständnis von Compliance im Finanzmarktrecht“  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2005, 104 ff.  
(zit.: Lösler, NZG 2005)

- Lücker, Volker                      Der Straftatbestand des Mißbrauchs von Insiderinformationen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)  
Köln 1998  
(zit.: Lücker)
- Lutter, Marcus                      „Die Auslegung angeglichenen Rechts“  
in: JZ 1992, 593ff.  
(zit.: Lutter, JZ 1992)
- ders.                                      “Due diligence des Erwerbers beim Kauf einer Beteiligung”  
in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 1997, 613 ff.  
(zit.: Lutter, ZIP 1997)
- ders.                                      Handbuch der Konzernfinanzierung  
Köln 1998  
(zit.: Bearbeiter, in: Lutter, Konzernfinanzierung)
- Manne, Henry G.                      Insider Trading and the Stock Market  
New York/London, 1966  
(zit.: Manne, Insider Trading and the Stock Market)
- ders.                                      „Insider Trading and Property Rigths in New Information”  
in: CATO Journal, 4 (1985), 933ff.  
(zit.: Manne, CATO J. 4 (1985))
- Maunz, Theodor/  
Dürig, Günter                      Kommentar zum Grundgesetz  
Band 2, Art. 6 – 16a  
Lieferung 1- 45  
(zit.: Bearbeiter, in: Maunz/Dürig)
- Meilicke, Heinz/  
Heidel, Thomas                      „Das Auskunftsrecht des Aktionärs in der Hauptversammlung (Teil I)“  
in: Deutsches Steuerrecht, 1992, 72 ff.  
(zit.: Meilicke/Heidel, DStR 1992)
- Meyer-Löwy, Bernd                      Das Auskunftsrecht des Aktionärs in der Hauptversammlung und seine Grenzen bei Fragenkatalogen und Massenauskünften  
München 2000  
(zit.: Meyer-Löwy)
- Merkner, Andreas/  
Sustmann, Marco                      „Insiderrecht und Ad-Hoc-Publizität – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz „in der Fassung durch den Emittentenleitfaden der BaFin””  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2005, 729 ff.  
(zit.: Merkner/Sustmann, NZG 2005)

- Merkt, Hanno  
„Due Diligence und Gewährleistung beim Unternehmenskauf“  
in: Betriebs-Berater, 1995, 1041 ff.  
(zit.: Merkt, BB 1995)
- ders.  
„Rechtliche Bedeutung der „due diligence“ beim Unternehmenskauf“  
in: Wirtschaftsrechtliche Beratung (jetzt NZG), 1996, 145 ff.  
(zit.: Merkt, WiB 1996)
- ders.  
Internationaler Unternehmenskauf  
2. Auflage, 2003  
(zit.: Merkt, Internationaler Unternehmenskauf)
- Mertens, Kai  
„Die Information des Erwerbers einer wesentlichen Unternehmensbeteiligung an einer Aktiengesellschaft durch deren Vorstand“  
in: Die Aktiengesellschaft, 1997, 541 ff.  
(zit.: Mertens, AG 1997)
- Meyer-Cording, Ulrich/  
Drygala, Tim  
Wertpapierrecht  
3. Auflage, 1995  
(zit.: Meyer-Cording/Drygala)
- Möller, Andreas  
„Das neue Insiderrecht – Eckpfeiler funktionsfähiger Wertpapiermärkte“  
in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 1994, 99 ff.  
(zit.: Möller, BFuP 1994)
- Möllers, Thomas M. J.  
„Wechsel von Organmitgliedern und „key players“: Kursbeeinflussungspotential und Pflicht zur Ad-hoc-Publizität“  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2005, 459 ff.  
(zit.: Möllers, NZG 2005)
- ders.  
„Insiderinformation und Befreiung von der Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 3 WpHG – Zur Beurteilung von mehrstufigen Entscheidungsprozessen durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2005, 1393 ff.  
(zit.: Möllers, WM 2005)
- Müller, Friedrich/  
Christensen, Ralph  
Juristische Methodik  
Band I: Grundlagen/ Öffentliches Recht  
8. Auflage, 2002  
(zit.: Müller/Christensen)
- Müller-Gugenberger, Christian/  
Bieneck, Klaus  
Handbuch des Wirtschaftsstraf- und -ordnungswidrigkeitenrechts  
4. Auflage, 2006  
(zit.: Verfasser, in: Müller-Gugenberger/Bieneck)

- Müller, Klaus J. „Gestattung der Due Diligence durch den Vorstand der Aktiengesellschaft“  
in: Neue Juristische Wochenschrift, 2000, 3542 ff.  
(zit.: Müller, NJW 2000)
- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch  
Band 10: Art. 1-38 EGBGB, IPR  
3. Auflage, 1998  
(zit.: Verfasser, in: MünchK-BGB)
- Münchener Kommentar zum Aktiengesetz Kommentar zum Aktiengesetz  
Band 4: §§ 118-147  
2. Auflage, 2004  
Band 6: §§ 179-221 AktG  
2. Auflage, 2004  
(zit.: Verfasser, in: MünchK-AktG)
- Nell, Ernst Ludwig Wahrscheinlichkeitsurteile in juristischen Entscheidungen  
Berlin, 1983  
(zit.: Nell)
- Oppermann, Georg/  
Degner, Harald Wertpapiere  
5. Auflage, 1980  
(zit.: Oppermann/Degner)
- Ott, Claus/  
Schäfer, Hans-Bernd „Ökonomische Auswirkungen der EG-Insider-Regulierung in Deutschland“  
in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 1991, 226 ff.  
(zit.: Ott/Schäfer, ZBB 1991)
- Otto, Harro „Konzeption und Grundsätze des Wirtschaftsstrafrechts –  
Dogmatischer Teil I“  
in: ZStW 96 (1984), 339 ff.  
(zit.: Otto, ZStW 96 (1984))
- Pananis, Panos „Zur Abgrenzung von Insidertatsache und ad-hoc-  
publizitätspflichtigem Sachverhalt bei mehrstufigen  
Entscheidungsprozessen“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 1997, 460 ff.  
(zit.: Pananis, WM 1997)
- ders. Insidertatsachen und Primärinsider, Eine Untersuchung zu den  
Zentralbegriffen des § 13 Abs. 1 WpHG  
Baden-Baden 1998  
(zit.: Pananis, Insidertatsachen)
- Park, Tido Kapitalmarktstrafrecht  
Baden-Baden, 2004  
(zit.: Bearbeiter, in: Park)

- Peemöller, Volker  
Praxishandbuch der Unternehmensbewertung  
3. Auflage, 2005  
(zit.: Bearbeiter, in: Peemöller)
- Peltzer, Martin  
„Die neue Insiderregelung im Entwurf des Zweiten  
Finanzmarktförderungsgesetzes“  
in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 1994, 746 ff.  
(zit.: Peltzer, ZIP 1994)
- Peters, Peter A.  
Das deutsche Insiderstrafrecht unter Berücksichtigung  
strafrechtlicher Konsequenzen für Kreditinstitute und  
prozessualer Durchsetzung  
Dissertation, Lang 1997  
(zit.: Peters)
- Petersen, Harald  
„Die Strafbarkeit des Scalping“  
in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 1999, 328  
ff.  
(zit.: Petersen, wistra 1999)
- Pfüller, Markus  
„Emittenten-Leitfaden bietet Orientierung für die Praxis“  
in: Börsen-Zeitung Nr.142 (27.07.2005), S. 2  
(zit.: Pfüller, Börsen-Zeitung 142/2005)
- Picot, Arnold/  
Dietl, Helmut  
„Informations(de-)regulierung am Kapitalmarkt aus  
institutionenökonomischer Sicht“  
in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie 1994, Band 13,  
143 ff.  
(zit.: Picot/Dietl)
- Picot, Gerhard/  
Mentz, Alexander/  
Seydel, Eberhard  
Die Aktiengesellschaft bei Unternehmenskauf und  
Restrukturierung  
München 2003  
(zit.: Bearbeiter, in: Picot/Mentz/Seydel)
- Picot, Gerhard  
Unternehmenskauf und Restrukturierung  
3. Auflage, 2004  
(zit.: Bearbeiter, in: Picot, Unternehmenskauf)
- ders.  
Handbuch Mergers & Acquisitions  
3. Auflage, 2005  
(zit.: Picot, Hdb M&A)
- Piepenbrock, Hermann-Josef/  
Schuster, Fabian/  
Ruhle, Ernst-Olav  
Regulierung und Kapitalbewertung in der Telekommunikation  
Köln 2004  
(zit.: Bearbeiter, in: Piepenbrock/Schuster/Ruhle)
- Raiser, Konrad  
„Das Rektapapier“  
in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und  
Wirtschaftsrecht, 101 (1935), 13 ff.  
(zit.: Raiser, ZHR 101 (1935))

- Reuter, Alexander                   „Das Auskunftsrecht des Aktionärs-neuere Rechtsprechung zu § 131 AktG“  
in: Der Betrieb, 1988, 2615 ff.  
(zit.: Reuter, DB 1988)
- Richardi, Reinhard                 Wertpapierrecht  
1. Auflage, 1987  
(zit.: Richardi)
- Rittmeister, Maximilian           „Due Diligence und Geheimhaltungspflichten beim Unternehmenskauf“  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2004, 1032 ff.  
(zit.: Rittmeister, NZG 2004)
- Rodewald, Jörg/  
Tüxen, Andreas                   „Neuregelungen des Insiderrechts nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) – Neue Organisationsanforderungen für Emittenten und ihre Berater“  
in: Betriebs-Berater, 2004, 2249 ff.  
(zit.: Rodewald/Tüxen, BB 2004)
- Roschmann, Christian/  
Frey, Johannes                   „Geheimhaltungspflichten der Vorstandsmitglieder von Aktiengesellschaften bei Unternehmenskäufen“  
in: Die Aktiengesellschaft, 1996, 449 ff.  
(zit.: Roschmann/Frey, AG 1996)
- Rozijn, Michael                   „Geheimhaltungspflichten und Kapitalschutz beim Abschluss von M&A Dienstleistungsverträgen“  
in: Neue Zeitung für Gesellschaftsrecht, 2001, 494 ff.  
(zit.: Rozijn, NZG 2001)
- Saenger, Ingo                     „Zum Auskunftsanspruch des Aktionärs über Minderheitsbeteiligungen“  
in: Der Betrieb, 1997, 145 ff.  
(zit.: Saenger, DB 1997)
- Sadow, Jörg                       Primär- und Sekundärinsider nach dem WpHG  
Dissertation, Lang 2001  
(zit.: Sadow)
- Savigny, Friedrich Carl von       Juristische Methodenlehre  
hrsg. von G. Wesenberg, Stuttgart 1951  
(zit.: v. Savigny)
- Schäfer, Frank A.                 Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV,  
Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV  
Stuttgart, 1999  
(zit.: Bearbeiter, in: Schäfer)
- Schäfer, Sebastian                Das Recht des Aktionärs auf Auskunft über Beteiligungen  
Lohmar Köln 1999  
(zit.: Schäfer, Auskunftsrecht)

- Schander, Albert A./  
Lucas, Johannes H.                   „Die Ad-hoc-Publizität im Rahmen von Übernahmeverhaben  
- Anmerkungen zu § 15 WpHG -“  
in: Der Betrieb, 1997, 2109 ff.  
(zit.: Schander/Lucas, DB 1997)
- Schenke, Wolf-Rüdiger               Polizei- und Ordnungsrecht  
4. Auflage, 2005  
(zit.: Schenke)
- Schimansky, Herbert/  
Bunte, Hermann-Josef/  
Lwowski, Hans-Jürgen               Bankrechts-Handbuch  
Band III, 2. Auflage, 2001  
(zit.: Bearbeiter, in: Schimansky/Bunte/Lwowski)
- Schleifer, Jörg/  
Kliemt, Michael                    „Einschränkung betriebsverfassungsrechtlicher  
Unterrichtungspflichten durch Insiderrecht?“  
in: Der Betrieb, 1995, 2214 ff.  
(zit.: Schleifer/Kliemt, DB 1995)
- Schlitt, Michael/  
Schäfer, Susanne                    „Quick to Market – Aktuelle Rechtsfragen im Zusammenhang  
mit Block-Trade-Transaktionen“  
in: Die Aktiengesellschaft, 2004, 346 ff.  
(zit.: Schlitt/Schäfer, AG 2004)
- Schlitt, Michael/  
Singhof, Bernd/  
Schäfer, Susanne                    „Aktuelle Rechtsfragen und neue Entwicklungen im  
Zusammenhang mit Börsengängen“  
in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht, 2005, 251 ff.  
(zit.: Schlitt/Singhof/Schäfer, BKR 2005)
- Schlüter, Uwe                        Börsenhandelsrecht  
2. Auflage, 2002  
(zit.: Schlüter)
- Schmidt, Karsten                    Informationsrechte in Gesellschaften und Verbänden  
Heidelberg 1984  
(zit.: K. Schmidt, Informationsrechte)
- ders.                                  Handelsrecht  
5. Auflage, 1999  
(zit.: K. Schmidt, HandelsR)
- ders.                                  Gesellschaftsrecht  
4. Auflage, 2002  
(zit. K. Schmidt, GesR)
- Schmidt-Diemitz, Rolf               „Pakethandel und das Weitergabeverbot von Insiderwissen“  
in: Der Betrieb, 1996, 1809 ff.  
(zit.: Schmidt-Diemitz, DB 1996)
- Schneider, Sven                    „Die Weitergabe von Insiderinformationen“  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2005, 702 ff.  
(zit.: Schneider, NZG 2005)

## XXXVIII

- Schneider, Uwe H. „Aktioptionen als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern“  
in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 1996, 1769 ff.  
(zit.: Schneider, ZIP 1996)
- ders. „Internationales Kapitalmarktrecht – Regelungsprobleme, Methoden und Aufgaben“  
in: Die Aktiengesellschaft, 2001, 269 ff.  
(zit.: Schneider, AG 2001)
- ders./ Buttlar, Julia von „Die Führung von Insider-Verzeichnissen: Neue Compliance-Pflichten für Emittenten“  
in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2004, 1621 ff.  
(zit.: Schneider/Buttlar, ZIP 2004)
- ders./Singhof, Bernd „Die Weitergabe von Insidertatsachen in der konzernfreien Aktiengesellschaft, insbesondere im Rahmen der Hauptversammlung und an einzelne Aktionäre – Ein Betrag zum Verhältnis von Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht – “  
in: Festschrift für Alfons Kraft, 585 ff.  
(zit.: Schneider/Singhof, in: FS Kraft)
- Scholz, Franz Kommentar zum GmbH-Gesetz  
Band 2, §§ 45-87  
9. Auflage, 2002  
(zit.: Bearbeiter, in: Scholz)
- Schroeder, Ulrich „Darf der Vorstand der Aktiengesellschaft dem Aktienkäufer eine Due Diligence gestatten?“  
in: Der Betrieb, 1997, 2161 ff.  
(zit.: Schroeder, DB 1997)
- Schwark, Eberhard Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht  
Schriften des Instituts für Arbeits- und Wirtschaftsrecht der Universität zu Köln, Nr.40, Beck 1979  
(zit.: Schwark, Anlegerschutz)
- ders. „Die Haftung aus dem Prospekt über Kapitalanlagen“  
in: Betriebs Berater, 1997, 897 ff.  
(zit.: Schwark, BB 1997)
- ders. Kapitalmarktrechts-Kommentar  
3. Auflage, 2004  
(zit.: Bearbeiter, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK)
- Schwarze, Hans-Joachim „Die Orderlage im Skonto eines Börsenmaklers als Insidertatsache“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 1997, 1564 ff.  
(zit. Schwarze, WM 1997)



- Schwintek, Sebastian      Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz – Neuregelungen im Wertpapierhandelsgesetz  
Stuttgart 2005  
(zit.: Schwintek, AnSVG)
- ders.      Kurzkomentar zu EuGH, Urt. v. 22.11.2005 – Rs C-384/02 (Kobenhavns Byret/Dänemark) – Knud Grøngaard, Allan Bang  
in: Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht, 2006, 155 f.  
(zit.: Schwintek, EWiR 2006)
- Semler, Johannes/  
Volhard, Rüdiger      Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen  
Band 1, Unternehmensübernahme: Vorbereitung – Durchführung – Folgen  
München 2001  
(zit.: Bearbeiter, in: Semler/Volhard)
- Singhof, Bernd      „Zur Weitergabe von Insiderinformationen im Unterordnungskonzern“  
in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 2001, 146 ff.  
(zit.: Singhof, ZGR 2001)
- ders./ Weber, Christian      „Neue kapitalmarktrechtliche Rahmenbedingungen für den Erwerb eigener Aktien“  
in: Die Aktiengesellschaft, 2005, 549 ff.  
(zit.: Singhof/Weber, AG 2005)
- Soesters, Frank      Die Insiderhandelsverbote des Wertpapierhandelsgesetzes – Wirtschaftsrecht europäischen Ursprungs  
Dissertation, Lang 2002  
(zit.: Soesters)
- Spill, Joachim      „Due Diligence – Praxishinweise zur Planung, Durchführung und Berichterstattung“  
in: Deutsches Steuerrecht, 1999, 1786 ff.  
(zit.: Spill, DStR 1999)
- Spindler, Gerald      „Internationale Kapitalmarktangebote und Dienstleistungen im Internet – Öffentlich-rechtliche Regulierung und Kollisionsrecht unter besonderer Berücksichtigung der E-Commerce-Richtlinie –,“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2001, 1689 ff.  
(zit.: Spindler, WM 2001)
- ders.      „Kapitalmarktreform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz“  
in: Neue Juristische Wochenschrift, 2004, 3449 ff.  
(zit.: Spindler, NJW 2004)

- Spitze, Peter Alexander/  
Diekmann, Hans      „Verbundene Unternehmen als Gegenstand des Interesses von Aktionären – Inhalt und Auskunftsanspruch nach § 131 Abs. 1 Satz 1 und 2 AktG“  
in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 158 (1994), 447 ff.  
(zit.: Spitze/Diekmann, ZHR 158 (1994))
- Staub, Hermann      Großkommentar zum Handelsgesetzbuch  
Begründet von Hermann Staub  
4. Auflage, 2004  
(zit.: Bearbeiter, in: Großkomm. HGB)
- Stoffels, Markus      „Grenzen der Informationsweitergabe durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft im Rahmen einer „Due Diligence““  
in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 165 (2001), 362 ff.  
(zit.: Stoffels, ZHR 165 (2001))
- Struck, Christian      Ad-hoc-Publizitätspflicht zum Schutz der Anleger vor vermögensschädigendem Wertpapierhandel  
Dissertation, Lang 2003  
(zit.: Struck)
- Süßmann, Rainer      „Insiderhandelsverbot – Erfahrungen aus der Sicht des Bundesamtes für den Wertpapierhandel“  
in: Die Aktiengesellschaft, 1997, 63 ff.  
(zit.: Süßmann, AG 1997)
- ders.      „Die befugte Weitergabe von Insidertatsachen“  
in: Die Aktiengesellschaft, 1999, 162 ff.  
(zit.: Süßmann, AG 1999)
- Thaeter, Ralf/  
Brandi, Tim Oliver      Öffentliche Übernahmen – Recht und Praxis der Übernahme börsennotierter Unternehmen  
Beck 2003  
(zit.: Verfasser, in: Thaeter/Brandi)
- Tippach, Stefan      Das Insider-Handelsverbot und die besonderen Rechtspflichten der Banken  
Dissertation, Schmidt 1995  
(zit.: Tippach)
- Tollkühn, Oliver      „Die Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz“  
in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2004, 2215 ff.  
(zit.: Tollkühn, ZIP 2004)
- Tröndle, Herbert/  
Fischer, Thomas      Kommentar zum Strafgesetzbuch und Nebengesetzen  
53. Auflage, 2006  
(zit.: Tröndle/Fischer)

- Vaupel, Christoph F. „Zum Tatbestandsmerkmal der erheblichen Kursbeeinflussung bei der Ad hoc Publizität“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 1999, 521 ff.  
(zit.: Vaupel, WM 1999)
- ders./  
Uhl, Laurenz „Insiderrechtliche Aspekte bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen“  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2003, 2126 ff.  
(zit.: Vaupel/Uhl, WM 2003)
- ders./ „Wie sag ich´s – Emittentenleitfaden klärt Kommunikation bei M&A-Transaktionen“  
in: Finance, 27.08.2005, S. 90  
(zit.: Vaupel, Finance v. 27.08.2005)
- Volk, Klaus „Die Strafbarkeit von Absichten im Insiderhandelsrecht“  
in: Betriebs Berater, 1999, 66 ff.  
(zit.: Volk, BB 1999)
- Waldhausen, Stephan Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache – Eine Untersuchung zu § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG unter Berücksichtigung der Ad-hoc-Publizität im Vereinigten Königreich  
Baden-Baden, 2002  
(zit.: Waldhausen)
- Wastl, Ulrich „Der Handel mit größeren Aktienpaketen börsennotierter Unternehmen – Eine Bestandsaufnahme aus primär aktien-, börsen- und kapitalmarktrechtlicher Sicht –“  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2000, 505 ff.  
(zit.: Wastl, NZG 2000)
- Weber, Ulf Andreas „Das neue deutsche Insiderrecht“  
in: Betriebs-Berater, 1995, 157 ff.  
(zit.: Weber, BB 1995)
- Weber, Klaus-Peter Insiderrecht und Kapitalmarktschutz  
Dissertation, Duncker & Humblot 1999  
(zit.: Weber, Insiderrecht)
- Weber, Martin „Deutsches Kapitalmarktrecht im Umbruch – Das zweite Finanzmarktförderungsgesetz“  
in: Neue Juristische Wochenschrift, 1994, 2849 ff.  
(zit.: Weber, NJW 1994)
- ders. „Scalping – Erfindung und Folgen eines Insiderdelikts“  
in: Neue Juristische Wochenschrift, 2000, 562 ff.  
(zit.: Weber, NJW 2000)

- Weber, Ulf Andreas                   „Das neue Insiderrecht“  
in: Betriebs-Berater 1995, 157 ff.  
(zit.: Weber, BB 1995)
- Wegmann, Jürgen/  
Koch, Wolfgang                   „Due Diligence – Unternehmensanalyse durch externe  
Berater“  
in: Deutsches Steuerrecht, 2000, 1027 ff.  
(zit.: Wegmann/Koch, DStR 2000)
- Weimann, Stephan                   „Insiderrechtliche Aspekte des Anteilserwerbs“  
in: Deutsches Steuerrecht, 1998, 1556 ff.  
(zit.: Weimann, DStR 2001)
- Weisgerber, Thomas/  
Jütten, Herbert                   Das zweite Finanzmarktförderungsgesetz  
Köln, 1995  
(zit.: Weisgerber/Jütten)
- Werner, Rüdiger                   „Haftungsrisiken bei Unternehmensakquisitionen: die Pflicht  
des Vorstands zur Due Diligence“  
in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2000, 989 ff.  
(zit.: Werner, ZIP 2000)
- Wessels, Johannes/  
Beulke, Werner                   Strafrecht Allgemeiner Teil  
35. Auflage, 2005  
(zit.: Wessels/Beulke)
- Widder, Stefan/  
Gallert, Jan                   „Ad-hoc-Publizität infolge der Weitergabe von  
Insiderinformationen – Sinn und Unsinn von § 15 I 3 WpHG“  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2006, 451 ff.  
(zit.: Widder/Gallert, NZG 2006)
- Wilde, Christian                   „Informationsrechte und Informationspflichten im Gefüge der  
Gesellschaftsorgane“  
in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht,  
1998, 423 ff.  
(zit.: Wilde, ZGR 1998)
- Wilsing, Hans-Ulrich/  
Neumann, Kay-Uwe               „Die Neuregelung der aktienrechtlichen Sonderprüfungen  
nach dem Inkrafttreten des UMAG“  
in: Der Betrieb, 2006, 31 ff.  
(zit.: Wilsing/Neumann, DB 2006)
- Witt, Carl-Heinz                   „Regelmäßige „Wasserstandsmeldungen“ – unverzichtbarer  
Bestandteil eines künftigen Übernahmegesetzes“  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2000, 809 ff.  
(zit.: Witt, NZG 2000)
- Wittich, Georg                   „Erfahrungen mit der Ad-hoc-Publizität in Deutschland“  
in: Die Aktiengesellschaft, 1997, 1 ff.  
(zit.: Wittich, AG 1997)

- ders. „Übernahmen und die Regelungen des Wertpapierhandelsgesetzes“  
in: von Rosen, Rüdiger/ Seifert, Werner (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Schriften zum Kapitalmarktrecht, Band 2, 1999, 377 ff.  
(zit.: Wittich, Übernahmen)
- Wölk, Armin „Ad-hoc-Publizität – Erfahrungen aus der Sicht des Bundesamts für den Wertpapierhandel“  
in: Die Aktiengesellschaft, 1997, 73 ff.  
(zit.: Wölk, AG 1997)
- Worms, Alexander Anlegerschutz durch Strafrecht – eine kritische Analyse des neuen Tatbestandes „Kapitalanlagebetrug“ (§ 264a StGB)  
Köln, 1987  
(zit.: Worms)
- Wüsthoff, Andreas Der Auskunftsanspruch des Aktionärs nach § 131 Aktiengesetz zwischen Insider-Verboten und Ad-hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz  
Aachen 2000  
(zit.: Wüsthoff)
- Ziemons, Hildegard „Die Weitergabe von Unternehmensinterna an Dritte durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft“  
in: Die Aktiengesellschaft, 1999, 492 ff.  
(zit.: Ziemons, AG 1999)
- dies. „Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes“  
in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2004, 537 ff.  
(zit.: Ziemons, NZG 2004)
- Zimmer, Daniel „Finanzmarktrecht – Quo vadis?“  
in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht, 2004, 421 ff.  
(zit.: Zimmer, BKR 2004)
- Zippelius, Reinhold Juristische Methodenlehre  
8. Auflage, 2003  
(zit.: Zippelius)
- Zöllner, Wolfgang Wertpapierrecht  
14. Auflage, 1987  
(zit.: Zöllner)
- Ziegler, Ole „„Due Diligence“ im Spannungsfeld zur Geheimhaltungspflicht von Geschäftsführern und Gesellschaftern“  
in: Deutsches Steuerrecht, 2000, 249 ff.  
(zit.: Ziegler, DStR 2000)

Zumbansen, Peer/  
Lachner, Constantin M.

„Die Geheimhaltungspflicht des Vorstands bei der Due  
Diligence: Neubewertung im globalisierten Geschäftsverkehr“  
in: Betriebs-Berater, 2006, 613 ff.  
(zit.: Zumbansen/Lachner, BB 2006)

## Einleitung

Das Kapitalmarktrecht gehört zu den Rechtsgebieten, die angesichts der wirtschaftlichen Entwicklung in den letzten Jahren die meisten Änderungen sowohl auf europäischer als auch auf nationaler Ebene erfahren haben. Inhalt dieser Arbeit ist die partielle Neugestaltung des Insiderrechts durch die *Marktmissbrauchsrichtlinie* (MMR)<sup>1</sup> und das *Anlegerschutzverbesserungsgesetz* (AnSVG)<sup>2</sup>. Es werden der neue Begriff der Insiderinformation und der geänderte Tatbestand des Insiderhandelsverbotes als eines der Kernstücke des *Wertpapierhandelsgesetzes* (WpHG)<sup>3</sup> untersucht. Besondere Beachtung wird hierbei komplexen Unternehmensakquisitionen<sup>4</sup> geschenkt<sup>5</sup>. Die Relevanz des Insiderrechts im Rahmen des Erwerbs von Unternehmen oder Unternehmensbeteiligungen wird vor dem Hintergrund des mit möglichen Insiderrechtsverstößen verbundenen Strafbarkeitsrisikos und hiermit etwaig verbundenen Imageschäden bei Unternehmen und Personen deutlich<sup>6</sup>. So stellt das Insiderrecht auch in dem von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) im Juli 2005 veröffentlichten *Emittentenleitfaden*<sup>7</sup>, das wichtigste und umfangreichste Detailkapitel dar.

---

<sup>1</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABIEG Nr. L 96, S. 16.

<sup>2</sup> Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz) vom 28. Oktober 2004, BGBl. I, S. 2630.

<sup>3</sup> Art. 1 des Gesetzes über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften vom 26.07.1994, BGBl. I 1994, S. 1749.

<sup>4</sup> Der Begriff Unternehmensakquisitionen dürfte vom US-amerikanischen Sprachgebrauch (*M&A* = Mergers & Acquisitions) beeinflusst sein. Er wird in dieser Arbeit als Oberbegriff verwendet und umfasst den Vorgang von Unternehmensakquisitionen, unabhängig von ihrer rechtlichen Ausgestaltung etwa als Asset- oder Share-Deal, durch exklusive Verhandlungen oder auf Grund eines öffentlichen Übernahmeangebotes. Dieser Begriffsverwendung ist auch im Schrifttum üblich, vgl. *Hölters*, in: *Hölters*, Teil I Rn. 1; *Berens/Mertes/Strauch*, in: *Berens/Brauner/Strauch*, 25 ff.; *Stoffels*, ZHR 165 (2001), 362, 363 ff.; *Werner*, ZIP 2000, 989.

<sup>5</sup> Die dem Insiderhandelsverbot vorgelagerten Publizitätspflichten der Ad-hoc-Mitteilungen sowie der Director's Dealings sind dagegen nicht Gegenstand dieser Arbeit.

<sup>6</sup> Der weltweit spektakulärste Fall des Insiderhandels ist sicherlich der Zusammenbruch des Energieversorgers *Enron* im Jahr 2001. Dessen Vorstandschef *Kenneth Lay* ist am 25. Mai 2006 u.a. des Insiderhandels für schuldig befunden worden. Ihm und dem weiteren angeklagten Vorstandschef des siebtgrößten US-Konzerns *Jeffrey Skilling* drohen nun jahrzehntelange Haftstrafen. Der Ex-Finanzvorstand *Andrew Fastow* wurde bereits zu zehn Jahren Haft wegen Bilanzmanipulationen verurteilt. Auch in Deutschland wurden gerade zur Zeit des Neuen Marktes zahlreiche Fälle von Insiderhandel bekannt. So ist etwa der Ex-*Infomatec*-Vorstand *Alexander Häfele* im Frühjahr 2004 wegen Insiderhandels und Kursbetrug zu zwei Jahren und neun Monaten Haft verurteilt worden. Wegen derselben Delikte wurde der Ex-*Metabox*-Vorstand *Bodo Schnabel* zu sieben Jahren Haft verurteilt.

<sup>7</sup> *Emittentenleitfaden* in der Fassung vom 15.07.2005, abrufbar auf der Homepage der BaFin ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)).

## I. Das Insiderproblem

Wissen bedeutet Macht. An der Börse bedeutet Wissen aber nicht nur Macht, sondern vor allem Geld<sup>8</sup>. Der Bestand und die Entwicklung eines Unternehmens werden durch wirtschaftliche, technische, politische und soziologische Bedingungen maßgeblich beeinflusst. An der Börse werden diese zukünftigen Entwicklungen und deren Auswirkungen auf die Emittenten gehandelt. Sind daher einzelne, für die Bewertung von Effekten und damit für deren Börsenkurs wesentliche Umstände nur einigen wenigen Interessenten bekannt, so haben diese allein aufgrund ihres Informationsvorsprungs die Chance, nahezu risikolos Gewinne zu erzielen. Die lukrativsten Geschäfte kann also derjenige tätigen, der am besten informiert ist, d.h. insbesondere zeitlich vor den anderen Marktteilnehmern über kursrelevante Informationen verfügt<sup>9</sup>.

Hiergegen ist solange nichts einzuwenden, wie alle Anleger – jedenfalls im Grundsatz – zu gleicher Zeit Zugang zu den gleichen Informationsquellen und damit zumindest theoretisch die gleichen Ausgangspositionen haben<sup>10</sup>. Das überlegene Wissen einzelner muss also das Ergebnis eines freien Leistungswettbewerbs sein. Ist es dagegen die bloße Folge von Insiderkenntnissen, fällt es dem Insider also gleichsam „*wie eine reife Frucht in den Schoß*“<sup>11</sup>, so ist dessen Verwendung als Missbrauch anzuprangern. Denn eine Rechtsordnung, die – wie die unsrige – auf der Vertragsfreiheit aufbaut, muss die grundsätzliche Chancengleichheit der Vertragspartner gewährleisten<sup>12</sup>. Sollen die Kapitalmärkte zudem ihre allokativen Funktion erfüllen<sup>13</sup>, so bedarf es des Vertrauens der Anleger in deren Integrität.

---

<sup>8</sup> Wiedemann, 11.

<sup>9</sup> Ulsenheimer, NJW 1975, 1999, 1999. Nicht umsonst wurde um die Jahreswende 2005 unter dem Stichwort „*Kapitalinformationshaftungsgesetz (KapInHaG)*“ daher auch heftig diskutiert, ob verantwortliche Mitglieder des Vorstands oder des Aufsichtsrates gesamtschuldnerisch neben dem Emittenten für Fehlinformationen des Kapitalmarktes haften sollen. Der Diskussionsentwurf ist lediglich wegen der ab Mai 2005 absehbaren Diskontinuität der 15. Legislaturperiode nicht zu einer Kabinettsvorlage geworden.

<sup>10</sup> Rein faktisch ist hinzunehmen, dass die Wahrscheinlichkeit des Steigens oder Fallens des Aktienkurses von den Verwaltern zuerst erkannt werden wird, vgl. *Hanse*, 114.

<sup>11</sup> Ulsenheimer, NJW 1975, 1999, 1999.

<sup>12</sup> So schon die Überlegungen von *Schwark*, DB 1971, 1605, 1605 ff.; *Mertens*, ZHR 138 (1974), 269, 276 f.; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.404; *Peters*, 3 ff.

<sup>13</sup> Vgl. Einleitung, II.1.



## 1. Ziel der Arbeit

Die Zielsetzung der MMR und des AnSVG ist die Verbesserung der Integrität und Funktionsfähigkeit des Marktes und infolgedessen des Schutzes der Anleger<sup>14</sup>. Die Zielsetzung des Aktienwesens ist die Förderung der Finanzierung der Aktiengesellschaften über die Kapitalmärkte, um damit Beschäftigung und Wachstum zu ermöglichen<sup>15</sup>. Hieran anschließend lässt sich das Ziel der vorliegenden Arbeit wie folgt formulieren:

Ist durch die Neugestaltung des Insiderhandelsverbotes aufgrund der MMR und des AnSVG eine Verbesserung für die Anleger bewirkt worden, ohne zugleich die Emittenten in ihrer unternehmerischen Freiheit nachhaltig zu beschneiden?

Praxisrelevante Probleme stellen sich hier insbesondere bei der Beurteilung von zukünftigen Ereignissen und Gerüchten als Gegenstand einer Insiderinformation sowie der Verwendung und Weitergabe von Insiderinformationen im Rahmen von Unternehmensakquisitionen<sup>16</sup>. Schließlich sind der erweiterte Anwendungsbereich des neuen Insiderrechtes sowie dessen Rechtsfolgen zu beleuchten.

## 2. Gang der Arbeit

Im ersten und zweiten Kapitel werden die Begriffe des Insiderpapiers und der Insiderinformation erläutert. Diese stellen Tatbestandsmerkmale des Insiderhandelsverbotes (Drittes Kapitel) dar. Nachfolgend werden die Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen das Insiderhandelsverbot erörtert (Viertes Kapitel). Schließlich werden dem eiligen Praktiker in einer kurzen Zusammenfassung die wichtigsten Ergebnisse und Konsequenzen für die Praxis aufgezeigt (Fünftes Kapitel).

---

<sup>14</sup> Erwägungsgründe 12, 24, 34, MMR, ABIEG Nr. L 96, S. 17 f.; Begr. RegE (AnSVG), BT-Drs. 15/3173, S. 26 (A.I.), S. 34 (zu § 15 Abs. 1), S. 41 (zu § 39 Abs. 4). Das Bemühen um eine Verbesserung der Information des Kapitalmarktes lässt sich auch in anderen aktuellen Gesetzen beobachten, vgl. etwa zum Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG), *Wilsing/Neumann*, DB 2006, 31, 34.

<sup>15</sup> Assmann, in: *GroßK-AktG*, Einl. A-D, Rn. 400 ff.

<sup>16</sup> Vgl. etwa FAZ, v. 07.09.2005, S. 23: „*Verwirrung um neues Insiderrecht – Verteidiger und Staatsanwälte rätseln über den Fall Daimler-Chrysler*“.

### 3. Prüfungsmaßstab

Will man ein Gesetz, das schon dem Namen nach die Verbesserung des Anlegerschutzes zum Ziel hat, analysieren, so bedarf es zunächst einer Klärung des Verständnisses von Anlegerschutz im Sinne des Insiderrechtes.

Positiv abgegrenzt dient der Anlegerschutz dazu, eine Anlageentscheidung auf gleichmäßiger Informationsbasis aller Marktteilnehmer zu ermöglichen sowie der Markttransparenz und Marktintegrität<sup>17</sup>. Negativ abgegrenzt will er nicht die typischen Anlagerisiken, die einem Risikopapier zu Eigen sind, abbauen, sondern lediglich die darüber hinausgehenden Risiken mindern<sup>18</sup>. Unter den Anlegerschutzbegriff lässt sich daher zum einen der zivilrechtlich ausgestaltete Schutz der Individualinteressen des einzelnen Anlegers definieren<sup>19</sup>. Zum anderen ist ein Verständnis des Anlegerschutzbegriffs als überindividueller Schutz der Anlegerschaft in Form eines Teilaspektes des (Gesamt-) Funktionsschutzes des Kapitalmarktes möglich<sup>20</sup>.

Den nachfolgenden Ausführungen liegt das letztgenannte Verständnis von Anlegerschutz zu Grunde. Das heißt, dass die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes als die Gesamtmenge schützenswerter Faktoren für einen funktionierenden Markt zu verstehen ist. Hierbei steht das allgemeine öffentliche Interesse an der Leistungsfähigkeit der kapitalmarktbezogenen Einrichtungen und Ablaufmechanismen im Vordergrund<sup>21</sup>. Anlegerschutz ist nach diesem Verständnis nicht ein übergeordneter Selbstzweck, sondern immer im Gesamtkontext der Normenklaviatur zu sehen. So dient auch das anlegerschützende Insiderrecht, das auf einen strukturellen Schutz des Kapitalmarktes zielt, zunächst dem Funktionsschutz des Kapitalmarktes, indirekt aber auch der individuellen Absicherung der Anleger<sup>22</sup>. Beide Elemente lassen sich nicht strikt voneinander trennen. Sie greifen ineinander, stehen jedoch gleichzeitig unter Spannung<sup>23</sup>, da die Ausweitung des einen zu einer Lähmung des anderen führen kann. So nützt der beste Individualschutz wenig, wenn der Markt nicht mehr seine Funktion erfüllen kann. Demzufolge bedarf es zur Herstellung und Sicherung einer größtmöglichen Effizienz der Kapitalmärkte eines ausgewogenen Verhältnisses zwischen diesen beiden Kräften<sup>24</sup>.

---

<sup>17</sup> *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 77; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.404.

<sup>18</sup> *Fleischer*, Gutachten für den 64. Deutschen Juristentag, 2002, F, S. 13.

<sup>19</sup> *Hopt*, ZHR 141 (1977), 389, 429, 431.

<sup>20</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.388 ff.; *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 89; *Caspari*, NZG 2005, 98, 98; *Otto*, ZStW 96 (1984), 342; *Worms*, 277.

<sup>21</sup> Vgl. Einleitung, II.1.

<sup>22</sup> *Kümpel*, WpHG, 51; *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 159, 162; *Assmann*, AG 1994, 196, 204.

<sup>23</sup> *Barnert*, WM 2002, 1473, 1473; *Fahrholz*, in: FS Selmer, 323, 325.

<sup>24</sup> Dem Anlegerschutz dienen im Übrigen die Institutionen des Wertpapier- und Börsenwesens (Börsenaufsicht, Zulassungskontrolle, Marktsegmentierungen), Informationspflichten des Emittenten nach § 40 BörsG, §§ 53-62

Dieses Verständnis von Anlegerschutz liegt ebenfalls der EG-Insiderrichtlinie, der MMR und dem WpHG zu Grunde. Nach den Richtlinien-/ Gesetzesbegründungen ist das durch das Insiderrecht geschützte Rechtsgut die Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes<sup>25</sup>.

#### 4. Methode

Juristische Methodik befasst sich zum einen mit Normtexten, zum anderen mit Sachgesichtspunkten. Normkonkretisierung ist daher einerseits Normtextauslegung (Interpretation), andererseits Normbereichsanalyse<sup>26</sup>.

##### a) Normtextauslegung

Der nationale Gesetzgeber hat sich bei der Tatbestandsbildung im Rahmen des AnSVG weitgehend unbestimmter Rechtsbegriffe bedient. Angesichts der Vielgestaltigkeit und Komplexität der Insiderinformationen war dies nicht zu vermeiden. Für die praktische Umsetzung der Insiderregelungen besteht jedoch ein dringendes Bedürfnis nach Konkretisierung des gesetzlichen Tatbestands. Sie hat im Wege der Auslegung zu erfolgen. Dabei ist zu beachten, dass auf der einen Seite dem Interesse der Anleger nach weitgehendem Schutz Rechnung getragen wird, auf der anderen Seite jedoch auch die legitime und unter dem Gesichtspunkt der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes durchaus nicht unerwünschte Wahrnehmung eigener Interessen der Emittenten Beachtung findet.

Die causa des AnSVG ist die MMR. Gemäß Art. 249 Abs. 3 EG sind europäische Richtlinien für die Mitgliedstaaten hinsichtlich des zu erreichenden Ziels verbindlich. Hieraus hat der EuGH die sog. „richtlinienkonforme Auslegung angeglichenen Rechts“ entwickelt<sup>27</sup>. Vorrangige Methode der Normtextauslegung des AnSVG ist daher die Auslegung nach dem Ziel der MMR<sup>28</sup>. Methodologische Elemente im Übrigen sind die vier von Savigny<sup>29</sup> entwickelten Auslegungsregeln der Rechtswissenschaft, dass heißt die grammatikalische,

---

BörsZulVO sowie einzelne Normen des Handels- und Gesellschaftsrechts (§§ 23 ff., 46 ff., 76, 93, 148, 291 ff. AktG, § 264 Abs. 2 S. 1 HGB).

<sup>25</sup> Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABIEG Nr. L 334, S. 30; Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG, ABIEG Nr. L 96, S. 16, 17; Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften vom 27.1.1994, BT-Drs. 12/6679, S. 47, 57; Begr. RegE zum AnSVG, BT-Dr. 15/3174, S. 40, 41.

<sup>26</sup> Müller/Christensen, 52, S. 394.

<sup>27</sup> EuGH Slg. 1975, 297, 306 (Bonsignore); EuGH Slg. 1985, 2655, 2668 (Kommission ./ Deutschland); vgl. auch: BGH, AG 2004, 144, 145; Müller/Christensen, 328.41, S. 343; Ruffert, in: Calliess/Ruffert, Art. 249 Rn. 106 ff.; Lutter, JZ 1992, 593, 596 m.w.N.

<sup>28</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, Einl. Rn. 68 ff.; zur alten Rechtslage allgemein BGH, AG 2004, 144, 145; OLG Karlsruhe, AG 2004, 512, 513; Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 9.

<sup>29</sup> v. Savigny, 18, 19, 32. Hieran anschließend: BVerfGE 1, 299, 312; Larenz, 343 ff.; Flume, § 16; Zippelius, § 8, 42 ff.; Lutter, JZ 1992, 593, 595 ff.

systematische, historische und teleologische Auslegung<sup>30</sup> sowie die genetische Auslegung<sup>31</sup>; ferner die zusätzlichen Interpretationsfiguren wie etwa die Analogie oder das Prinzip der Verfassungsmäßigkeit<sup>32</sup>. Das straf- und ordnungswidrigkeitbewehrte Verbot von Insidergeschäften unterliegt des Weiteren dem Analogieverbot<sup>33</sup>. Anders als bei der Verwendung unbestimmter Rechtsbegriffe geht es hier nicht um Tatbestandsbegrenzung, sondern um Tatbestandsausdehnung über den Wortlaut hinaus. Die strenge Sanktionierung durch Strafen und Geldbußen, die der zivilrechtlichen Verbotsnorm des § 14 WpHG besonderen Nachdruck verleihen soll<sup>34</sup>, wird daher durch eine Einengung des Tatbestands erkauft<sup>35</sup>. Die Grenze jeder Auslegung muss im Übrigen der Wortlaut sein.

#### b) Normbereichsanalyse

Der Normbereich umschreibt die Menge der Realdaten<sup>36</sup>, die mit zur Grundlage der Entscheidung gemacht werden<sup>37</sup>. Die Normbereichsanalyse befasst sich mit der Frage, ob eine Norm überhaupt einen Normbereich ausweist, oder ob ihr erst durch die Konkretisierungspraxis ein abgrenzbarer Normbereich gegeben werden muss<sup>38</sup>. Sie ist ein Teilvorgang der Rechtsnormkonkretisierung. Sie ist kein Verfahren der Sozialwissenschaften, sondern eines der angewandten Rechtswissenschaften<sup>39</sup>.

## II. Relevanz kapitalmarktrechtlicher Regelungen

Um die Existenz des Kapitalmarktrechtes zu rechtfertigen und die argumentative Basis für eine Analyse zu schaffen, wird im Folgenden ein Kurzüberblick über die ökonomischen Grundlagen des Kapitalmarktrechtes gegeben. Insbesondere die Beantwortung der Frage nach

---

<sup>30</sup> Grammatikalische Auslegung = Interpretation des Normtextes als Beginn der Ausarbeitung einer Rechtsnorm; sie hat grundsätzlich nur Indiz- oder Grenzwirkung. Systematische Auslegung = Interpretation des Zusammenhangs der mit der Vorschrift in Zusammenhang zu bringende Normtexte. Historische Auslegung = Interpretation des Zusammenhanges mit dem Wortlaut von Vorläufern der zu konkretisierenden Norm. Teleologische Auslegung = Sinn und Zweck der Norm. Vgl. zum Ganzen: *Müller/Christensen*, 53, S. 396 f.; *Zippelius*, § 8, 42 ff.

<sup>31</sup> Untersuchung der Gesetzgebungsmaterialien. Vgl. *Müller/Christensen*, 53, S. 396.

<sup>32</sup> Vgl. hierzu, *Palandt/Heinrichs*, Einl. Rn. 47 ff.

<sup>33</sup> § 3 OWiG

<sup>34</sup> Begr. RegE zu § 31 (2. FFG), BT-Drs. 12/6679, S. 57.

<sup>35</sup> *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 8.

<sup>36</sup> *Realdaten* sind die empirischen Elemente, die als natürliche oder soziale Fakten primär nicht-sprachlich konstituiert sind, die aber gleichwohl, damit die juristische Praxis und Wissenschaft mit ihnen arbeiten können, sekundär sprachlich vermittelt sein müssen. Dagegen sind *Sprachdaten*, sprachlich begründete Interpretationsgesichtspunkte (z.B. die grammatikalischen, systematischen, genetischen). Vgl. *Müller/Christensen*, 50, S. 390.

<sup>37</sup> *Müller/Christensen*, 54, S. 398.

<sup>38</sup> So etwa bei Generalklauseln oder den meisten Grundrechten.

<sup>39</sup> *Müller/Christensen*, 54, S. 400.

der Notwendigkeit einer staatlichen Reglementierung und Überwachung des Insiderhandels ist für die spätere Auslegung der Spielräume des Insiderrechts von entscheidender Bedeutung.

## 1. Regelungsziele

Kapitalmarktrechtliche Regelungen haben zwei vorrangige Regelungsziele: Zum einen den Funktionsschutz der Kapitalmärkte und zum anderen den Individualschutz der Anleger<sup>40</sup>.

Die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte hat für eine marktwirtschaftlich orientierte Volkswirtschaft einen besonderen Stellenwert. Die Kapitalmärkte dienen aus volkswirtschaftlicher Sicht der Umschichtung des Vermögens der privaten Haushalte, der Investmentgesellschaften und der Lebensversicherungen in das für unternehmerische oder staatliche Investitionen benötigte Kapital<sup>41</sup>. Diese allokativen Funktion<sup>42</sup> der Märkte soll gewährleisten, dass die knappen Ressourcen des verfügbaren Vermögens dorthin fließen, wo der jeweils dringende Bedarf an Investitionsmitteln die höchste Rendite bei ausreichender Sicherheit der Anlage verspricht<sup>43</sup>. Indem die Kapitalmärkte daher zum einen der Versorgung der Unternehmen mit vorteilhaften Finanzierungsmöglichkeiten und zum anderen der Versorgung der Investoren mit günstigen Anlagemöglichkeiten dienen, liegt ihre Funktionsfähigkeit im öffentlichen Interesse<sup>44</sup>.

Für einen funktionierenden Markt bedarf es daher eines wirksamen Marktmechanismus, einer gesunden Aufnahmefähigkeit des Marktes<sup>45</sup> sowie Transparenz und Schutz, d.h. rechtlicher Rahmenbedingungen, um das Vertrauen der Anleger in die Stabilität, Fairness und Integrität der Märkte zu erhalten und möglichst zu festigen<sup>46</sup>. Ein Investor wird nur in einen fairen

---

<sup>40</sup> EuGH, NZG 2006, 60, 60 („Knud Grøngaard, Allan Bang“); *Hilgendorf*, in: Park, 3. Abschnitt, Rn. 4 f.; *Thiel*, in: Semler/Volhard, § 31 Rn. 104; *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 1a; *Fahrholz*, in: FS Selmer, 323, 325; *Weimann*, DStR 1998, 1556; *Hopt*, ZHR 141 (1977), 389, 429, 431;.

<sup>41</sup> *Schmidt*, in: Hopt/Teubner, 339; *Weber*, Insiderrecht, 29; *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 1; *Weber*, Prof. Dr. rer. pol. Martin, FAZ, v. 10.03.2005, S. 24.

<sup>42</sup> Begriff der allokativen Effizienz: Eine Allokation von Ressourcen und Gütern ist deren Aufteilung auf unterschiedliche Verwendungsarten. Eine Situation ist effizient, wenn es nicht möglich ist, ein Individuum besser zu stellen, ohne mindestens ein anderes schlechter zu stellen. Eine Allokation (z.B. die Verteilung von Kapital am Markt) ist somit effizient, wenn es nicht möglich ist, durch Re-Allokation der Ressourcen eine Person besser zu stellen, ohne dabei eine andere schlechter zu stellen. Allokative Effizienz erfordert daher einen nutzenmaximierenden Einsatz von knappen Ressourcen.

<sup>43</sup> Begr. RegE (4. FFG), BT-Drs. 14/8017, S. 62; Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses des deutschen Bundestages (2. FFG), BT-Drs. 12/7918, S. 102; *Kübler*, § 31 II; *Hartmann*, 37.

<sup>44</sup> Vgl. *Caspari*, ZGR 1994, 530, 532; Zur Bedeutung der Finanzmärkte für die Geldpolitik, *Otmar Issing*, Chefvolkswirt der Deutschen Bundesbank a.D., Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank a.D., in: FAZ, v. 14.07.2006, S. 13: „Die Finanzmärkte sind heutzutage ein entscheidender Transmissionsriemen der Geldpolitik. Infolgedessen ist die Steuerung der Erwartungen eine zentrale Aufgabe der Geldpolitik“.

<sup>45</sup> Die Liquiditätsfunktion der Sekundärmärkte, d.h. die Möglichkeit der Anleger, ihre Anlagetitel jederzeit zu verkaufen, ohne das dem Kapitalnachfrager das zur Verfügung gestellte Kapital wieder entzogen wird, stellt den eigentlichen Sinn und Zweck der Sekundärmärkte für den Anleger dar, vgl. *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 3.

<sup>46</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schütze, § 1 Rn. 26.

Markt Vertrauen setzen. Fühlt er sich unfair behandelt, wird er sich von dem Markt abwenden und seine Investitionen an anderen Plätzen abwickeln<sup>47</sup>.

Indem das WpHG den Schutz des Vertrauens des Anlegerpublikums - als Träger des gesamten Angebots- und Nachfragekapitals - in eine ordnungsgemäße Abwicklung der Wertpapiermärkte bezweckt, trägt es daher wesentlich zur Erhaltung des volkswirtschaftlich benötigten Investitionskapitals bei.

## 2. Entwicklung der Kapitalmarktrelevanz

In der Mitte des letzten Jahrhunderts besaß das industriell geprägte Deutschland einen unterentwickelten Wertpapiermarkt. Die Relevanz der kapitalmarktrechtlichen Regelungen hat in den letzten Jahrzehnten kräftig zugenommen. So zeichnet sich der Wertpapiermarkt nunmehr durch eine beachtliche Vielfalt an Produkten und Dienstleistungen aus, die von der Bevölkerung in gesteigertem Maße in Anspruch genommen und von der juristischen Praxis diskutiert werden<sup>48</sup>. Es ist Aufgabe des Kapitalmarktrechtes, dafür zu sorgen, dass dies in einem zuverlässigen Rechtsraum stattfindet. Die Entwicklung der Kapitalmarktrelevanz wird insbesondere anhand von vier Aspekten deutlich<sup>49</sup>.

### a) Strukturwandel der Kapitalmärkte

Als erster Aspekt ist ein rascher Strukturwandel an den deutschen und internationalen Kapitalmärkten zu nennen. Dieser hat seine Ursache in der Entwicklung der Informations- und Kommunikationstechnik sowie der zunehmenden Integration des europäischen Finanzmarktes<sup>50</sup>. Ferner ist hier die seit den 70er Jahren stärkere Verlagerung der Unternehmensfinanzierung weg von der traditionellen Kreditfinanzierung durch Banken und hin zu Kapitalmarktfinanzierungen durch Wertpapieremissionen (sog. „Securitisations“) zu

---

<sup>47</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.418; *Caspari*, ZGR 1994, 530, 533. Vgl. FAZ, v. 04.08.2005, S. 21: „Italien hadert mit der Manipulation von Spielregeln in der Übernahmeschlacht um die Banken. [...] Zu den Traditionen des italienischen Finanzmarktes gehört es schließlich auch, dass man in den siebziger und achtziger Jahren nie Scheu vor Insidergeschäften hatte. Auch Nachrichten aus der Politik wurden zu diesem Zweck benutzt. Die Aktionäre dienten als dumme Kuherde („parco buoi“) oder als Schafe, die immer wieder „geschoren“ werden mussten, während kontrollierende Aktionäre bei Kapitalerhöhungen kassierten und wenig später die stark verbilligten Aktien zurückkauften. [...] Die internationalen Anleger [...] werden sich nun [...] überlegen, ob sie weiter an Italien interessiert bleiben.“

<sup>48</sup> So gab es etwa zum AnSVG bereits kurz nach dessen Erscheinen ein eigenes Forum im Internet (vgl. <http://www.dirk.org/sw4499.asp>).

<sup>49</sup> Basierend auf *Caspari*, NZG 2005, 89, 99.

<sup>50</sup> Siehe den Finanzaktionsplan der EU für Finanzdienstleistungen unter: [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/actionplan/index\\_en.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm). Ein vereinheitlichter europäischer Rechtsrahmen fördert die allokativen Funktion der Märkte, weil er über mehr Liquidität verfügt, niedrigere Transaktionskosten erwarten lässt und nicht zuletzt einen gleichwertigen Partner gegenüber dem amerikanischen Kapitalmarkt darstellt, vgl. *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 11.

nennen<sup>51</sup>. Dies geht einher mit einer zunehmenden Nutzung der Aktie als Vermögensanlage durch weite Bevölkerungsteile<sup>52</sup>. Dessen ungeachtet sehen sich die Anleger heute einer großen Vielfalt und Komplexität von Finanzprodukten gegenüber, welche die preis- und risikotheorietische Beurteilung sehr erschweren<sup>53</sup>. Zum Teil ist diese Entwicklung durch den technischen Fortschritt bedingt<sup>54</sup>, teilweise resultiert sie jedoch auch aus einer Öffnung des deutschen Kapitalmarktes für Innovationen aus dem angelsächsischen Raum<sup>55</sup>.

#### b) Umstrukturierung der Investorenmenseite

Als zweiter Aspekt für die Entwicklung der Kapitalmarktrelevanz, ist die Umstrukturierung der Investorenmenseite zu nennen. In Deutschland hat sich das Anlageverhalten in den letzten Jahrzehnten stark verändert. Sparvermögen aus allen Bevölkerungsschichten fließt in den Kapitalmarkt. Gleichzeitig mit dem hohen Verbreitungsgrad der Finanzinstrumente ist es jedoch nicht zwingend zu einer Verbreitung von Fachwissen und Erfahrung der (privaten) Anleger gekommen, so dass die Regulierung des Finanzmarktes durch den Anlegerschutz um eine sozialpolitische Komponente erweitert wird.

#### c) Vielgestaltigkeit der Kapitalmarktakteure

Als dritter Aspekt ist neben der Zunahme auf die Vielgestaltigkeit der Kapitalmarktakteure hinzuweisen. Finanzintermediäre haben vielgestaltige Formen und Ausmaße angenommen, so dass der Anleger selten erfassen kann, wie die jeweilige Verantwortungsabgrenzung ausgestaltet ist<sup>56</sup>.

#### d) Internationalität der Kapitalmärkte und des Kapitalmarktrechtes

Nicht zuletzt ist die zunehmende Internationalität der Kapitalmärkte zu benennen. So sind immer mehr Unternehmen nicht nur an ihrer (Heimat-) Börse gelistet, sondern auch an anderen internationalen Börsen um den dortigen Markt abzudecken (sog. *dual* oder *multiple listing*). Eine deutliche Tendenz geht in Deutschland demzufolge dahin, deutsches Börsenwesen und Börsenrecht an dem Wertpapier- und Kapitalmarktwesen der USA als der

---

<sup>51</sup> Fahrholz, in: FS Semler, 323, 324; Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 5.

<sup>52</sup> Die Gesamtzahl der Aktionäre in Deutschland, stieg von ca. 3,9 Mio. im Jahre 1997 auf über 6,2 Mio. im Jahr 2000, um sich 2004 auf ca. 4,6 Mio. zu stabilisieren. Vgl. Infratest Umfragen für das Deutsche Aktieninstitut e.V. (DAI), in: DAI-Factbook, (Stand April 2005), 8.3. Diese Zahl wird insbesondere mit Blick auf die zunehmende Notwendigkeit einer privaten Altersvorsorge und privater Vermögensbildung in den nächsten Jahren zunehmen.

<sup>53</sup> Besser, 1.

<sup>54</sup> Besser, 5.

<sup>55</sup> Caspari, NZG 2005, 89, 99.

<sup>56</sup> Fleischer, Gutachten für den 64. Deutschen Juristentag, F34 ff.

bedeutendsten Börsenszene der Welt zu orientieren<sup>57</sup>. Dies wird insbesondere durch die Einführung der in den USA seit Jahrzehnten geltenden Insidergesetzgebung durch die europäische Insiderrichtlinie deutlich<sup>58</sup>.

#### e) Zusammenfassung

Für die Entwicklung der Relevanz des Kapitalmarktrechtes ist die Entwicklung des Insiderrechtes ein gutes Beispiel. Sie verdeutlicht den zunehmenden Einfluss der Kapitalmärkte auf die Gesamtwirtschaft und damit das öffentliche Interesse an einem funktionsfähigen Kapitalmarkt<sup>59</sup>.

### 3. Ökonomische Notwendigkeit des Insiderhandelsverbotes

*„Wenn es nicht notwendig ist, ein Gesetz zu erlassen, dann ist es notwendig, kein Gesetz zu erlassen“.*

Dieser Satz von *Charles de Montesquieu* aus seinem Werk *De l'esprit des lois* von 1758, den auch Bundespräsident *Horst Köhler* in seiner Rede am 15. März 2005 vor dem Arbeitgeberforum Wirtschaft und Gesellschaft in Berlin aus aktuellem Anlass aufgegriffen hat<sup>60</sup>, hat heute mehr Geltung denn je. So spricht auch der Präsident der BaFin *Jochen Sanio* von *„Regulierungsexzessen, die hin und wieder aus Brüssel über Deutschland hereinbrechen“* und gibt den Kritikern der BaFin zu bedenken, dass *„wir [die Regulierungsexzesse, Anm. d.V.] in unserer Verwaltungspraxis nicht wegzaubern können“*<sup>61</sup>.

Die massiv vorangetriebene europäische Rechtsvereinheitlichung ist nicht nur im Hinblick auf die Tatsache, dass die Bevölkerungen in Frankreich und den Niederlanden einer verfassungsrechtlichen europäischen Grundlage eine Absage erteilt haben, kritisch zu hinterfragen. Der deutsche Gesetzgeber nickt die Brüssler Gesetzesflut häufig nur noch ab,

---

<sup>57</sup> *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 5.

<sup>58</sup> Vgl. hierzu Einleitung, III.

<sup>59</sup> Das Insiderrecht tritt auch zunehmend in den Focus der Öffentlichkeit. So finden sich im Wirtschaftsteil der überregionalen Zeitungen regelmäßig Nachrichten über eingeleitete Voruntersuchungen der BaFin wegen Insiderhandels, vgl. zuletzt FAZ, v. 21.12.2005, S. 11 (*„Bafin untersucht Grundbesitz-Invest [...] der DB Real Estate, einer Tochtergesellschaft der Deutschen Bank“*); FAZ, v. 01.09.2005 (*„Wegen des Verdachts des Insiderhandels bei Daimler-Chrysler hat die Staatsanwaltschaft Stuttgart am Donnerstag mehrere Wohnungen und Büros durchsucht.“*); FAZ, v. 18.08.2005, S. 9 (*„Insiderhandel bei Daimler Chrysler vermutet – Bafin leitet förmliche Ermittlungen ein“*).

<sup>60</sup> Im Internet abrufbar unter: [http://www.bundespraesident.de/Anlage/original\\_622851/Rede-beim-Arbeitgeberforum-Wirtschaft-und-Gesellschaft-in-Berlin.pdf](http://www.bundespraesident.de/Anlage/original_622851/Rede-beim-Arbeitgeberforum-Wirtschaft-und-Gesellschaft-in-Berlin.pdf).

<sup>61</sup> *Jochen Sanio*, BaFin - Jahrespressekonferenz vom 29.05.2005. Abrufbar unter: [http://www.bafin.de/presse/reden/2005/p\\_050519.htm](http://www.bafin.de/presse/reden/2005/p_050519.htm); *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 10 spricht von einer *„erheblichen Regelungsdichte“*.



unabhängig von den teilweise gravierenden Folgen für die nationale Souveränität<sup>62</sup> und leistet sich auch im Übrigen viele unbedachte Schnellschüsse<sup>63</sup>. Zu kritisieren ist hierbei insbesondere, dass der nationale Gesetzgeber die europäischen Richtlinien in einem derartig vorausseilenden Gehorsam umsetzt wie kein anderer europäischer Staat<sup>64</sup>. Dagegen hinken die anderen, auch industriell und finanzwirtschaftlich großen Mitgliedsstaaten erheblich hinterher<sup>65</sup>.

Ungeachtet dessen stand der Gesetzgeber im Fall der Umsetzung der MMR vor einem Grundkonflikt. Zum einen basiert ein freies Wirtschaftssystem darauf, dass der Einzelne für ihn selber günstige Ziele verfolgen und exklusive Informationen verwerten darf. Zum anderen sollte in einem Rechtsstaat ein Mindestmaß an Schutz vor Benachteiligung bestehen, damit sich schwächere Marktteilnehmer nicht vollständig aus dem Markt zurückziehen<sup>66</sup>.

Die entscheidende Frage ist daher vorliegend, ob der Insiderhandel (a) überhaupt rentabel ist, (b) die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes beeinträchtigt, (c) Anreize für interessenfremde Investitionsentscheidungen des Managements vermittelt und/oder (d) den individuellen Anleger schädigt, so dass es eines gesetzlichen Verbotes und einer staatlichen Aufsicht bedarf. Die Ansätze der Ökonomie zum Insiderhandel sind sehr ausdifferenziert und bedürfen einer selbstständigen Ausarbeitung<sup>67</sup>. Vorliegend kann daher nur anhand der wesentlichen Argumentationsstränge die ökonomische Basis für die folgende juristische Argumentation entworfen werden.

#### a) Rentabilität von Insiderhandel

Fraglich ist zunächst, ob Insiderhandel überhaupt rentabel ist. Gemäß einer empirischen Studie der Deutschen Bank erzielten Aktienkäufe, welche von Unternehmensinsidern im Rahmen von Transaktionen durchgeführt wurden (Director's Dealings), überdurchschnittliche Renditen<sup>68</sup>. So ergab die Studie, dass derjenige, der Aktien, die Inhalt eines Director's Dealings waren, ebenfalls gekauft hatte, im Schnitt eine Überrendite von 2 bis 4 Prozent auf

---

<sup>62</sup> So etwa der europäische Haftbefehl, der erst durch das BVerfG eingeschränkt werden musste (BVerfGE v. 18.07.2005, Az.: 2 BvR 2236/04).

<sup>63</sup> Mann denke nur an das Gesetz zur Scheinselbstständigkeit vom 19.12.1998, welches schon ein Jahr später weitgehend zurückgenommen werden musste, da die praktischen Folgen nicht ausreichend bedacht worden waren.

<sup>64</sup> Claussen/Florian, sprechen von der Rolle eines „Musterschülers“, vgl. *dies.*, in: AG 2005, 745, 747,

<sup>65</sup> FTD v. 07.07.2005, S. 19 sowie 19.07.2005, S. 24.

<sup>66</sup> Weber, Insiderrecht, 26; vgl. auch Einleitung, II.1.

<sup>67</sup> Vgl. eingehend Hartmann, 21 ff.

<sup>68</sup> FAZ, v. 03.11.2005, S. 25 („Investieren wie die Insider“).

Sicht von 60 Handelstagen erzielt hat. Dass dieses Phänomen bei Aktienverkäufen von Unternehmensinsidern nicht zu beobachten ist, führt die Studie darauf zurück, dass diese – im Gegensatz zu den vorgenannten Aktienkäufen – nicht unbedingt deshalb erfolgen, weil der Manager oder Gründer sein Unternehmen mit künftigen Kursverlusten konfrontiert sieht. Vielmehr liege es nahe, dass sich ein Großaktionär von Aktienpaketen trenne, um liquider zu sein oder um sein Portfolio zu diversifizieren. Auf tatbestandliche Insiderverkäufe ist diese Annahme der Studie m.E. nicht zu übertragen, da dort auf Grund von – meist negativ kursrelevanten – Insiderinformationen verkauft wird. Folglich kann auch dort von einer Überrendite in Form von abgewendeten Kursverlusten ausgegangen werden.

Zusammenfassend ist daher festzustellen, dass zumindest der Kauf von Insiderpapieren empirisch feststellbar zu einem überrentablen Ergebnis führt. Dies führt zu der Erkenntnis, dass Informationen über Geld nahezu so wichtig sind wie Geld selbst und deshalb der Gesetzgeber die gleichzeitige Nutzung von neuen Informationen durch alle Marktteilnehmer anzustreben hat. Von diesem Gedanken wird das ganze Gebäude des Insiderrechts und damit das strafbewehrte Verbot des Insiderhandels getragen<sup>69</sup>.

#### b) Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes

Der Gesetzgeber bezieht bezüglich dieser Fragestellung eine eindeutige Position: Marktmissbrauch verletze die Integrität der Finanzmärkte und untergrabe das Vertrauen der Öffentlichkeit in Wertpapiere und Derivate<sup>70</sup>. Von *Henry G. Manne* ist dagegen erstmals die Auffassung vertreten worden, dass Insiderhandel für Unternehmen, den Markt und die Gesellschaft positiv wäre, da er die Kurse ihrem wahren Wert anpasse<sup>71</sup>. Insiderhandel würde gerade zu einem besseren Informationsfluss beitragen und dadurch die Markteffizienz erhöhen<sup>72</sup>.

Dem ist entgegenzuhalten, dass das Insiderhandelsverbot dem Informationsfluss am Kapitalmarkt nicht entgegensteht. Vielmehr steht es in einer wechselseitigen Beziehung mit der Ad-hoc-Publizität. Diese ist notwendiger Bestandteil des Insiderrechtes und bewirkt einen Präventionseffekt in Bezug auf das Argument der Publizierung von Insiderinformationen durch Insiderhandel<sup>73</sup>. Durch das AnSVG ist das Insiderrecht sogar noch stärker mit der Ad-

---

<sup>69</sup> Vgl. *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 101; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.404.

<sup>70</sup> Erwägungsgrund 2 der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABIEG Nr. L 96, S. 16; Reg. Begr. zum WpHG, BT-Dr. 12/6679, S. 33 f., 45.

<sup>71</sup> *Manne*, CATO J. 4 (1985), 933, 935.

<sup>72</sup> *Heller*, BUS.LAW 37 (1982), 517, 533.

<sup>73</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, Einl. Rn. 50 f., vor § 12 Rn. 13; *Widder/Gallert*, NZG 2006, 451, 452; *von Falkenhausen/Widder*, BB 2005, 225, 227; *Hopt*, AG 1995, 353, 357; *Hartmann*, 40 f.

hoc-Publizität verwoben worden<sup>74</sup>. Wird eine Information (ad-hoc) publiziert, so bedarf es des Insiderhandelsverbotes nicht mehr. Unter anderem in den Fällen, in denen keine Ad-hoc-Pflicht besteht, greift dagegen das Insiderhandelsverbot. Daher kann das Argument der Regulierungsgegner nicht durchgreifen.

Weiterhin verursachen Insidergeschäfte Verzerrungen des Kurswertes. So können sich spekulative Kursblasen bilden, durch welche das Unternehmen an den Kapitalmärkten überbewertet wird<sup>75</sup>. Platzt die Blase, d.h. wird der Kurs wieder auf den wahren Wert herabgestuft, wird hierdurch die Integrität der Finanzmärkte beschädigt.

Nicht zuletzt ist die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland von der Existenz eines strengen, staatlich überwachten Insiderrechts abhängig<sup>76</sup>. Die internationale Entwicklung der Kapitalmärkte zeigt, dass gesetzliche Insiderregelungen ein Faktor sind, der von global tätigen institutionellen Anlegern als Voraussetzung ihres Engagements gefordert wird.

#### c) Auswirkungen auf die Unternehmen

Auch für das Unternehmen selbst kann der Insiderhandel, gleichsam als Mikro-Folge, Auswirkungen haben. In diesem Kontext werden insbesondere alternative Entlohnungsmodelle für Manager, kontrollierende Anteilseigner sowie für institutionelle Anleger diskutiert. Unter dem Stichwort „*principal-agent*“ wird von den Befürwortern eines unreglementierten Insiderhandels vertreten, dass Vereinbarungen zwischen Gesellschaft (= principal) und Manager (= agent) möglich sein sollten, nach denen der Manager neben einem Fixgehalt Insidergeschäfte gleichsam als Vergütung tätigen können solle<sup>77</sup>. Hierdurch würde der Manager einen Anreiz zur besseren Leistung zwecks Kapitalisierung durch Insidergeschäfte haben. Ferner würden Lohn und Transaktionskosten für Gehaltsanpassungskosten erspart<sup>78</sup>.

Fraglich ist jedoch, ob die Entlohnungsmodelle Anreize für interessenfremde Entscheidungen der genannten Personen, insbesondere des Managements setzen können. Interessenfremde Investitionsentscheidungen heißt in diesem Kontext, entgegen den Interessen der Kapitalanleger an einem möglichst hohen Gewinn und für eine persönliche Gewinnmaximierung des Managements zu handeln. Der principal-agent-Theorie ist

---

<sup>74</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, Einl. Rn. 50 f., vor § 12 Rn. 13.

<sup>75</sup> Lüdtke-Handjery, in: Piepenbrock/Schuster/Ruhle, 199.

<sup>76</sup> Begr. RegE zum AnSVG, BT-Dr. 15/3174, S. 1, 28; Hopt, AG 1995, 353, 355.

<sup>77</sup> Carlton/Fischel, Stan.L.Rev. 53 (1983), 857, 870 ff.; Manne, Insidertrading and the Stock Market, 131 ff.; Picot/Dietl, 113, 124.

<sup>78</sup> Easterbrook/Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 258.

diesbezüglich vorzuwerfen, dass sie die Beziehungen zwischen principal und agent aus dem Gesamtkontext der Beziehungen im Unternehmen isoliert und die Marktprozesse völlig ausblendet. Die durch den vereinbarten Insiderhandel vermittelten Anreize für das Management sind für eine auf Langfristigkeit ausgelegte Unternehmensstrategie nicht förderlich<sup>79</sup>. Vielmehr führen sie dazu, die Schwankungen des Firmenwertes auf ein überoptimales Niveau zu erhöhen, die Kapitalbindung zu gering auszugestalten und riskante Investitionen durchzuführen<sup>80</sup>. Dieser Ansatz ist daher abzulehnen.

#### d) Auswirkungen auf die individuellen Anleger

Ob Insiderhandel den einzelnen Anleger schädigt, ist äußerst umstritten. Die hierzu publizierten ökonomischen Theorien sind jedoch für eine juristisch-wissenschaftliche Begründung des Insiderhandelsverbotes nicht geeignet, da sie nicht beweisbar sind. So ist ein Schaden des einzelnen Anlegers im Rahmen eines Gerichtsverfahrens weder feststellbar noch nachweisbar, da es nicht möglich ist, einen kausalen Zusammenhang zwischen dem Handeln von Insidern und einem Schaden bei einzelnen Anlegern zu beweisen<sup>81</sup>. In diesem Zusammenhang ist jedoch zu beachten, dass der Durchschnittsanleger sein Kapital nicht mehr in den Kapitalmarkt investieren wird, wenn er sich ungerecht behandelt fühlt oder er das Gefühl hat, der Markt sei unlauter<sup>82</sup>. Dies hat wiederum negative Auswirkungen auf die allokativen Funktion der Märkte und damit auf deren Hauptfunktion<sup>83</sup>. Es bedarf daher unabhängig von der Frage eines Schadens des individuellen Anlegers auch immer der Gesamtbetrachtung.

#### e) Zusammenfassung

Das reibungslose Funktionieren der Wertpapiermärkte und das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Märkte sind Voraussetzungen für Wirtschaftswachstum und Wohlstand. Das Verantwortungsprinzip bewirkt, dass jeder sein Informationsrisiko selber trägt. Erst durch das Hinzutreten einer Täuschung oder eines Nichtoffenbarens einer Information wird die Verantwortung von Dritten begründet. Risikofaktoren müssen daher für die Anleger erkennbar und berechenbar sein, damit diese dem Markt ihr Kapital zuführen. Denn der Kapitalmarkt, dessen Volatilität in erheblichem Umfang von den Erwartungen der Marktteilnehmer an die zukünftige Entwicklung der Emittenten beeinflusst wird, stützt sich

---

<sup>79</sup> Hopt, AG 1995, 353, 356.

<sup>80</sup> Ott/Schäfer, ZBB 1991, 229 ff.; Hartmann, 31f.

<sup>81</sup> Hopt, AG 1995, 353, 355; Hartmann, 48; mit anderer Begründung: Ott/Schäfer, ZBB 1991, 226, 229.

<sup>82</sup> Brudney, Harv.L.Rev. 93 (1979), 322, 335; Caspari, ZGR 1994, 530, 533.

<sup>83</sup> Vgl. Einleitung, II.1.

maßgeblich auf die von den Emittenten veröffentlichten Informationen. Sind diese jedoch nur für einen begrenzten Kreis von Marktteilnehmern zugänglich, führt dies zwangsläufig zu Marktverzerrungen. Diese wiederum führen zu einem Vertrauensverlust der Anleger und damit letztlich zu dem vorstehend erläuterten Verlust der allokativen Effizienz des Kapitalmarktes. Die Anwendung der Insidervorschriften darf daher nur dann ausgesetzt werden, wenn dies aufgrund von unternehmerischen Notwendigkeiten geboten erscheint und im Rahmen der normalen Geschäftstätigkeit stattfindet<sup>84</sup>. Letztlich dürfen die Regeln des Kapitalmarktes nicht dazu führen, dass die Emittenten ihrer eigentlichen Aufgabe, d.h. dem unternehmerischen Handeln, nicht mehr nachkommen können.

Zusammenfassend ist die Notwendigkeit des Insiderhandelsverbotes daher zu bejahen. Es soll im öffentlichen Interesse dazu beitragen, Wirtschaftswachstum durch ausreichende Kapitalbildung zu gewährleisten. Die praktische Anwendung des Insiderrechts muss sich jedoch – getreu der Bezeichnung seiner europäischen Wurzel – auf Missbrauchsfälle beschränken

#### 4. Regulierung

Maßgeblich für die Frage nach der Notwendigkeit einer Regulierung sollten deren Konsequenzen für die Effizienz der Unternehmen und der Kapitalmärkte sein.

##### a) Überregulierung

Entsteht eine Überregulierung in Form von starren Vorgaben, die sich in ihrer Vielzahl zu verselbständigen drohen, kann dies den Markt hemmen. Fraglich ist, ob dieser Zustand in Deutschland, respektive Europa, erreicht ist. In den vorhergehenden Abschnitten ist dargelegt worden, dass ein Grundbedürfnis für eine Regulierung des Kapitalmarktes besteht. Das „ob“ der Regulierung ist damit bejaht. Nimmt man also von dem Modell eines – theoretisch idealen, weil pareto-effizienten – völlig freien Marktes Abstand, so bedarf es lediglich der Beantwortung der Frage des „wie“. Wie viel Regulierung des Kapitalmarktes ist sinnvoll? Hier kann nur der Satz „so viel wie nötig, so wenig wie möglich“ herangezogen werden. Die Gesetzgeber in Brüssel und Berlin müssen zweifellos ein Level Playing Field für alle Marktteilnehmer schaffen, sowie Hemmnisse und Wettbewerbsverzerrungen abbauen. Jedoch darf die Belastung für die Emittenten nicht so hoch werden, dass etwa kleinere und mittlere

---

<sup>84</sup> So stellt etwa die befugte Weitergabe von Informationen im Rahmen von Unternehmensakquisitionen, einen erforderlichen Freiraum dar, der gegenüber der gleichmäßigen Information der Marktteilnehmer überwiegt, vgl. hierzu 3. Kapitel, II.2.a) und III.2.

börsennotierte Gesellschaften bereits über ein „*Going Private*“<sup>85</sup>, d.h. den Rückzug von der Börse nachdenken<sup>86</sup> oder die Finanzierung über den Kapitalmarkt aufgrund der erheblichen Folgekosten<sup>87</sup> unterlassen<sup>88</sup>. So ist ein wesentlicher Ansatzpunkt für Kritik mit Sicherheit die undifferenzierte Erfassung von kleinen, mittleren und großen Aktiengesellschaften durch die MMR und das AnSVG. Es liegt auf der Hand, dass für die kleinen und mittleren Gesellschaften nicht dieselbe Regelungsdichte und -intensität passend ist, wie dies etwa für große Gesellschaften zweckmäßig und rechtlich geboten sein kann. Blickt man in andere Rechtsmaterien, wird denn auch die Größe einer Gesellschaft regelmäßig als Differenzierungsmerkmal herangezogen. So gilt im Arbeitsrecht die qualifizierte Mitbestimmung nur bei großen Gesellschaften mit in der Regel mehr als 2000 Arbeitnehmern<sup>89</sup>. Auch hinsichtlich der Rechnungslegungspflicht der Aktiengesellschaften differenzieren die auf dem Bilanzrichtliniengesetz von 1985 basierenden Regelungen des Handelsgesetzbuchs nach der Größe des Normadressaten<sup>90</sup>. Der Deutsche Corporate Governance Codex lässt zwar eine solche Differenzierung vermissen, geht aber nach seinem Grundverständnis davon aus, dass das Regelwerk eher für DAX-30-Gesellschaften und M-DAX-Gesellschaften gilt.

Setzt man voraus, dass der Gesetzgeber die vorgenannten Differenzierungen nicht willkürlich gesetzt, sondern aufgrund der durch die Größe hervorgerufenen Unterschiede der Gesellschaften vorgenommen hat, so wäre dies auch im Falle der MMR und des AnSVG geboten gewesen<sup>91</sup>.

#### b) Grundkonflikte des Kapitalmarktes

Bei jeglichem regulativen Eingriff in den Kapitalmarkt muss man sich zudem zwei Konflikte vor Augen halten, welche dem Kapitalmarkt(-recht) zu Grunde liegen: Auf der einen Seite steht hier das mehr oder weniger starke Informationsgefälle zwischen den Anlegern und den

---

<sup>85</sup> In Betracht kommen hier das reguläre Delisting, die öffentliche Übernahme mit anschließendem Squeeze-out oder die alternativen Techniken des sog. „*kalten Delistings*“. Vgl. hierzu *Holzapfel/Pöllath*, Rn. 260 ff.

<sup>86</sup> So fordert die Deutsche Wirtschaft Ende 2005 eine schöpferische Pause beim Anlegerschutz: „*Wir brauchen Ruhe auf der Dauerbaustelle Corporate Governance*“, *Klaus Bräunig* (BDI), in: FAZ, v. 17.11.2005, S. 13.

<sup>87</sup> Neben den sog. Compliance-Pflichten sind hier etwa die bis zu vier Jahresabschlüsse einer börsennotierten Gesellschaft zu nennen (Steuerbilanz, Handelsbilanz, IFRS-Bilanz und bei einem Dual-Listing in den USA die Überleitung des Jahresgewinns und des Eigenkapitals auf die US-GAAP Regeln). Vgl. kritisch zur Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie, *Wendelin Wiedeking*, FAZ, v. 05.07.2006, S. 14 („*Hat die Bundesregierung nichts gelernt? – Die geplanten Transparenzvorschriften benachteiligen deutsche Unternehmen*“).

<sup>88</sup> Die Zahl der Aktiengesellschaften ist seit dem Jahr 2000 von 15.000 auf aktuell 12.000 zurückgegangen, die Anzahl der Aktionäre und Fondbesitzer von 12,8 Mio. in 2001 auf aktuell 10,7 Mio. Im ersten Halbjahr 2005 wurden im Amtlichen und Geregelten Markt nur fünf Neuemissionen zugelassen, im Freiverkehr lediglich sechs.

<sup>89</sup> § 1 Abs. 1 Ziff. 1 MitbestG.

<sup>90</sup> §§ 267, 274a HGB.

<sup>91</sup> *Claussen/Florian*, AG 2005, 745, 745.

kapitalsuchenden Emittenten bzw. den Finanzintermediären (Informationsasymmetrie), auf der anderen Seite die gegensätzlichen Interessen zwischen diesen Marktseiten (Kollidierende Interessen)<sup>92</sup>. Fraglich ist, wie diesen Konflikten zu begegnen ist. Zunächst ist festzuhalten, dass aus diesem „Naturzustand“<sup>93</sup> des Kapitalmarktes für den Anleger vier Risiken resultieren<sup>94</sup>:

- Unternehmenszusammenbruch, z.B. infolge eines schwachen, bzw. inkompetenten Managements oder Kapitalknappheit (*prudential risk*),
- Betrug oder vorsätzliche Falschinformation über relevante Kapitalmarktinformationen (*bad faith risk*),
- Unverständliches oder unangemessenes Finanzprodukt (*complexity or unsuitability risk*),
- Allgemeines Erfüllungsrisiko (*performance risk*).

Durch die Realisierung dieser Risiken würden potentielle Anleger abgeschreckt, was dazu führen würde, dass die Märkte ihre allokativen Funktion nicht gewährleisten könnten. Um das volkswirtschaftlich benötigte Kapital zu sichern und zu steigern, muss es daher vorrangige Aufgabe des Kapitalmarktrechtes sein, dass Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte zu schützen, indem diese Risiken minimiert oder ausgeschaltet werden.

Dem sog. *prudential risk* steht in Deutschland insbesondere die haftungsbewehrte Pflicht zur sorgfältigen Geschäftsführung (§§ 76 ff. AktG) sowie die Kapitalerhaltungsvorschriften des Kapitalgesellschaftsrechtes (§§ 57, 71-71e AktG) entgegen. Dem sog. *bad faith risk* der Anleger hat der Gesetzgeber das Verbot der Insidergeschäfte sowie der Kurs- und Marktmanipulation entgegengestellt. Dem sog. *complexity oder unsuitability risk* nehmen sich insbesondere die Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen sowie die Prospektpublizität an. Das allgemeine Erfüllungsrisiko (*performance risk*) hat indes jeder Anleger selbst zu tragen. Es ist den Kapitalmärkten im Gegensatz zu Spareinlagen inhärent und hat daher jedem bewusst zu sein, der sich an dieselben begibt.

Aber auch den beiden eingangs genannten Grundkonflikten des Kapitalmarktes kann juristisch begegnet werden. So kann dem Problem der Informationsasymmetrie die Schaffung von Transparenz entgegengesetzt werden. Transparenz bedeutet Klarheit und Offenheit. Ein Markt ist demnach umso transparenter, je mehr Informationen die Akteure über das

---

<sup>92</sup> *Fleischer*, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, 2002, F, S. 23.

<sup>93</sup> *Caspari*, NZG 2005, 98, 98.

<sup>94</sup> FSA (Financial Services Authority), Risikoanalyse, Rn. 11.

angebotene Finanzprodukt am Markt besitzen. Die Rechtsidee lautet: Anlegerschutz durch Informationssysteme<sup>95</sup>. Diese Aufgabe übernehmen auf dem Gebiet des Wertpapierhandelsrechtes die Ad-hoc-Publizität, die Offenlegung der Director's Dealings, sowie die Insiderverzeichnisse. Dem Problem der kollidierenden Interessen der Marktteilnehmer kann durch das Gebot der Fairness entgegengewirkt werden. Diese Aufgabe übernehmen das Verbot der Insidergeschäfte sowie die Regelungen zur Marktmanipulation.

### c) Zusammenfassung

Die für das Vertrauen der Anleger wichtige Ordnungsgemäßheit des Marktes findet ihren Ausdruck in der Informationstransparenz, der Chancengleichheit der Marktteilnehmer und der Fairness des Handelsprozesses<sup>96</sup>. Die beiden Gebote der Transparenz und Fairness sind daher allen folgenden Überlegungen zu Grunde zu legen. Sie sollten den Leitgedanken der gesamten Regulierung des Kapitalmarktrechtes darstellen. Flankierend ist hierbei der Gedanke der Überregulierung zu berücksichtigen, welcher angesichts der zahlreichen neuen, insbesondere aus Brüssel stammenden, Normtexte nicht zu vernachlässigen ist. Inwieweit die Umsetzung der vorgenannten Gebote dem Gesetzgeber gelungen ist, ist zu untersuchen.

### III. Rechtsgeschichtliche Vorbemerkungen

Bevor sogleich auf die derzeitige Rechtslage eingegangen wird, soll die Arbeit in einen historischen Kontext gestellt werden, vor dem die heutigen Regelungen und Problemkreise erst verständlich werden.

Der erste deutsche Rechtslehrer, der den wirksamen Schutz der Aktionäre und außenstehender Dritter gegen Missbräuche bei Aktiengesellschaften forderte, war 1861 *Levin Goldschmidt*<sup>97</sup>. Fast 100 Jahre später war es *Eberhard Schwark*, der ein effizientes und anlegerschützendes kapitalmarktrechtliches Ordnungssystem postulierte<sup>98</sup>. Das *Börsengesetz* von 1896 und das *Aktiengesetz* von 1965 trennten jedoch noch zwischen dem Börsenrecht als Regelung der Emission und des Handels von Wertpapieren und dem Recht der Aktiengesellschaft als Regelungsbereich des Kapitalgesellschaftsrechtes, so dass in Deutschland kein funktionaler Zusammenhang zwischen dem Recht der Aktiengesellschaft und dem Wertpapierrecht bestand<sup>99</sup>.

---

<sup>95</sup> *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 6.

<sup>96</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.404; *Fahrholz*, in: FS Selmer, 323, 325.

<sup>97</sup> *Goldschmidt*, Beilageheft zu ZHR 3 (1861), 11; *ders.*, in: Gutachten des Vereins für Sozialpolitik, Bd. 1, 29.

<sup>98</sup> *Schwark*, Anlegerschutz, 364.

<sup>99</sup> So stellte sich der 51. Deutsche Juristentag 1976 in Stuttgart noch die Frage: „Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes?“, vgl.: *Hopt*, ZHR 140 (1976), 201, 202.



Gesetzliche Regelungen gegen Insidergeschäfte wurden erstmals in den USA im Jahre 1934 erlassen<sup>100</sup>. In Europa bestehen sie seit den 60er und 70er Jahren mit großen Unterschieden in Inhalt und Reichweite. Im Jahre 1966 wurde auf europäischer Ebene durch den sog. *Segré-Bericht*<sup>101</sup> erstmals ein Kapitalmarktintegrationskonzept erarbeitet. Dieses sollte die Anlegerinteressen und den Kapitalbedarf der Unternehmen effizienter zusammenführen. Der Bericht sollte in den folgenden Jahren die eigentliche Grundlage der deutschen Neuregelung werden<sup>102</sup>. Gegen gesetzliche Bestimmungen gab es jedoch zunächst Vorbehalte. Stattdessen setzten die betroffenen Wirtschaftskreise in Deutschland auf eine freiwillige Selbstverpflichtung. Im Jahre 1970 wurden auf dem Gebiet der Insiderüberwachung durch die deutsche Börsensachverständigenkommission erstmals sog. *Insiderhandels-Richtlinien* verabschiedet<sup>103</sup>. Diese konnten jedoch nur im Wege der individualvertraglichen Vereinbarung Verbindlichkeit erlangen<sup>104</sup>. Die Strafbarkeit von Insiderverstößen kam allenfalls ganz ausnahmsweise unter den Aspekten der unbefugten Offenbarung von Geschäftsgeheimnissen durch Organe des Unternehmens gemäß § 404 AktG, der Mitteilung oder Verwertung von Geschäftsgeheimnissen nach § 17 UWG a.F. oder als Geheimnisverrat durch bestimmte Berufsträger gemäß §§ 203 ff. StGB in Betracht. Da es sich bei allen um Antragsdelikte handelt, waren diese Bestimmungen zur Bekämpfung des Insiderhandels jedoch wirkungslos<sup>105</sup>. Da das Aktionärspublikum daher de lege lata vor Vermögensbeschädigungen nur unzureichend geschützt war, bestand das Bedürfnis nach hoheitlichen Maßnahmen, so dass schon 1973 ein europäisches Insiderrecht gefordert wurde<sup>106</sup>. Auch die zunehmende Internationalisierung des Wertpapierhandels gegen Ende der 80-iger Jahre und damit verbunden die fehlende internationale Anerkennung des deutschen Insiderstandards veränderte sodann die Betrachtungsweise<sup>107</sup>.

Mit der europäischen *Transparenzrichtlinie*<sup>108</sup> von 1988 und der *Insiderrichtlinie*<sup>109</sup> von 1989 wurden sodann erstmals einheitliche Mindeststandards in allen Mitgliedsstaaten eingeführt.

---

<sup>100</sup> Section 16 des Securities Exchange Act 1934.

<sup>101</sup> EWG-Kommission, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts, 32, 263f.

<sup>102</sup> Weber, NJW 1994, 2849, 2849.

<sup>103</sup> „Empfehlungen zur Lösung der sog. Insiderprobleme“, Börsensachverständigenkommission v. 13.11.1970. Letzte Fassung von 1988, abgedruckt in Baumbach/Hopt, HGB, 29. Auflage, München 1995, Nebengesetze (16) Insiderhandels-Ri.

<sup>104</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, Vor. § 12 Rn. 5; Schlüter, WpHR, 91.

<sup>105</sup> Richter, in: Müller-Gugenberger/Bieneck, § 2 Rn. 41; Schlüter, WpHR, 91; Ulsenheimer, NJW 1975, 1999, 2004.

<sup>106</sup> Hopt/Will, Europäisches Insiderrecht, 123.

<sup>107</sup> Vgl. nur: Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 526 ff.; Schwark, Anlegerschutz, 389 ff.; Mertens, ZHR 138 (1974), 276; Ulsenheimer, NJW 1975, 1999, 2004 f.

<sup>108</sup> Richtlinie 88/627/EWG des Rates vom 12.12.1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichen Informationen, ABIEG Nr. L 348, S. 62.

<sup>109</sup> Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABIEG Nr. L 334, S. 30.

Durch das *Zweite Finanzmarktförderungsgesetz* (2. FFG)<sup>110</sup> wurden sie in Form des WpHG in nationales Recht umgesetzt. Hierdurch wurde das seit langer Zeit debattierte Vorhaben der institutionalisierten Überwachung des Wertpapierhandels letztlich umgesetzt und in Deutschland erstmals eine einheitliche, marktbezogene Kapitalmarktregelung verwirklicht. Das WpHG kann daher zu Recht als das Grundgesetz des deutschen Kapitalmarktrechts bezeichnet werden<sup>111</sup>.

Das Ziel des Gesetzgebers war es, die rechtlichen Rahmenbedingungen der Finanzmärkte so zu modernisieren, dass sie international wettbewerbsfähig bleiben und „ihre volkswirtschaftlichen Funktionen zu jeder Zeit erfüllen“ konnten<sup>112</sup>. In diesem Rahmen wurde das Verbot des Insiderhandels in das deutsche Recht implementiert. Es untersagt, sich mit Hilfe von Sonderwissen auf den Kapitalmärkten Vorteile zu verschaffen oder durch die Weitergabe von Insiderkenntnissen an andere Personen die Ausbreitung von Informationsasymmetrien zu fördern. Die Überwachung und Verfolgung der Insidervergehen obliegt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. In Umsetzung der *Transparenzrichtlinie* wurde zugleich die Offenlegung von bedeutenden Beteiligungen und Paketgeschäften normiert. Die Entscheidung des deutschen Gesetzgebers, die Mindestschwelle noch unter der europäischen Vorgabe anzusiedeln, orientierte sich an internationalen Standards und sollte eine weitere Stärkung des Anlegervertrauens bewirken<sup>113</sup>. Die Änderungen des *Dritten Finanzmarktförderungsgesetz* (3. FFG)<sup>114</sup> von 1998 hatten u.a. eine Harmonisierung der Offenlegungspflichten von bedeutenden Beteiligungen sowie die Verbesserung der wertpapierhandelsrechtlichen Marktbeaufsichtigung in §§ 16, 16a, 29 WpHG a.F. zum Gegenstand.

Durch das *Vierte Finanzmarktförderungsgesetz* (4. FFG)<sup>115</sup> von 2002 kam der nationale Gesetzgeber schließlich dem Europäischen zuvor und implementierte die sog. Director's Dealings in das WpHG. Die Veröffentlichung der Geschäfte von Führungskräften sowie diesen Nahestehenden sollte dem Anschein entgegenwirken, Primärinsider könnten sich ihren Informationsvorsprung zu Nutze machen und sich damit Vorteile gegenüber der übrigen Anlegerschaft verschaffen. Die Investoren sollten zudem die Möglichkeit erhalten, die

---

<sup>110</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften vom 26.07.1994, BGBl. I 1994, S. 1749.

<sup>111</sup> So *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 135; *Kübler*, § 31 I, 4.

<sup>112</sup> BT-Drs. 12/6679 v. 27.1.1994, S. 33.

<sup>113</sup> *Weber*, NJW 1994, 2849, 2855.

<sup>114</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz), vom 24.3.1998, BGBl. I 1998, S. 529, 536.

<sup>115</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 21.6.2002, BGBl. I 2002, S. 2010.

Veröffentlichung als einen Hinweis auf die Einschätzung der Unternehmensentwicklung durch das Management bei ihrer Anlageentscheidung zu berücksichtigen<sup>116</sup>.

Am 01. Mai 2002 wurde sodann durch das *Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz*<sup>117</sup> die BaFin gegründet. Durch Zusammenführung der Aufgaben der ehemaligen Bundesämter für das Kreditwesen (BAKred), das Versicherungswesen (BAV) und den Wertpapierhandel (BAWe) unter einem Dach, entstand in Deutschland erstmals eine integrierte staatliche Aufsicht über Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute und Versicherungsunternehmen, die sektorübergreifend den gesamten Finanzmarkt umfasst (sog. Allfinanzaufsicht).

#### IV. Derzeitige Rechtslage

Die Europäische Union ist als riesiger Binnenmarkt für Waren, Dienstleistungen und Kapital konzipiert. Während der Verbraucherschutz europaweit stark ausgebaut ist, ist der Anlegerschutz auf dem Kapitalmarkt vergleichsweise gering reglementiert.

Der Gegenstand dieses Handels ist in keiner Weise standardisiert. Der Käufer des Produkts "Aktie" auf dem europäischen Kapitalmarkt darf daher nicht erwarten, dass damit einheitliche Rechte verbunden sind. Teilnahme-, Informations- und Kontrollrechte sind in den 25 Mitgliedsstaaten höchst unterschiedlich geregelt. Die EU-Kommission macht sich nun daran, diese Zerklüftung in einigen wesentlichen Fragen zu beseitigen<sup>118</sup>.

Im Gegensatz dazu erreicht der Handelsverkehr mit Aktien jedoch jetzt schon durch etliche Richtlinien der EU einen Mindeststandard. So hat die EU-Kommission durch die MMR<sup>119</sup> sowie die Durchführungsrichtlinien und Durchführungsverordnungen<sup>120</sup> weitere Bausteine für

---

<sup>116</sup> *Großmann/Nikoleyczik*, DB 2002, 2031, 2033.

<sup>117</sup> Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz – FinDAG) i.d.F. der Bekanntmachung vom 22.4.2002, BGBl. I 2002, S. 1310.

<sup>118</sup> Die *Prospektrichtlinie* (Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABIEG Nr. L 345, S. 641) war bis zum 01.07.2005, die zweite *Transparenzrichtlinie* (Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABIEG Nr. L 390, S. 380) war bis zum 20.01.2007 in nationales Recht umzusetzen. Während die Letztere Unterschiede in den Informationspflichten beseitigt, schafft Erstere den sog. Europäischen Pass für Wertpapiere. Um dem Anlegerschutz Rechnung zu tragen, müssen Wertpapierprospekte, welche diesen Pass erhalten wollen, gemäß einer weiteren Verordnung der EU-Kommission (Verordnung (EG) 809/2004 der Kommission), europaweit gewisse Mindestangaben enthalten. Daneben sind bereits weitere neue Entwürfe von EU-Richtlinien, unter anderem zu den Bereichen Abschlussprüfung und Bilanzrecht, angekündigt. Ziel all dieser Maßnahmen sind höhere Transparenz und bessere Vergleichbarkeit durch eine weitere Harmonisierung des europäischen Binnenmarktes.

<sup>119</sup> Die MMR ist die erste Richtlinie, bei der das sog. Komitologieverfahren zur Anwendung kommt, d.h. es handelt sich um einen Rahmenrichtlinie im Sinne der „Stockholmer Entschließung des Europäischen Rats zur Regulierung der Wertpapiermärkte und Delegation ihrer Ausfüllung zu wesentlichen Teilen an die Kommission unter Aufsicht des Europäischen Wertpapierausschusses [EWA]“.

<sup>120</sup> Die Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG v. 22.12.2003, ABIEG Nr. L 339, S. 70, enthält nähere Regelungen über die Definition von Insiderinformationen, den Umgang mit Insiderinformationen und Kriterien für die

die Verbesserung des Anlegerschutzes gelegt. Unter dem Oberbegriff „*Marktmissbrauch*“ fasst die Richtlinie Insidergeschäfte und Marktmanipulationen zusammen<sup>121</sup>. Darüber hinaus sieht die Richtlinie präventive Maßnahmen zur Bekämpfung des Marktmissbrauchs und zur Verbesserung der Transparenz für die Marktteilnehmer vor, die vielfältigen Anpassungsbedarf für das deutsche Recht mit sich bringen.

Der deutsche Bundestag hat am 01. Juli 2004 im Rahmen des so genannten „*10-Punkte-Programms*“ der Bundesregierung<sup>122</sup> das AnSVG verabschiedet. Durch dieses Gesetz, welches am 30. Oktober 2004 in Kraft getreten ist, wird die vorgenannte MMR in nationales Recht umgesetzt. Der deutsche Gesetzgeber bedient sich dabei einer ähnlichen Technik wie der EU-Gesetzgeber. Wo die Richtlinie die Kommission zum Erlass von Durchführungsmaßnahmen im so genannten „*Lamfalussy-Verfahren*“<sup>123</sup> ermächtigt, wird im AnSVG das BMF (mit Delegationsbefugnis an die BaFin) zum Erlass von Rechtsverordnungen ermächtigt. Die vorgenannten Durchführungsrichtlinien der EG sind infolgedessen durch drei Rechtsverordnungen des Bundesfinanzministeriums umgesetzt worden<sup>124</sup>.

Das AnSVG soll einen Beitrag leisten, das Vertrauen der Anleger in die Kapitalmärkte zu verbessern. Durch die geänderten Vorschriften des WpHG im Bereich der Kapitalmarktinformationen und des Schutzes vor unzulässigen Marktpraktiken soll der Finanzplatz Deutschland in seiner Leistungsfähigkeit gestärkt und seine internationale

---

Einstufung von Verhaltensweisen als Marktmanipulation. Die Richtlinie 2004/72/EG v. 29.4.2004, ABIEG Nr. L 162, S. 70, definiert zulässige Marktpraktiken und regelt die Erstellung und Führung von Insiderverzeichnissen. In der Durchführungsrichtlinie 2003/125/EG v. 22.12.2003, ABIEG Nr. L 339, S. 73, werden Standards für Anlageempfehlungen aufgestellt. Die Verordnung EG 2273/2003 der Kommission v. 22.12.2003, ABIEG Nr. L 336, S. 33, regelt die Bedingungen für zulässige Aktienrückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, die von den Verboten der MMR nach deren Art. 8 ausgenommen sind.

<sup>121</sup> Erwägungsgrund 12 der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABIEG Nr. L 96, S. 17.

<sup>122</sup> Abrufbar unter <http://www.bmj.bund.de/ger/service/Pressemitteilung/10000668>; vgl. auch die Beschlussempfehlung und den Bericht des Finanzausschusses, BT-Dr. 15/1296, zu dem Antrag von SPD und Bündnis90/Die Grünen „*Finanzplatz Deutschland weiter fördern*“, BT-Dr. 15/930.

<sup>123</sup> Im Februar 2001 von dem belgischen Ökonom *Alexander Lamfalussy* vorgestellter Vier-Stufen-Ansatz für die Finanzregulierung. Das im Februar 2002 installierte Verfahren sieht vor, dass das Parlament nur noch bei der Rahmengesetzgebung für die Finanzmärkte mitbestimmen darf. Auf dieser ersten Stufe beschließt das Parlament im Rahmen eines Mitbestimmungsverfahrens gemeinsam mit dem Ministerrat, die von der EU-Kommission vorgeschlagenen Entwürfe. An den drei weiteren Stufen sind die EU-Parlamentarier hingegen nicht beteiligt [Technisches Abschlussverfahren (KOM, EWA, CESR), Koordinierte Anwendung (CESR), Überwachung (KOM)]. Das Parlament muss bei der Ausarbeitung der genauen Regeln, von der Kommission lediglich gehört werden und kann unverbindliche Stellungnahmen abgeben. Im Jahre 2002 setzten die Parlamentarier jedoch ein Rückholrecht für Detailregelungen, soweit diese über die Rahmengesetzgebung hinausgehen, durch. Beeinflussen kann das Parlament die Gesetzgebung in der 2-4 Stufe dennoch nur unwesentlich. Die Regelungs- und Aufsichtskompetenzen wurden an Fachausschüsse, besetzt mit Beamten der Kommission, Vertretern der nationalen Aufsichtsbehörden und der Notenbanken, delegiert. Dies hat in der Vergangenheit vermehrt zu überparteilicher Kritik hinsichtlich deren demokratischer Legitimation geführt (vgl. zuletzt FAZ, v. 14.9.2004, S. 19; FAZ, v. 29.3.2005, S. 19).

<sup>124</sup> Die Durchführungsverordnung 2273/2003/EG vom 22.12.2003 ist qua Verweisung inkorporiert.

Wettbewerbsfähigkeit weiter verbessert werden<sup>125</sup>. Hierdurch wird – wie schon zum 4. FFG – das Schutzgut des WpHG beschrieben, namentlich die ordnungspolitisch abgesicherte Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes<sup>126</sup>.

Art. 1 des AnSVG enthält eine Reihe von Bestimmungen, die das WpHG in bedeutenden Punkten ändern und seine Regelungen in vielerlei Richtungen ausbauen. Neben den hier nicht behandelten Komplexen der Publizitätspflichten, der Marktpreismanipulation und der Finanzanalysen betreffen die Änderungen des WpHG hauptsächlich das Gebiet der „Insiderüberwachung“<sup>127</sup>, d.h. die Insiderpapiere, die Insiderinformationen, das Insiderhandelsverbot und die Insiderverzeichnisse. Durch die Umsetzung der MMR werden diese Regelungsbereiche erneuert und auf europäischer Ebene vereinheitlicht.

Insoweit sind insgesamt nicht weniger als sechs Schwerpunkte der Novellierung des WpHG im Bereich der Insiderüberwachung durch die MMR und das AnSVG zu konstatieren:

- Die bisher bestehende Unterscheidung zwischen einer Insidertatsache und einer ad-hoc-pflichtigen Tatsache wird aufgegeben und der für den gesamten Bereich der Insiderüberwachung geltende Begriff der Insiderinformation eingeführt.
- Auf dem Gebiet des Insiderhandels ergeben sich mehrere Neuerungen. Zum einen liegt ein Insidergeschäft vor, wenn Insiderinformationen verwendet, nicht wenn diese ausgenutzt werden. Zum anderen werden Primär- und Sekundärinsider hinsichtlich des Verbotstatbestands gleichgestellt und lediglich auf der Rechtsfolgenseite zwischen diesen unterschieden. Letztlich werden nunmehr bereits der Versuch des Insiderhandels und der leichtfertige Verstoß sanktioniert.
- Im Rahmen der Ad-hoc-Publizität sind Emittenten in Zukunft verpflichtet, jede sie unmittelbar betreffende Insiderinformation zu veröffentlichen. Dies bedeutet eine erhebliche Ausweitung der Publizitätspflicht. Jedoch ist auch in Zukunft nicht jede Insiderinformation ad-hoc-publizitätspflichtig. Eingegrenzt wird die Veröffentlichungspflicht des Emittenten durch einen in § 15 Abs. 3 WpHG geregelten Befreiungstatbestand.
- Der Anwendungsbereich der durch das 4. FFG eingeführten meldepflichtigen Wertpapiergeschäfte (Director´s Dealings) wird durch das AnSVG weiter ausgeweitet. Zukünftig sind insbesondere auch Personen, die beim betreffenden Emittenten

---

<sup>125</sup> Begr. RegE, BT-Dr. 15/3174, S. 1, 26; Gemäß Art. 2-4a AnSVG wird darüber hinaus das Verkaufsprospektgesetz, das Börsengesetz, die WpÜG-Angebotsverordnung sowie die Grundstücksverkehrsordnung geändert.

<sup>126</sup> Fahrholz, in: FS Selmer, 323, 324.

<sup>127</sup> So die Terminologie des Gesetzgebers vor §§ 12-16b WpHG: „Abschnitt 3 Insiderüberwachung.“.

Führungsaufgaben wahrnehmen, sowie den Organmitgliedern und den vorgenannten Personen nahe stehenden Personen verpflichtet, ihre Transaktionen in Aktien des Emittenten oder darauf bezogenen Finanzinstrumenten zu melden.

- Emittenten und in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Personen sind zur Führung der neu eingeführten Insiderverzeichnisse verpflichtet, § 15b WpHG.
- Für das WpHG gilt nunmehr kraft ausdrücklicher Regelung in § 1 Abs. 2 WpHG das schon zuvor angewendete Marktort- bzw. Auswirkungsprinzip<sup>128</sup>. Damit sind die Insiderregelungen auch auf Auslandssachverhalte anwendbar, soweit sie Inlandsbezug aufweisen.

Die zahlreichen Neuerungen sind nicht immer auf positive Resonanz gestoßen. Insbesondere auf dem Gebiet des Insiderrechtes herrschte auch fast ein Jahr nach dem AnSVG noch große Verwirrung<sup>129</sup>. Von Seiten der BaFin hat man versucht, dem durch die Veröffentlichung von Erläuterungen der Verwaltungspraxis nachzukommen. So hat die Aufsichtsbehörde am 15. Juli 2005 einen neuen Leitfaden für Emittenten und deren Berater veröffentlicht. In ihm werden die zentralen Bestimmungen des WpHG erläutert und konkrete Probleme angesprochen. Der Emittentenleitfaden war zuvor als Entwurf veröffentlicht und mit Vertretern der Wirtschaft und der Anleger diskutiert worden. In der zuletzt veröffentlichten Fassung hat die Aufsichtsbehörde zahlreiche Aspekte der vorgenannten Vertreter aufgenommen, so dass er überwiegend auf positive Resonanz gestoßen ist<sup>130</sup>. Der Emittentenleitfaden soll damit Hilfestellungen für den Umgang mit den geänderten bzw. neuen Vorschriften des Wertpapierhandelsrechtes bieten und die entsprechende Verwaltungspraxis der Aufsichtsbehörde erläutern. Die BaFin stellt jedoch klar, dass sie künftige Erkenntnisse aus der Verwaltungspraxis und Rechtsprechung nutzen wird, um den Emittentenleitfaden bei Bedarf zu aktualisieren<sup>131</sup>. Er stellt somit kein "endgültiges" Werk dar und ist allein schon aus diesem Grund kritisch zu hinterfragen.

---

<sup>128</sup> Vgl. hierzu *Spindler*, WM 2001, 1689, 1699.

<sup>129</sup> FAZ, v. 06.09.2005, S. 23 („Verwirrung um neues Insiderrecht – Verteidiger und Staatsanwälte rätseln über den Fall DaimlerChrysler“).

<sup>130</sup> v. *Rosen*, Börsen-Zeitung v. 21.11.2005, S. 5; *Hussla*, Handelsblatt v. 22.07.2005, S. 20; *Krämer*, Börsen-Zeitung v. 21.07.2005, S. 5; *Kramer*, FTD v. 21.07.2005, S. 17.

<sup>131</sup> Emittentenleitfaden 2005, I.

## **Erstes Kapitel: Insiderpapiere, § 12 WpHG**

Die Verbotstatbestände des § 14 Abs. 1 WpHG verwenden Begriffe, die zum Teil in anderen Vorschriften des Gesetzes geregelt sind. Die Reichweite des Insiderhandelsverbotes wird dementsprechend maßgeblich durch die Auslegung dieser Begriffe beeinflusst. Es handelt sich dabei um die Tatbestandsmerkmale der „*Insiderinformation*“ und der „*Insiderpapiere*“. Der Begriff der „*Insiderpapiere*“ ist in § 12 WpHG, der Begriff der „*Insiderinformation*“ in § 13 WpHG geregelt. Im Folgenden wird daher zunächst der Begriff der „*Insiderpapiere*“ erläutert.

### **I. Finanzinstrumente, § 12 Satz 1 i.V.m. § 2 Abs. 2b WpHG**

Das AnSVG führt in § 12 WpHG den weit gefassten Begriff der „*Finanzinstrumente*“ als neuen Schlüsselbegriff für den Tatbestand der Insiderpapiere ein. Sinn der neuen Terminologie ist es, einen lückenlosen Anlegerschutz zu gewährleisten<sup>1</sup>.

Auf den ersten Blick stellt § 12 WpHG eine schlanke Norm dar, welche durch einen kurzen und prägnanten Normtext besticht. Zur sprachlichen Entlastung der Norm wird der Begriff der Finanzinstrumente als alleiniger Bezugspunkt verankert. Dass der Gesetzgeber in § 12 WpHG lediglich auf den Schlüsselbegriff der Finanzinstrumente abstellt, ist jedoch mit deren unübersichtlichen Legaldefinition in § 2 Abs. 2b WpHG erkaufte. Hiernach sind Finanzinstrumente im Sinne des Gesetzes: *„Wertpapiere im Sinne des Absatzes 1, Geldmarktinstrumente im Sinne des Abs. 1a, Derivate im Sinne des Absatzes 2 und Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren. Als Finanzinstrumente gelten auch sonstige Instrumente, die zum Handel an einem organisierten Markt im Sinne des Absatzes 5 im Inland oder in einem anderen Mitgliedsstaat der Europäischen Union zugelassen sind oder für die eine solche Zulassung beantragt worden ist.“* Diese Legaldefinition des § 2 Abs. 2b WpHG gilt es im Folgenden zu entschlüsseln.

#### **1. Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate und Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren, § 2 Abs. 2b Satz 1 WpHG**

In den Anwendungsbereich des Satzes 1 fallen zunächst die bereits bisher erfassten Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate und Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren.

---

<sup>1</sup> Koch, DB 2005, 267, 267.

## a) Wertpapiere

### aa) Allgemeine Definition

Eine allgemeine gesetzliche Definition des Wertpapierbegriffs existiert nicht. Der Begriff findet sich lediglich im Text mehrerer Gesetzesbestimmungen oder wird für die Anwendung in Spezialgesetzen abgrenzt<sup>2</sup>. Seit der grundlegenden Arbeit von *Brunner* aus dem Jahre 1882<sup>3</sup> wird in der rechtswissenschaftlichen Terminologie vorherrschend ein weiter Wertpapierbegriff verwendet<sup>4</sup>. Hiernach ist ein Wertpapier eine Urkunde, in der ein verbrieftes Recht in der Weise verbürgt ist, dass zur Geltendmachung des Rechts die Innehabung der Urkunde notwendig ist. Nach dieser Definition sind jedoch lediglich Beweisurkunden, einfache Legitimationspapiere und Urkunden, die ausschließlich Tatsachen beurkunden, mangels Vorlagepflicht nicht als Wertpapiere einzuordnen<sup>5</sup>. Zum besseren Verständnis wird daher eine Einteilung der Wertpapiere nach der Art der Übertragung vorgenommen<sup>6</sup>. Dabei lässt sich zwischen den Wertpapieren im engeren Sinne und den Wertpapieren im weiteren Sinne unterscheiden.

### aaa) Wertpapiere im engeren Sinne

Die Faustregel lautet: Wertpapiere im engeren Sinne verkörpern das verbrieftes Recht dergestalt, dass das Recht aus dem Papier dem Recht am Papier folgt<sup>7</sup>. Dies ist nur bei zwei Gruppen von Wertpapieren der Fall: bei den Inhaberpapieren und bei den Orderpapieren. Über die Inhaberpapiere wird grundsätzlich nach sachenrechtlichen Grundsätzen verfügt (§§ 929 ff., 1205 ff. BGB), über die Orderpapiere durch einen schriftlichen Begebungsvermerk (das sog. Indossament) und ein auf Rechtsübertragung gerichtetes Rechtsgeschäft (die sog. Begebung). Beispiele für Inhaberpapiere sind die Inhaberschuldverschreibung (§ 793 BGB) und die Inhaberaktie (§ 10 Abs. 1 AktG)<sup>8</sup>. Hauptbeispiel eines Orderpapiers ist der Wechsel (Art. 11 Abs. 1 WG).

---

<sup>2</sup> Vgl. z.B.: §§ 232, 234, 372, 702 Abs. 3, 1813 Abs. 1 Ziff. 1, 1818 f. BGB; § 369 Abs. 1 S. 1 HGB; §§ 808 Abs. 2, 821 ZPO; § 2 Abs. 1 WpHG a.F./n.F..

<sup>3</sup> *Brunner*, 140 ff.

<sup>4</sup> *Bley*, I A; *Brox*, Handels- und Wertpapierrecht, § 26 II; *Hübner*, § 8 B I 2; *Hueck/Canaris*, § 1 I; *Meyer-Cording/Drygala*, A I 5; *Oppermann/Degner*, I 1; *Richardi*, § 3; *Zöllner*, § 3 III 4b); *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 110; zur weiteren Aufgliederung des Wertpapierbegriffs Vgl. *Haag*, Wertpapiere, § 11.

<sup>5</sup> *Hübner*, § 8 B I 2, Rn. 749.

<sup>6</sup> Ansatz basierend auf *Raiser*, ZHR 101 (1935), 13, 21, 25. Denkbar ist weiterhin, die Einteilung nach der wirtschaftlichen Funktion des Papiers zu bestimmen. So etwa Papiere des Zahlungsverkehrs, Effekten oder Papiere des Güterverkehrs. Die Wertpapiere lassen sich aber auch nach der Art des verbrieften Rechts einteilen. So etwa in Mitgliedschaftspapiere, sachenrechtliche Papiere oder forderungsrechtliche Papiere.

<sup>7</sup> Für die dogmatische Überholtheit der Formel: *Zöllner*, § 2 II 1 b.

<sup>8</sup> Zum Teil (§§ 793 Abs. 1, 805, 806 S. 1 BGB) sind die Vorschriften über die Inhaberschuldverschreibungen auf die Inhaberaktien entsprechend anwendbar.



Ein Wertpapier im engeren Sinne entsteht infolge von drei Schritten<sup>9</sup>: Zunächst muss durch einen Skripturakt ein formgültiges Papier geschaffen werden. Das verbrieftete Recht muss sodann durch den Begebungsvertrag entstehen oder durch Rechtsscheinhaftung gegenüber einem gutgläubigen Dritten als bestehend gelten. Zuletzt muss das Papier im Eigentum des Nehmers stehen. Über das so entstandene verbrieftete Recht kann dann durch Übereignung oder Abtretung verfügt werden.

#### bbb) Wertpapiere im weiteren Sinne

Von diesen Wertpapieren im engeren Sinne sind die Rektapapiere als Wertpapiere im weiteren Sinne zu unterscheiden. Dies sind Namenspapiere, aus denen nicht jeder rechtmäßige Inhaber, sondern prinzipiell nur der namentlich Benannte berechtigt sein soll. Hauptbeispiel ist hier das Sparbuch. Dieses wird nicht nach §§ 929 ff. BGB übertragen, sondern der Gläubiger der Bank kann seine Forderung nur nach § 398 BGB abtreten. Für das Verhältnis zwischen Recht und Papier gilt dann – genau umgekehrt wie bei den Wertpapieren im engeren Sinne – der aus § 952 Abs. 2 BGB ableitbare Satz: *Das Recht am Papier folgt dem Recht aus dem Papier*. Der Zessionar einer Sparbuchforderung wird also Eigentümer des Sparbuchs. Namensaktien sind indes keine Rektapapiere, insoweit kann die Bezeichnung zu Irritationen führen. Nach richtiger Ansicht können Aktien nicht als Rektapapiere ausgegeben werden, da § 68 Abs. 1 AktG nicht auf § 11 Abs. 2 WG verweist, eine negative Orderklausel mithin bei der Namensaktie nicht vorgesehen ist<sup>10</sup>. Eine davon abweichende Bestimmung wäre mit dem aktienrechtlichen Prinzip der Satzungsstrenge<sup>11</sup> nicht vereinbar. Die Satzung muss bestimmen, ob Inhaber- oder Namensaktien auszugeben sind (§ 23 Abs. 3 Ziff. 5 AktG), nicht jedoch deren Anzahl.

#### ccc) Relevanz der Unterscheidung

Die Relevanz der Unterscheidung zwischen Wertpapieren im engeren und im weiteren Sinne liegt in der hohen Verkehrsfähigkeit der Erstgenannten. Während diese gemäß §§ 932 ff., 935 Abs. 2 BGB sowie Art. 16 Abs. 2 WG gutgläubig erworben werden können<sup>12</sup>, kann der Schuldner dem neuen Gläubiger im Falle der Abtretung von Rektapapieren hingegen die Einwendungen entgegensetzen, die zur Zeit der Abtretung der Forderung gegen den bisherigen Gläubiger begründet waren, § 404 BGB.

---

<sup>9</sup> Die früher vertretene Kreationstheorie ist durch die nunmehr allgemein anerkannte Vertragstheorie, ergänzt durch die Rechtsscheinstheorie, verdrängt worden, vgl. nur *Hübner*, § 8 B I 4.

<sup>10</sup> *Richardi*, §34 I 3; *Zöllner*, § 29 II; **a.A.** *Hueck/Canaris*, § 25 I 2c).

<sup>11</sup> Vgl. § 23 Abs. 5 AktG; näher dazu *K. Schmidt*, *GesR*, § 26 III 1.

<sup>12</sup> Selbst dann, wenn das Papier dem wahren Aktionär abhanden gekommen ist, § 935 Abs. 2 BGB.

Die Liquidität von Wertpapieren ist jedoch der Zentralgedanke des Wertpapierrechtes. Indem das Recht aus dem Papier und das Eigentum am Papier nicht auseinander fallen können, war es möglich, einen Anspruch im Sinne des § 194 Abs. 1 BGB sachenrechtlich verkehrsfähig und so zu einer auf dem Markt veräußerbaren Sache (= Wertpapier = verkörpert (verbrieftes) Recht) zu machen<sup>13</sup>. An der Schaffung von Wertpapieren im engeren Sinne besteht daher ein erhebliches Interesse<sup>14</sup>.

Entsprechend der Thematik und Zielsetzung dieser Arbeit werden im Folgenden daher nur die Wertpapiere im engeren Sinne der obigen Begriffsabgrenzung von Relevanz sein, da es bei den Rektapapieren an der notwendigen Zirkulationsfähigkeit fehlt<sup>15</sup>. Im Vordergrund stehen die Aktie (§§ 10, 24 AktG), Inhaberpapiere (§§ 793 ff. BGB) sowie Inhabergrund- und Rentenschuldbriefe (§§ 1195, 1999 BGB).

#### bb) Begriff des Wertpapiers im Sinne des WpHG

Gemäß § 2 Abs. 1 WpHG sind Wertpapiere, *„auch wenn für sie keine Urkunden ausgestellt sind, Aktien, Zertifikate, die Aktien vertreten, Schuldverschreibungen, Genussscheine, Optionsscheine und andere Wertpapiere, die mit Aktien oder Schuldverschreibungen vergleichbar sind, wenn sie an einem Markt gehandelt werden können. Wertpapiere sind auch Anteile an Investmentvermögen, die von einer Kapitalanlagegesellschaft oder einer ausländischen Investmentgesellschaft ausgegeben werden“*.

aaa) Der Wertpapierbegriff ist der Schlüsselbegriff<sup>16</sup> des WpHG. Bei dessen Auslegung sind daher die besonderen Regelungsziele des WpHG zu berücksichtigen. Im Mittelpunkt stehen hierbei der börsliche und außerbörsliche Handel sowie die Regelung und Beaufsichtigung der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen. Die in § 2 Abs. 1 WpHG aufgezählten Anlageinstrumente sind daher nur dann Wertpapiere im Sinne des WpHG, wenn sie fungibel sind<sup>17</sup>. Nicht erforderlich ist es gemäß § 2 Abs. 1, 1. HS WpHG dagegen, dass sie urkundlich verbrieft sind. Entsprechend der bereits vorstehend getroffenen allgemeinen Differenzierung, werden die Rektapapiere, also etwa Namensschuldverschreibungen<sup>18</sup> oder Hypotheken-

---

<sup>13</sup> Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 112.

<sup>14</sup> Durch den numerus clausus der Inhaber- und Orderpapiere sind dem jedoch Grenzen gesetzt, vgl. BGHZ 68, 18; BGH, NJW 1978, 1854; vgl. im Einzelnen: Canaris, in: GroßK-HGB, § 363 Anm. 2, 77 ff.; Hueck/Canaris, § 2 III 2 c, 3c; Meyer-Cording/Drygala, A IV 8; Zöllner, § 4 V.

<sup>15</sup> Vgl. 1. Kapitel, I.1.a)bb)aaa).

<sup>16</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 2 Rn. 3.

<sup>17</sup> Begr. RegE Umsetzungsgesetz, BR-Drs. 963/96, S. 100; Assmann, in: Assmann/Schneider, § 2 Rn. 10.

<sup>18</sup> Bsp. hierfür sind etwa Hypothekendarlehen, Kommunalobligationen, Sparbriefe und Sparkassenbriefe.

Grund- und Rentenschuldbriefe nicht erfasst, da es ihnen an der erforderlichen Fungibilität mangelt<sup>19</sup>.

#### bbb) Investmentfonds

Seit der Umsetzung der *Wertpapierdienstleistungsrichtlinie*<sup>20</sup> durch das *Umsetzungsgesetz*<sup>21</sup>, ist in § 2 Abs. 1 Satz 2 WpHG klargestellt, dass auch Investmentanteile den Wertpapierbegriff erfüllen. Im Rahmen der Neufassung des WpHG durch das *Investmentmodernisierungsgesetz*<sup>22</sup> ist der Begriff der „*Anteilsscheine*“ durch den Begriff der „*Anteile an Investmentvermögen*“ ohne inhaltliche Änderungen ersetzt worden. Durch das AnSVG ist keine weitere Änderung des Gesetzestextes erfolgt. Die MMR definiert jedoch auch „*Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren*“ als Finanzinstrumente<sup>23</sup>. Durch den Begriff der „*Organismen*“, in der englischen Fassung „*undertakings*“, wird deutlich, dass nicht nur Fonds, sondern nunmehr sämtliche Gebilde erfasst sein sollen, die die Anlage in Wertpapiere kollektiv betreiben. Aufgrund der gebotenen richtlinienkonformen Auslegung der nationalen Gesetze gilt diese Erweiterung daher auch in Deutschland.

#### ccc) Schuldverschreibungen

Da gemäß § 2 Abs. 1 WpHG auch Schuldverschreibungen als Wertpapiere im Sinne des WpHG einzuordnen sind, ist zu beachten, dass es auch in Bezug auf eine GmbH Insiderinformationen geben kann. Wenn die von der GmbH begebenen Schuldverschreibungen an einer Börse notiert sind, sind diese taugliche Insiderpapiere, hinsichtlich derer Insiderinformationen entstehen können<sup>24</sup>.

#### cc) Ergebnis

Der Begriff der Wertpapiere im Sinne des WpHG ist durch das AnSVG leicht erweitert worden. Neben den bisher erfassten Effekten werden nunmehr auch sämtliche Gebilde für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren erfasst.

---

<sup>19</sup> Begr. RegE (2. FFG), BT-Drs. 12/6679, S. 39.

<sup>20</sup> Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABIEG Nr. L 141, S. 27.

<sup>21</sup> Gesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften, BGBl. I 1997, S. 2518 ff..

<sup>22</sup> Art. 9 Ziff. 1 des Gesetzes zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen (Investmentmodernisierungsgesetz) vom 15.12.2003, BGBl. I, S. 2676 ff.

<sup>23</sup> Art. 1 Nr.3 MMR, ABIEG Nr. L 96, S. 21.

<sup>24</sup> *Marsch-Barner*, in: Semler/Volhard, § 7 Rn. 108.

## b) Geldmarktinstrumente

Die Definition des Begriffs der „Geldmarktinstrumente“ in § 1 Abs. 1a WpHG ist unverändert geblieben und entspricht daher der alten Rechtslage. Hiernach sind Geldmarktinstrumente „Forderungen, die nicht unter Absatz 1 fallen und üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden“. In Abgrenzung zu den Wertpapieren des § 12 Abs. 1 WpHG sind hierunter nur solche Instrumente zu verstehen, die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden, für die also schon ein Markt besteht. Dies sind Instrumente mit relativ kurzer Laufzeit, also etwa kurzfristig Schuldscheindarlehen oder Schatzwechsel<sup>25</sup>.

Neu ist jedoch, dass Geldmarktinstrumente nunmehr unter den Insiderpapierbegriff zu subsumieren sind, da sie gemäß § 12 Satz 1 i.V.m. § 2 Abs. 2b Satz 1 i.V.m. § 2 Abs. 1a WpHG als Finanzinstrumente zu qualifizieren sind. Gemäß § 12 WpHG a.F. waren diese nicht als Insiderpapiere erfasst, so dass der Begriff im Vergleich zur alten Rechtslage eine Erweiterung erfahren hat.

## c) Derivate, § 2 Abs. 2 WpHG

Als Insiderpapiere gelten auch die in § 2 Abs. 2 WpHG aufgeführten Derivate. Würde nur der Handel in Wertpapieren den Insiderregeln unterworfen, so wäre es eine allzu einfache Umgehungsmöglichkeit lediglich in Finanzinstrumente zu investieren, die auf die Entwicklung von Wertpapieren abstellen<sup>26</sup>.

### aa) Legaldefinition

Nach alter Rechtslage waren lediglich die in § 12 Abs. 2 WpHG a.F. genannten Derivate als Insiderpapiere zu qualifizieren, ein Gleichlauf mit der wesentlich weitergehenden Definition der Derivate des § 2 Abs. 2 WpHG a.F. bestand nicht<sup>27</sup>.

Als Insiderpapiere waren gemäß § 12 Abs. 2 WpHG a.F. zu qualifizieren: „Rechte auf Zeichnung<sup>28</sup>, Erwerb und Veräußerung von Wertpapieren<sup>29</sup>, Rechte auf Zahlung eines Differenzbetrages, der sich an der Wertentwicklung von Wertpapieren bemisst<sup>30</sup>“.

---

<sup>25</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 2 Rn. 22.

<sup>26</sup> Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund eines wachsenden Derivate-Marktes. Laut einer Schätzung des Derivate-Forums zu den Anlagevolumina des Gesamtmarktes, dürfte sich das von Privatanlegern in Zertifikaten und spekulativen Hebelprodukten investierte Vermögen inzwischen auf 60 - 65 Milliarden Euro belaufen (FAZ, v. 03.08.2005, S. 17.).

<sup>27</sup> OLG Karlsruhe, AG 2004, 512, 512 f.; Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 12 Rn. 7; Schäfer, in: Schäfer, § 12 WpHG, Rn. 14; Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 10.24; a.A. Claussen, Insiderhandelsverbote, Rn. 30; ders., Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 98.

<sup>28</sup> Bspw. gesetzliche (§§ 186, 203 AktG) oder vertraglich begründete (vgl. § 187AktG) Bezugsrechte.

<sup>29</sup> Bspw. Optionsrechte. Als Optionsscheine werden sie jedoch schon von §§ 12 Abs. 1, S. 1 Ziff. 1 i.V.m. 2 Abs. 1 Ziff. 1 WpHG a.F. erfasst.

<sup>30</sup> Bspw. Option auf Aktienindizes.

*Terminkontrakte auf einen Aktien- oder Rentenindex oder Zinsterminkontrakte (Finanzterminkontrakte<sup>31</sup>) sowie Rechte auf Zeichnung, Erwerb oder Veräußerung von Finanzterminkontrakten, sofern die Finanzterminkontrakte Wertpapiere zum Gegenstand haben oder sich auf einen Index beziehen, in den Wertpapiere einbezogen sind<sup>32</sup> oder sonstige Terminkontrakte, die zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren verpflichtet<sup>33</sup>“.*

Nunmehr verweist der Begriff der „*Finanzinstrumente*“ in § 12 Satz 1 WpHG über § 2 Abs. 2b WpHG auch auf die (erweiterte) Definition der Derivate in § 2 Abs. 2 WpHG. Daher besteht im Gegensatz zur Rechtslage vor dem AnSVG nunmehr ein Gleichlauf zwischen § 12 und § 2 Abs. 2 WpHG. Die Legaldefinition der Derivate in § 2 Abs. 2 WpHG erfasst die schon bisher in §§ 2 Abs. 2, 12 Abs. 2 WpHG a.F. genannten Derivate. Darüber hinaus ist § 2 Abs. 2 WpHG a.F. in drei Bereichen erweitert worden.

#### aaa) Devisenabhängige Termingeschäfte

Gemäß § 2 Abs. 2, Ziff. 5 WpHG sind nunmehr auch solche Termingeschäfte als Derivate im Sinne des WpHG erfasst, deren Preis unmittelbar oder mittelbar von Devisenpreisen abhängt. Hierdurch wird der begrenzte Katalog der devisenbezogenen Derivate aus § 2 Abs. 2 Ziff. 2 WpHG a.F. in Anlehnung an § 1 Abs. 11 Satz 4, Ziff. 3 KWG durch eine freie Definition ersetzt. Von der neuen Definition sind nunmehr auch außerbörslich gehandelte Devisentermingeschäfte und Termingeschäfte, deren Preis nur mittelbar von Devisen abhängig ist, erfasst<sup>34</sup>. Notwendig ist diese Ergänzung im Hinblick auf den Anlegerschutz bei Finanztermingeschäften nach den §§ 37d ff. i.V.m. § 2 Abs. 2 WpHG<sup>35</sup>.

#### bbb) Derivate auf Waren oder Edelmetalle

Des Weiteren werden in Umsetzung des Art. 1, Ziff. 3, Spiegelstrich 8 MMR nunmehr auch Warenderivate von § 2 Abs. 2, Ziff. 4 WpHG erfasst<sup>36</sup>. Diese waren nach alter Rechtslage keine Insiderpapiere, da sie lediglich von der allgemeinen Definition des § 2 Abs. 2, Ziff. 1, lit. f) WpHG a.F. erfasst waren, nicht jedoch von der abschließenden Aufzählung der für den Insiderpapierbegriff relevanten Derivate in § 12 Abs. 2 WpHG a.F. Die Einbeziehung der Derivate auf Waren basiert auf dem Umstand, dass seit 1998 an der Warenterminbörse in

---

<sup>31</sup> Bspw. DAX-Future, Bund-Future, BOBL-Future.

<sup>32</sup> Bspw. Optionen auf den DAX-Future, Bund-Future, BOBL-Future.

<sup>33</sup> Bspw. Bund-Future-Kontrakt.

<sup>34</sup> Begr. RegE, BT-Dr. 15/3174, S. 29; *Bürgers*, BKR 2004, 424, 424.

<sup>35</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 29.

<sup>36</sup> MMR, ABIEG Nr. L 96, S. 21.

Hannover (WTB) Warenterminkontrakte gehandelt werden. Da die Preise auch durch Insiderwissen über Import-/Exportverbote, Subventionen, Zölle o.ä. beeinflusst werden können, sind nunmehr auch Derivate auf Waren als Insiderpapiere erfasst<sup>37</sup>. Unter den Begriff der „Ware“ ist auch Strom zu subsumieren, so dass auch die an der European Energy Exchange (EEX) gehandelten Derivate auf Strom als Insiderpapiere zu qualifizieren sind<sup>38</sup>.

#### ccc) Swaps und forward rate agreements

Das gleiche gilt für Zins- und Devisenswaps sowie Swaps auf Aktien oder Aktienindexbasis (Equity-Swaps)<sup>39</sup>. Diese waren nach alter Rechtslage von § 2 Abs. 2 WpHG a.F. erfasst<sup>40</sup>, sind nunmehr kraft ausdrücklicher Aufzählung in Art. 1, Ziff. 3, Spiegelstrich 6 MMR unter § 2 Abs. 2, Ziff. 1, 3, 5 WpHG zu subsumieren und stellen daher Finanzinstrumente im Sinne des § 12 WpHG dar<sup>41</sup>.

Ebenso sind die Zinsausgleichsvereinbarungen (= außerbörsliche Zinsterminkontrakte, sog. „*forward rate agreements*“) ausdrücklich in Art. 1, Ziff. 3, Spiegelstrich 5 MMR aufgezählt. Diese fielen nach altem Recht unter die allgemeine Definition der Derivate in § 2 Abs. 2, Ziff. 1, lit. c)<sup>42</sup> und waren daher nicht als Insiderpapiere im Sinne des § 12 WpHG zu qualifizieren. Nach neuer Rechtslage sind sie als Finanzinstrumente ebenfalls als Insiderpapiere erfasst.

#### ddd) Ergebnis

Zusammenfassend ist somit festzustellen, dass der Begriff der Finanzinstrumente neben den bisher in § 12 Abs. 1 und § 2 WpHG a.F. aufgeführten Derivaten, nunmehr auch devisenabhängige Termingeschäfte, Derivate auf Waren und Edelmetalle sowie Swaps und forward rate agreements erfasst.

#### bb) Freistellung von Zulassung oder Einbeziehung, § 12 Satz 1, Ziff. 3 WpHG

Gemäß § 12 Abs. 2 Satz 1, 2. HS und Satz 2 WpHG a.F. mussten die Derivate in einem Mitgliedsstaat der EU oder des EWR-Abkommens an einem reglementierten Markt

---

<sup>37</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.1.1.

<sup>38</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.1.1.; *Ziemons*, NZG 2004, 538; kritisch *Claussen/Florian*, AG 2005, 745, 748.

<sup>39</sup> Swap bezeichnet einen Tausch von Verbindlichkeiten oder Forderungen. Ein deutscher Exporteur kann z.B. seine Forderung in US-\$ mit einem amerikanischen Exporteur, der eine Forderung in Euro hat, tauschen. Zwischen den Währungen existierende Zinsunterschiede werden mit dem sog. Swapsatz ausgeglichen.

<sup>40</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, 3. Auflage, § 2 Rn. 36 ff.

<sup>41</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 2 Rn. 37; Vgl. zu den sog. Credit Default Swaps sowie Credit Linked Notes, *Beck*, in: *GS Bosch*, 17 ff., der für diese eine Insiderpapier-Eigenschaft im Einzelfall annimmt.

<sup>42</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, 3. Auflage, § 2 Rn. 33.

zugelassen oder in den inländischen Open Market einbezogen sein. Die Wertpapiere auf die sich die Derivate jeweils bezogen, mussten ebenfalls an einem dieser Märkte zugelassen oder einbezogen sein. Nicht erforderlich war dagegen, dass die Derivate und die bezogenen Wertpapiere in jeweils dem gleichen Staat gehandelt wurden<sup>43</sup>. Nach bisheriger Rechtslage waren daher nicht zum Handel zugelassene oder einbezogene Derivate nicht vom Tatbestand des Insiderhandelsverbotes erfasst.

In Umsetzung des Art. 9 Abs. 2 MMR stellt § 12 Satz 1, Ziff. 3 WpHG jedoch nunmehr die nicht zum Handel zugelassenen oder einbezogenen Derivate den zugelassenen oder einbezogenen Derivaten gleich. Denn nach der neuen Systematik des § 12 WpHG, beziehen sich die Tatbestandsvoraussetzungen der Zulassung oder Einbeziehung lediglich auf die Finanzinstrumente im Sinne des § 12 Satz 1, Ziff. 1 und 2 WpHG, nicht jedoch auf die in Ziff. 3 erfassten Derivate. Zukünftig wird daher jedes derivate Finanzinstrument erfasst, das nicht auf einem geregelten Markt in der EU zugelassen ist. Der Emittentenleitfaden der BaFin benennt ausdrücklich die Aktienoptionen und sog. Clickoptions<sup>44</sup>. Hierzu nachfolgend im Einzelnen.

#### aaa) Optionsrechte auf Insiderpapiere

##### (1) Möglichkeit zur Umgehung

Vor dem AnSVG war es auf Grund des Tatbestandsmerkmals der Zulassung oder Einbeziehung, § 12 Abs. 2 Satz 1, 2. HS, Satz 2 WpHG a.F., nach Ansicht des 3. Strafsenates des OLG Karlsruhe<sup>45</sup> möglich, auf dem Umweg über den Verkauf von Optionen auf Insiderpapiere Insiderwissen straflos und gewinnbringend zu verwerten. In dem zu entscheidenden Fall hatte der Insider Optionen auf Insiderpapiere verkauft, welche nicht an einem reglementierten Markt zugelassen oder in den Open Market einbezogen waren. Das Gericht hatte daher die Qualifizierung der Optionen als Insiderpapiere im Sinne des § 12 WpHG a.F. verneint. Die Staatsanwaltschaft hatte dagegen die Ansicht vertreten, dass alle abgeleiteten Rechte, welche sich auf Insiderpapiere nach § 12 Abs. 1 WpHG beziehen, ohne weiteres, d.h. ohne die Voraussetzungen der Zulassung oder Einbeziehung, Insiderpapiere gemäß § 12 Abs. 1 WpHG sein sollten. Die Frage, ob der Verkauf der Optionen auf (Insider-) Wertpapiere, als ein auf diese (Insider-) Wertpapiere

---

<sup>43</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 12 Rn. 8.

<sup>44</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.1.3.

<sup>45</sup> OLG Karlsruhe, AG 2004, 512 ff.

selbst bezogenes Veräußerungsgeschäft im Sinne der §§ 38 Abs. 1, Ziff. 1, 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG angesehen werden kann, hat das Gericht ebenfalls verneint. Daher war der Verkauf von Optionen auf Insiderpapiere für den Insider straflos.

## (2) Stellungnahme

Der Ansicht des Gerichtes ist nach alter Rechtslage zuzustimmen. Das Bestreben der Staatsanwaltschaft, Strafbarkeitslücken zu vermeiden, ist rechtspolitisch nachvollziehbar. Jedoch ist es nicht Aufgabe der Staatsanwaltschaft, diese zu schließen. Ebenso ist dies nicht die Aufgabe der Judikative, sondern aufgrund der durch das Grundgesetz vorgegebenen Gewaltenteilung grundsätzlich Aufgabe der Legislative. Durch die Instrumente der Auslegung können die Gerichte zwar Rechtsfortbildung betreiben und etwa abstrakte Regelungsmaterien konkretisieren<sup>46</sup>, jedoch ist die Grenze der Auslegung einer Norm stets deren Wortlaut und der Wille des Gesetzgebers. Dies folgt wiederum aus der Gewaltenteilung und der demokratischen Legitimation der Legislative als Willensbildungsorgan der repräsentativen Demokratie. Das OLG Karlsruhe war daher vorliegend an den Normtext gebunden und hat folgerichtig den nicht an einem reglementierten Markt zugelassenen oder in den Open Market einbezogenen Optionsrechten auf Aktien die Qualifizierung als Insiderpapiere versagt.

Ebenso ist der Ansicht des Gerichtes zuzustimmen, dass der Verkauf der Optionsrechte auf Aktien nicht als ein auf diese selbst bezogenes Veräußerungsgeschäft im Sinne der §§ 38 Abs. 1, Ziff. 1, 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG zu qualifizieren ist. Die gewinnbringende Verwertung von Insiderwissen über den Umweg der Veräußerung von Optionen auf Insiderpapiere war insoweit nach der Rechtslage vor der MMR und dem AnSVG möglich<sup>47</sup>.

## (3) Ergebnis

Die nach der alten Rechtslage bestehende Strafbarkeitslücke ist durch die MMR und das AnSVG geschlossen worden. Nach der neuen Rechtslage ist es nicht mehr möglich, über den Umweg des Kaufs oder Verkaufs von nicht zugelassenen oder einbezogenen Optionsrechten auf Insiderpapieren Insiderwissen gewinnbringend zu verwerten, da das Tatbestandsmerkmal der Zulassung oder Einbeziehung weggefallen ist und der Optionsvertrag daher nicht börsengehandelt sein muss. Auf die umstrittene Frage, ob der Verkauf von Optionsrechten auf

---

<sup>46</sup> Palandt/Heinrichs, Einl. Rn. 54. Sehr deutlich und intensiv erfolgt dies etwa im Gesellschaftsrecht.

<sup>47</sup> Vgl. so zu Aktienoptionsprogrammen für Führungskräfte auch Schreiben des BAWe vom 1. Oktober 1997. Abrufbar unter: [http://www.bafin.de/schreiben/99\\_bis\\_1995/wa\\_971001.htm](http://www.bafin.de/schreiben/99_bis_1995/wa_971001.htm)



Aktien als auf diese Insiderpapiere selbst bezogenes Veräußerungsgeschäft im Sinne des § 14 WpHG anzusehen ist, kommt es daher nach der neuen Rechtslage ebenfalls nicht mehr an.

#### bbb) Clickoptions

Unter „*Clickoptions*“ sind im Internet angebotene, außerbörslich standardisierte Derivateverträge auf Finanzinstrumente zu verstehen. Fraglich ist, ob diese analog zu Optionen oder Futures aufgebauten Vereinbarungen zwischen einem Institut und dessen Kunden Insiderpapiere darstellen. Nach alter Rechtslage waren diese nicht als Insiderpapiere zu qualifizieren.

#### (1) Ansicht der BaFin

Entgegen der früheren Rechtslage seien Clickoptions nach Ansicht der BaFin nunmehr als Insiderpapiere zu qualifizieren, sofern deren Preis von Insiderpapieren nach § 12 Ziff. 1 und Ziff. 2 WpHG abhängt<sup>48</sup>. Das Insiderwissen solle sich auf das vereinbarte Underlying<sup>49</sup> oder dessen Emittenten beziehen. Da diese Vereinbarungen die für Wertpapiere typische Fungibilität nicht aufweisen, sei für deren Einordnung als Insiderpapiere dagegen unschädlich.

#### (2) Stellungnahme

Der Ansicht der BaFin kann nicht gefolgt werden. Gemäß § 2 Abs. 1 Satz 1 WpHG ist es Voraussetzung für den Wertpapierbegriff des WpHG, dass die Wertpapiere überhaupt an einem Markt gehandelt werden können. Erforderlich ist daher, dass diese fungibel sind<sup>50</sup>. Folglich widerspricht die Rechtsauffassung der BaFin ausdrücklich dem Gesetzeswortlaut des WpHG. Des Weiteren ist der Emittentenleitfaden der BaFin hinsichtlich dieses Punktes inkonsistent. Die BaFin nimmt Wertsteigerungsrechte, Stock Appreciation Rights und Phantom Stocks von der Einbeziehung in den Begriff der Insiderpapiere aus<sup>51</sup>. Da diese ebenso wie Clickoptions nicht fungibel sind, ist dieser Ausnahme zuzustimmen<sup>52</sup>. Jedoch ist vor diesem Hintergrund nicht nachvollziehbar, warum Clickoptions anders zu behandeln sein sollen. Eine Rechtfertigung für die Ungleichbehandlung wird von der BaFin nicht beigebracht und ist auch im Übrigen nicht ersichtlich.

---

<sup>48</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.1.3.

<sup>49</sup> Als Underlying bzw. Basiswert bezeichnet man den Vertragsgegenstand eines Termin-, Terminkontrakt- oder Optionsgeschäfts, der für die Erfüllung und Bewertung des Vertrags als Grundlage dient. In Deutschland zählen zu den umsatzstärksten Underlyings der US-Dollar, Bundesanleihen und der DAX.

<sup>50</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 2 Rn. 10; vgl. 1. Kapitel, I.1.a)bb)aaa).

<sup>51</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.1.3.

<sup>52</sup> Vgl. 1. Kapitel, I.1.c)bb)ccc).

### (3) Ergebnis

Clickoptions sind auch nach neuer Rechtslage nicht als Insiderpapiere zu qualifizieren.

#### ccc) Wertsteigerungsrechte, Stock Appreciation Rights und Phantom Stocks

Unter Wertsteigerungsrechten, Stock Appreciation Rights und Phantom Stocks sind virtuelle aktienbasierte Instrumente zu verstehen, die häufig als Vergütungsanreiz eingesetzt werden<sup>53</sup>. Diese betreffen jedoch ausschließlich das Verhältnis zwischen der Gesellschaft einerseits und den durch das Instrument begünstigten Führungskräften andererseits.

#### (1) Ansicht der BaFin

Nach Ansicht der BaFin stellen diese keine Insiderpapiere dar<sup>54</sup>. Eine Begründung dieser Auffassung erfolgt nicht.

#### (2) Stellungnahme

Anders als noch in ihrem Entwurf des Emittentenleitfadens macht die BaFin eine Ausnahme für Wertsteigerungsrechte, Stock Appreciation Rights und Phantom Stocks<sup>55</sup>. Stock Appreciation Rights werden als variable Vergütung von Führungskräften eingesetzt, gewähren diesen aber im Gegensatz zu Aktienoptionen nicht das Recht zum Aktienbezug. Es wird lediglich die errechnete Differenz zwischen Ausübungs- und Marktpreis ausgezahlt. Damit nehmen Stock Appreciation Rights lediglich auf den Wertpapiermarkt Bezug, entfalten aber keine Außenwirkung. Einen eigenen Markt für Stock Appreciation Rights gibt es mangels Fungibilität nicht. Dies alles hat zur Folge, dass durch Stock Appreciation Rights keine Sondervorteile durch Insiderinformationen erlangt werden können, so dass auch der Schutzzweck des Insiderhandelsverbotes nicht betroffen ist. Die endgültige Fassung des Leitfadens nimmt daher zu Recht Abstand von der Einordnung der Stock Appreciation Rights als Insiderpapiere und stellt klar, dass diese, ebenso wie Phantom Stocks oder andere Wertsteigerungsrechte mangels Fungibilität nicht unter den Begriff der „Insiderpapiere“ zu fassen sind<sup>56</sup>.

---

<sup>53</sup> *Fuchs*, in: MünchK-AktG, § 192 AktG, Rn. 85 f.; *Kessler/Sauter*, Rn 104 ff.

<sup>54</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.1.3.

<sup>55</sup> Entwurf des Emittentenleitfadens v. 22.12.2004, I.3, VI.2.1.

<sup>56</sup> Ebenso *Klasen*, AG 2006, 24, 27 f.; *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 730, 731; *Claussen/Florian*, AG 2005, 745, 748; *Kramer*, FTD, v. 21.07.2005, S. 17; *Hussla*, Handelsblatt, v. 22.07.2005, S. 20.

(3) Ergebnis

Wertsteigerungsrechte, Stock Appreciation Rights und Phantom Stocks sind nicht als Insiderpapiere im Sinne des § 12 WpHG zu qualifizieren.

cc) Ergebnis

Durch den Wegfall der Aufteilung in allgemeine und spezielle Derivate (§ 2 Abs. 2 und § 12 Abs. 2 WpHG a.F.), wird der Begriff der „Insiderpapiere“ erweitert. Aufgrund des neuen Schlüsselbegriffs der „Finanzinstrumente“ werden sämtliche devisenbezogenen Derivate, Warenderivate, sowie Geldmarktinstrumente als Insiderpapiere erfasst, wodurch ein Gleichlauf zwischen § 12 und § 2 Abs. 2 WpHG entstanden ist. Gemäß § 12 Ziff. 3 WpHG sind auch Derivate erfasst, die nicht auf einem Markt der Europäischen Union zugelassen sind.

d) Rechte auf Zeichnungen

Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren gehörten bereits gemäß § 12 Abs. 2, Ziff. 1 WpHG a.F. zum Begriff der Insiderpapiere<sup>57</sup>. Indem sie nunmehr bereits in § 2 Abs. 2b WpHG vom Begriff der Finanzinstrumente erfasst werden, sind sie jedoch gleichsam vor die Klammer gezogen worden und entfalten nunmehr für sämtliche Regelungen der Abschnitte 3 und 4 sowie §§ 34b, c WpHG Geltung<sup>58</sup>.

2. Sonstige Instrumente im Sinne des § 2 Abs. 2b Satz 2 WpHG

Des Weiteren sind nunmehr auch „sonstige Instrumente“ als Finanzinstrumente erfasst. Gemäß der Legaldefinition des § 2 Abs. 2b Satz 2 WpHG sind darunter „Instrumente, die zum Handel an einem organisierten Markt im Inland oder in einem anderen Mitgliedsstaat der Europäischen Union zugelassen sind oder für die eine solche Zulassung beantragt worden ist“, zu verstehen. Umstritten ist, ob hierin eine Generalklausel zu erkennen ist, so dass künftig alle Kapitalmarktinstrumente vom Anwendungsbereich des WpHG erfasst sind oder die Begriffsdefinition anderweitig einzuschränken ist.

a) Nach einer Ansicht<sup>59</sup> würde eine generalklauselartige Ausweitung des Tatbestands zu Rechtsunsicherheiten bei der Abgrenzung des Anwendungsbereichs des WpHG führen. Als

---

<sup>57</sup> Sowie zum Begriff der Vermögenswerte im Sinne des § 20a Abs. 1, S. 2 WpHG a.F.

<sup>58</sup> Begr. RegE, BT-Dr. 15/3174, S. 29.

<sup>59</sup> Holzborn/Israel, WM 2004, 1948, 1948.

Beispiel werden die neuen Index-Fonds<sup>60</sup> angeführt und ohne weitere Begründung deren Einbeziehung in den Anwendungsbereich der Norm verneint.

b) Nach anderer Ansicht<sup>61</sup> stellt § 2 Abs. 2b Satz 2 WpHG eine neue Generalklausel dar, welche den Anwendungsbereich des Begriffs der Insiderpapiere auf sämtliche an einem organisierten Markt zugelassenen Handelsformen erweitert. Insofern bestehe auch hinsichtlich der Abgrenzung keine Rechtsunsicherheit, da die neue Terminologie gerade alle Formen erfasse.

### c) Stellungnahme

Aus dem Normtext sind allein die Zulassung der Instrumente an einem reglementierten Markt in der EU oder deren Beantragung als Normeingrenzung erkennbar. Weitere Beschränkungen sind nicht ersichtlich, so dass, ausgehend von einer grammatikalischen Auslegung alle gegenwärtigen und zukünftig zu entwickelnden Instrumente des Kapitalmarktes vom Begriff der Insiderpapiere erfasst sind.

In der MMR findet sich keine ausdrücklich Erläuterung hinsichtlich des Begriffs der „*sonstigen Instrumente*“. Auch der Normtext des Art. 1, Ziff. 3, Spiegelstrich 9 MMR ist nahezu identisch mit dem jetzigen § 2 Abs. 2b Satz 2 WpHG. Jedoch enthält die MMR einen entscheidenden Unterschied. Im Gegensatz zum WpHG sind „alle *sonstigen Instrumente*“ erfasst, die die weiteren Voraussetzungen der Norm erfüllen. Hier wird also das Wort „*alle*“ ausdrücklich genannt. Weiterhin befindet sich die Begriffsdefinition in der MMR am Ende einer exemplarischen Aufzählung von neun Finanzinstrumenten, mit der in Art. 1, Ziff. 3 MMR der Begriff der Finanzinstrumente definiert wird. Sie bildet den Abschluss der Norm und ist insoweit - sprichwörtlich - als Auffangtatbestand innerhalb derselben zu qualifizieren. Aus dem Normtext und der Systematik der Vorschrift des Art. 1, Ziff. 3 MMR ist daher zu folgern, dass der europäische Gesetzgeber von einer, den Begriff der Finanzinstrumente abschließenden Generalklausel ausgegangen ist, als er den Begriff der sonstigen Instrumente bewusst an den Schluss der Norm gesetzt hat. Aufgrund der gebotenen richtlinienkonformen Auslegung ist daher auch in § 2 Abs. 2b Satz 2 WpHG der Begriff der sonstigen Instrumente

---

<sup>60</sup> Indexfonds, sog. Exchange Traded Funds (ETF), sind Fonds, bei denen die Wertentwicklung eines Index nahezu identisch nachvollzogen wird. Dabei sind sie kostengünstiger als normale Aktienfonds, vor allem als solche Aktienfonds, die mittels eines aktiven Fondsmanagements ihren Vergleichsindex schlagen wollen. Zudem werden diese Fonds im Gegensatz zu regulären Fonds an der Börse gehandelt.

<sup>61</sup> *Bürgers*, BKR 2004, 424, 424; *Spindler*, NJW 2004, 3449, 3449; wohl auch *Ziemons*, NZG 2004, 537, 538, („*alle anderen Instrumente*“).

als Auffangtatbestand zu verstehen und der Begriff der Finanzinstrumente demzufolge als Generalklausel.

Insbesondere für die von der erstgenannten Ansicht ausgeschlossenen Exchange Traded Funds lässt sich diese Argumentation auch durch Beobachtungen am Markt stützen. Soll durch die neue Begrifflichkeit der Finanzinstrumente wirklich ein lückenloser Anlegerschutz gewährleistet werden<sup>62</sup>, so bedarf es deren Einbeziehung. Zum einen werden sie im Gegensatz zu regulären Fonds an der Börse gehandelt. Zum anderen haben sie seit ihrer Einführung im Jahre 2000 eine immense wirtschaftliche Bedeutung erlangt. So haben sich die in diesen Produkten verwalteten Mittel an der Deutschen Börse von 16,4 Milliarden Euro in 2004, auf rund 26 Milliarden Euro Ende November 2005 erhöht. Europaweit sind es Ende 2005 ca. 45 Milliarden Euro und in den Vereinigten Staaten gar 263 Milliarden Euro. Zwar sind derzeit noch ca. 90 Prozent der Kunden von Exchange Traded Funds institutionelle Anleger, jedoch dürfte die Palette der Exchange Traded Funds in Zukunft noch größer werden, was sie auch für Privatanleger interessant macht<sup>63</sup>.

#### d) Ergebnis

Der Begriff der Finanzinstrumente ist als Generalklausel aufzufassen und umfasst sämtliche Instrumente des Kapitalmarktes, soweit sie an einem organisierten Markt innerhalb der Europäischen Union zugelassen oder für sie eine solche Zulassung beantragt worden ist. Daher sind auch Exchange Traded Funds in den Anwendungsbereich des WpHG einzubeziehen.

### 3. Insiderpapiere ohne börsenrelevante Umsätze

Erwirbt ein Wertpapierhändler am Telefon börsenzugelassene Wertpapiere aufgrund einer Insiderinformation von einem anderen Händler, führt diese Transaktion zu keinem Umsatz an den Wertpapiermärkten<sup>64</sup>. Fraglich ist, ob der Tatbestand des § 12 Abs. 1 WpHG restriktiv auszulegen ist, so dass ein börsenrelevanter Umsatz zu fordern wäre.

#### a) Ansicht Claussens

Nach Ansicht von Claussen<sup>65</sup> gehe von umsatzneutralen Wertpapiergeschäften keine Gefahr für die Sekundärmärkte aus und damit auch nicht für den Schutzzweck des WpHG.

---

<sup>62</sup> So Koch, DB 2005, 267, 267.

<sup>63</sup> Vgl. FAZ, v. 05.01.2006, S. 19 („Börsennotierte Indexfonds sind ein Erfolg“).

<sup>64</sup> Beispiel angelehnt an Soesters, 110.

<sup>65</sup> Claussen, ZBB 1992, 267, 280.

b) Ansicht Soesters

Dagegen hält Soester<sup>66</sup> die Einbeziehung von börsenneutralen, auch im Telefonverkehr gehandelten Wertpapiertransaktionen in das Insiderrecht für geboten. Hierfür spräche, dass der erwerbende Händler die im Telefonverkehr – möglicherweise auch in größerem Maße unerkannt – erworbenen Wertpapiere nach einem Kursanstieg an der Börse gewinnbringend verkaufen könne.

c) Stellungnahme

Der Ansicht Soesters ist zuzustimmen. Es ist nicht nur denkbar, sondern sehr wahrscheinlich, dass der Erwerber der Wertpapiere die ihm bekannte Insiderinformation nach seinem Telefonerwerb, wenn auch verdeckt, veröffentlicht. Das durch den erfolgenden Kursanstieg gewinnbringende Geschäft widerspricht jedoch dem Gebot der Fairness und schadet daher der Integrität des Kapitalmarktes. Folglich sind auch umsatzneutrale Wertpapiergeschäfte in den Anwendungsbereich der §§ 12, 14 WpHG einzubeziehen.

II. Zulassung oder Einbeziehung, § 12 Satz 1, Ziff. 1, 2 WpHG

Als Insiderpapiere sind nur solche Finanzinstrumente zu qualifizieren, die auf einem organisierten Markt zugelassen oder einbezogen sind oder für die eine solche beantragt oder öffentlich angekündigt ist<sup>67</sup>. Hinsichtlich der Zulassung oder Einbeziehung zum Handel ist der Normtext durch das AnSVG nicht geändert worden. Neu ist dagegen, dass die Tatbestandsvoraussetzungen der Zulassung oder Einbeziehung sich lediglich auf die Finanzinstrumente im Sinne des § 12 Satz 1, Ziff. 1 und 2 WpHG beziehen, nicht jedoch auf die in Ziff. 3 erfassten Derivate<sup>68</sup>.

1. Inländische Börse, Geregelter Markt oder Freiverkehr, § 12 Satz 1, Ziff. 1 WpHG

Unter die Alternative des § 12 Abs. 1 Satz 1, Ziff. 1 WpHG sind die Zulassung zum amtlichen Markt (§§ 36 ff. BörsG), die Einbeziehung in den geregelten Markt (§§ 49 ff. BörsG), sowie der Freiverkehr (§ 57 BörsG) zu fassen. Dies gilt auch für die als reine Computerbörse ausgestaltete Eurex<sup>69</sup>, denn entscheidend ist allein, dass der Markt von staatlich anerkannten Stellen reglementiert und überwacht wird<sup>70</sup>.

---

<sup>66</sup> Soesters, 110 ff.

<sup>67</sup> Zum sog. Handel per Erscheinen (Antragstellung oder öffentliche Ankündigung), vgl. 1. Kapitel, III.

<sup>68</sup> Zu den Derivaten, vgl. 1. Kapitel, I.1.c)bb).

<sup>69</sup> Nachfolgerin der Deutschen Terminbörse (DTB).

<sup>70</sup> Hopt, ZGR 1991, 17, 41; Claussen, ZBB 1992, 267, 280.

a) Vorgabe der MMR und Umsetzung in deutsches Recht

Das AnSVG geht durch die Einbeziehung des Freiverkehrs über die Mindestanforderungen der MMR hinaus. Gemäß Art. 9 Abs. 1 MMR sind lediglich Finanzinstrumente, die in einen geregelten Markt einbezogen sind, als Insiderpapiere zu qualifizieren, nicht dagegen solche, die im Freiverkehr gehandelt werden. Als Begründung für die Erweiterung des sachlichen Anwendungsbereiches des WpHG gegenüber der europäischen Vorgabe führt die Bundesregierung an, dass insbesondere im Freiverkehr häufig Insiderdelikte zu beobachten seien. Ferner wäre auch die internationale Zusammenarbeit gefährdet, wenn im Freiverkehr gehandelte ausländische Werte nicht mehr untersucht werden könnten<sup>71</sup>.

Am 10. Oktober 2005 hat die Frankfurter Wertpapierbörse (im Folgenden „FWB“) den Freiverkehr umbenannt und ein neues Teilsegment mit zusätzlichen Transparenzanforderungen geschaffen. Der jetzt als „Open Market“ bezeichnete Freiverkehr erhält als Teilsegment den sog. „Entry Standard“. Anders als der Amtliche Markt und der Geregelter Markt mit ihren Teilbereichen General Standard und Prime Standard ist der Open Market jedoch kein öffentlich-rechtlich, sondern ein privatrechtlich organisierter Markt, über den der Börsenvorstand lediglich eine Missbrauchsaufsicht ausübt. Rechtsgrundlage für die Einbeziehung und den Handel im Open Market sind die Richtlinien für den Freiverkehr der FWB. Der Entry Standard schafft gegenüber dem Open Market erhöhte Transparenz. So muss der Antragssteller dafür Sorge tragen, dass der Emittent in seinem Tätigkeitsbereich eingetretene Tatsachen unverzüglich auf seinen Internetseiten veröffentlicht, wenn sie wegen ihrer Auswirkungen auf seine Vermögens- oder Finanzlage oder seinen allgemeinen Geschäftsverlauf den Aktienkurs erheblich beeinflussen können. Dies entspricht zwar der Sache nach der Ad-hoc-Publizitätspflicht des für den General- und Primestandard geltenden § 15 WpHG. Anleger haben jedoch im Falle einer unterbliebenen oder unrichtigen Meldung keine Schadensansprüche gegen den Emittenten. Zudem treffen die Aktionäre, abgesehen von den aktienrechtlichen Meldepflichten, keine Meldepflichten bei Erreichen bestimmter Beteiligungsschwellen und bei der Vornahme von Director's Dealings.

Ob Wertpapiere, die in den Open Market einbezogen sind, als Insiderpapiere im Sinne des WpHG zu qualifizieren sind, ist umstritten.

---

<sup>71</sup> Begr. RegE, BT-Dr. 15/3174, S. 33.

aa) Ansicht Soesters

Unter der Ägide des WpHG in der Fassung vor der MMR und dem AnSVG, hat Soesters die Ansicht vertreten, dass Wertpapiere, die in den Freiverkehr einbezogen sind, nicht als Insiderpapiere zu qualifizieren seien<sup>72</sup>. Geschütztes Rechtsgut des WpHG sei nur der Kapitalmarkt im engeren Sinne, das heißt der staatlich organisierte Markt, der sich aus dem amtlichen und geregelten Markt zusammensetze. Dagegen sei der Freiverkehr nicht staatlich organisiert, da er weitgehend privatrechtlichen Richtlinien unterliege. Der Insiderhandel im Freiverkehr beeinträchtigt deshalb nicht das geschützte Rechtsgut, so dass die dort gehandelten Wertpapiere aus dem Anwendungsbereich des Insiderhandelsverbotes auszuklammern seien.

bb) Stellungnahme

Der Ansicht Soesters kann nicht gefolgt werden. Der in § 12 Abs. 1 und 2 WpHG a.F. genannte Freiverkehr meint den börslichen Freiverkehr im Sinne der börsengesetzlichen Bestimmung des § 57 BörsG<sup>73</sup>. Dies folgt schon aus der terminologischen Anknüpfung an den Sprachgebrauch des Börsengesetzes. Der Freiverkehr und damit auch der neu genannte Open Market sind dadurch gekennzeichnet, dass keine staatliche Aufsicht Reglementierungen vorgibt und im Vergleich zu den anderen Börsensegmenten verringerte Transparenzanforderungen herrschen<sup>74</sup>. Im Rahmen eines Erst-Recht-Schlusses sind daher gerade im Open Market vertrauensbildende Maßnahmen notwendig<sup>75</sup>. Dies wird deutlich, wenn man sich einen Überblick über die (fehlenden) Transparenz-Anforderungen verschafft: (1) Veröffentlichung eines testierten Konzern-Jahresabschlusses spätestens sechs Monate nach Beendigung des Berichtszeitraums. Keine internationale Rechnungslegung verlangt. (2) Veröffentlichung eines Zwischenberichts spätestens drei Monate nach dem ersten Halbjahr. Keine Quartalsberichte. (3) Veröffentlichung eines aktuellen Kurzporträts und eines Finanzkalenders auf der Internetseite des Unternehmens. (4) Veröffentlichung von kursbeeinflussenden Tatsachen auf der Internetseite des Unternehmens. Keine Ad-hoc-Pflicht nach dem WpHG. § 15 WpHG findet auf den Open Market auch nach dem AnSVG keine Anwendung, da die Ad-hoc-Publizitätspflicht nur für den „organisierten Markt“ im Sinne des § 1 Abs. 5 WpHG und damit für einen Markt, „[...] der von staatlich anerkannten Stellen

---

<sup>72</sup> Soesters, 101 ff.

<sup>73</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 12 Rn. 4; Schäfer, in: Schäfer, § 12 WpHG Rn. 4; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 16.78 ff.; Hopt, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rn. 29; Caspari, ZGR 1994, 530, 534.

<sup>74</sup> So titelte die FAZ hinsichtlich eines Artikels zum ersten Börsengang am Entry Standard: „Wachstumssegment startet ohne Glamour - Laissez-faire statt Anlegerschutz“, FAZ, v. 25.10.2005, S. 25.

<sup>75</sup> So auch die Begründung zum RegE des AnSVG, BReg BT-Dr. 15/3174, zu § 12, S. 33.



*geregelt und überwacht wird [...]“* gilt. Das Fehlen der dem Insiderhandel vorbeugenden Ad-hoc-Publizitätspflicht ist inkonsequent, da hierfür kein Grund ersichtlich ist<sup>76</sup>. Dieser derzeitige gesetzliche status quo verstärkt jedoch erst recht die Notwendigkeit der Einbeziehung von Insiderpapieren in den Anwendungsbereich des WpHG und damit des Insiderhandelsverbotes. Auch die Pflicht des Open Market - Emittenten, in seinem Tätigkeitsbereich eingetretene kursrelevante Tatsachen zu veröffentlichen, kann zu keiner anderen Bewertung führen. Diese ist nämlich für den Anleger ein stumpfes Schwert, da den Emittenten aus einer Unterlassung der Veröffentlichung keine Schadensersatzpflichten treffen.

Des Weiteren ist die Prospekthaftung aus § 44 BörsG auf den Open Market nicht anwendbar<sup>77</sup>. Der Gesetzgeber des 2. FFG sah sich deshalb veranlasst, über die gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben hinausgehend den Open Market an den inländischen Börsen in das nationale Insiderrecht mit einzubeziehen. Das Publikum unterscheide nicht, ob Insiderverstöße an der Börse im Open Market oder in den anderen Segmenten stattfänden<sup>78</sup>. Dem ist zuzustimmen. Der Insiderhandel kann den Kapitalmarkt in Misskredit bringen und damit auch die Funktionstüchtigkeit der allokativen Funktion der Märkte beeinträchtigen.

Ferner ist die Grenze jeder Auslegung der Normtext<sup>79</sup>. Da der Wortlaut des § 12 Abs. 1 Satz 1, Ziff. 1 WpHG a.F. ebenso wie § 12 Satz 1, Ziff. 1 WpHG den Freiverkehr ausdrücklich benennt und eine planwidrige Regelungslücke nicht erkennbar ist<sup>80</sup>, lässt sich gegen die Einbeziehung des Open Markets keine ernsthafte Argumentation begründen.

Eine andere Frage ist, ob der Gesetzgeber die Möglichkeit hätte nutzen sollen, die Freiräume der MMR auszunutzen, um die Regelung des § 12 WpHG auf den amtlichen und geregelten Markt zu begrenzen. So ließe sich argumentieren, dass sich die Teilnehmer des Open Markets bewusst für ein Marktsegment entscheiden, dass nicht staatlich reglementiert ist und auf dem daher die Gesetze des freien Marktes herrschen würden. Dem ist zuzugeben, dass es dem Open Market, wie der frühere Name sagt, immanent ist, dass Finanzinstrumente *frei verkehren* können. Es bedarf jedoch einer genauen Betrachtung der Art der Reglementierungen. Das Börsengesetz und die Börsenordnungen sehen hauptsächlich *Ordnungsvorschriften* für einen reibungslosen Ablauf des Marktgeschehens auf dem amtlichen und geregelten Markt vor. So existieren insbesondere öffentlich-rechtliche

---

<sup>76</sup> So auch, DAV, NZG 2004, 703, 704.

<sup>77</sup> Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 81.

<sup>78</sup> RegE (2.FFG), BT-Drs. 12/6679, S. 45; so auch OLG Karlsruhe, AG 2004, 512, 513.

<sup>79</sup> BGH 46, 74, 76; NJW 1988, 2109, 2109; Müller/Christensen, 32.0, S. 244; Palandt/Heinrichs, Einl. Rn. 48.

<sup>80</sup> Der Gesetzgeber wollte den Freiverkehr gerade mit einbeziehen, daher liegt gerade eine bewusste Regelung vor, vgl. RegE (2.FFG), BT-Drs. 12/6679, S. 45.

Zulassungsvorschriften für den Zugang zu diesen Märkten<sup>81</sup>. Diese erklären sich aus dem Verhältnis von Chance und Risiko, d.h. je strenger die Zulassungskriterien, desto geringer die Kursrisiken, desto geringer die Kurschancen. Hiervon ist jedoch die Frage zu differenzieren, ob man die Reglementierung des Open Markets durch die Anwendung einer *Verbotnorm* befürwortet. Das Verbot von Insidergeschäften stellt eine Grundsatzentscheidung dar, die man teilen kann oder nicht<sup>82</sup>. Hat man sich jedoch für eine solche Wertung entschieden und bejaht man eine marktschädliche Wirkung von Insidergeschäften, ist diese Wertung auch konsequenterweise auf sämtliche der Börse zugewandten Marktsegmente anzuwenden.

Dass nunmehr der europäische Gesetzgeber Finanzinstrumente des Open Markets nicht in den Anwendungsbereich der MMR aufgenommen hat, lässt keine andere Wertung zu, denn Richtlinien sind für die Mitgliedsstaaten nur hinsichtlich des zu erreichenden Ziels verbindlich, den innerstaatlichen Stellen ist jedoch die Wahl der Form und der Mittel überlassen, Art. 249 Abs. 3 EG. Hierbei ist lediglich zu gewährleisten, dass die Richtlinie praktische Wirksamkeit hinsichtlich des mit ihr verfolgten Zwecks entfaltet (*effet utile*), dass heißt keine fehlerhafte oder unvollständige Umsetzung erfolgt<sup>83</sup>. An einer Ausweitung bzw. Beibehaltung des Kreises der relevanten Finanzinstrumente auf solche des Open Market, ist der bundesdeutsche Gesetzgeber daher nicht gehindert gewesen. Das durch eine über die Anordnungen der Richtlinie hinausgehende Umsetzung, für die Marktteilnehmer auf den Märkten der Mitgliedsstaaten national unterschiedliche Wettbewerbsbedingungen und eventuell -nachteile entstehen könnten<sup>84</sup>, ist eine wirtschaftspolitische Fragestellung, zu einer juristischen Begründung taugt sie jedoch nicht.

## b) Ergebnis

Auch nach der MMR und dem AnSVG sind Wertpapiere, die in den Open Market und Entry Standard einbezogen sind, als Insiderpapiere zu qualifizieren.

## 2. Zulassung an einem organisierten Markt in der Europäische Union oder EWG-Staat, § 12 Satz 1, Ziff. 2 WpHG

Insiderpapiere sind gemäß § 12 Satz 1, Ziff. 2 WpHG auch solche Finanzinstrumente, die an einem organisierten Markt in der Europäische Union oder EWG-Staat zum Handel zugelassen

---

<sup>81</sup> Die Zulassung zum amtlichen Markt erfolgt durch begünstigenden Verwaltungsakt, vgl. *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 41 ff., 66 m.w.N.

<sup>82</sup> Vgl. Einleitung, II.3.

<sup>83</sup> *Ruffert*, in: *Calliess/Ruffert*, Art. 249 Rn. 46.

<sup>84</sup> So MdB *Dr. Michael Meister*, finanzpolitischer Sprecher der CDU/CSU-Bundestagsfraktion und MdB *Stefan Müller*, zuständiger Berichterstatter, Pressemitteilung vom 12.3.2004 (abrufbar unter: <http://www.meisterschafft.de/PRESSE/2004/20040312.html>).

sind. Ein organisierter Markt im Sinne der Legaldefinitionen der § 2 Abs. 5 WpHG sowie § 2 Ziff. 16 WpPG ist ein Markt, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum unmittelbar oder mittelbar zugänglich ist. Durch das AnSVG haben sich an dieser Stelle keine Änderungen ergeben. Das Insiderrecht findet daher auch dann Anwendung, wenn sich der Insiderhandel nicht ausschließlich auf deutschem Boden vollzieht. Als Beispiel ist hier die Abgabe eines Übernahmeangebotes durch ein deutsches Unternehmen in Bezug auf ein Unternehmen, dessen Wertpapiere an der Börse eines Mitgliedstaates der EU oder des EWR gehandelt werden, zu nennen<sup>85</sup>.

### 3. Nicht erfasste Märkte

Nicht erfasst sind dagegen der Graue Markt, der völlig außerhalb der Börse stattfindende Telefonhandel sowie Konzernpapiere<sup>86</sup>. Der Graue Markt lässt sich anhand des Umfangs der gesetzlichen Regelungen oder Institutionalisierungen vom amtlichen oder geregelten Markt abgrenzen<sup>87</sup>. Für den Grauen Markt existieren keine speziellen Kapitalmarktgesetze und gilt demnach auch nicht das WpHG.

### III. Antragstellung oder öffentliche Ankündigung, § 12 Satz 2 WpHG

Zunächst ist der Anwendungsbereich der Regelung aufzuschlüsseln. Dem Wortlaut nach bezieht sich § 12 Satz 2 WpHG nur auf den organisierten und geregelten Markt sowie den Open Market und damit nicht auf Wertpapiere die an einer inländischen Börse im Sinne des § 12 Satz 1, Ziff. 1, 1. Alt. WpHG zugelassen sind. Jedoch handelt es sich bei den inländischen Börsen um organisierte Märkte im Sinne der Legaldefinition des § 2 Abs. 5 WpHG, so dass der Handel per Erscheinen in sämtlichen Fallkonstellationen des § 12 Satz 1 WpHG möglich ist<sup>88</sup>. Auch das Telos der Norm spricht für eine solche Auslegung, da das Tatbestandsmerkmal des § 12 Satz 2 WpHG lediglich regeln soll, dass der Markt von staatlich anerkannten Stellen reglementiert und überwacht wird.

Gemäß § 12 Satz 2 WpHG steht es sodann der Zulassung oder Einbeziehung von Wertpapieren (§ 12 Satz 1 WpHG) gleich, wenn der Zulassungsantrag zum Börsenhandel gestellt oder öffentlich angekündigt ist. Die Regelung des sog. Handels per Erscheinen<sup>89</sup> in § 12 Satz 2 WpHG stimmt mit dem Normtext des § 12 Satz 2 WpHG a.F. überein, so dass nach

---

<sup>85</sup> Assmann/Cramer, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 133.

<sup>86</sup> OLG Karlsruhe, AG 2004, 512, 513; Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 98 ff.; Hopt, ZGR 1991, 17, 41; Schäfer, in: Schäfer, § 12 WpHG Rn. 5, 21; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 16.74, 16.77; Caspari, ZGR 1994, 530, 536.

<sup>87</sup> Barkam, 5.

<sup>88</sup> So schon zur alten Rechtslage: Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 12 Rn. 2.

<sup>89</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 12 Rn. 8.

dem Wortlaut des nationalen Rechts schon die öffentliche Ankündigung der Antragsstellung ausreichend ist<sup>90</sup>. Ein Zulassungsantrag ist im Sinne von § 12 Abs. 1 Satz 2 WpHG als öffentlich angekündigt anzusehen, wenn *„in einer Erklärung des Emittenten oder derjenigen Person, die Wertpapiere öffentlich anbietet, gegenüber einem unbestimmten Personenkreis darauf hingewiesen wird, dass die Notierung der betreffenden Wertpapiere in einem der genannten Marktsegmente beabsichtigt ist“*<sup>91</sup>. Fraglich ist, ob die nationale Regelung aufgrund der europäischen Vorgabe restriktiv auszulegen ist.

### 1. Vorgabe der MMR und Umsetzung in deutsches Recht

Gemäß Art. 9 Abs. 1 MMR führt lediglich die konkrete Vornahme der Antragsstellung zu einer Gleichstellung mit der Zulassung der Finanzinstrumente am Markt. Als Begründung für die zeitliche Erweiterung der nationalen Regelung gegenüber den Mindestanforderungen des Art. 9 Abs. 1 MMR führt die Bundesregierung an, dass bereits von der öffentlichen Ankündigung ein verstärkter Anreiz zum Ausnutzen von Insiderinformationen ausgehen könne und der Anlegerschutz insofern in das Vorfeld der Börsennotierung verlagert werden solle<sup>92</sup>.

### 2. Literatur

Nach einer vereinzelt gebliebenen Ansicht im Schrifttum ist dagegen auch nach deutschem Recht erforderlich, dass die Veröffentlichung des Zulassungsantrages erfolgt ist<sup>93</sup>. Ohne Begründung weisen die Verfasser darauf hin, dass die öffentliche Bekanntgabe eines geplanten Börsenganges für eine Qualifikation als Insiderpapier im Sinne des § 12 Satz 2 WpHG nicht ausreichend sei.

### 3. Stellungnahme

Der Wortlaut des WpHG ist eindeutig und kann daher nicht im Wege der Auslegung zum Gegenstand eines Streites gemacht werden. Fraglich ist jedoch, ob es sachlich geboten ist, zu einem so frühen Zeitpunkt den Schutz des Insiderhandelsverbotes anzusetzen. Der sachliche Anwendungsbereich des gesamten WpHG erstreckt sich gemäß § 1 Abs. 1 WpHG auch auf den außerbörslichen Handel mit Finanzinstrumenten. Hieran ist die gesetzgeberische Intention zu erkennen, zunächst den gesamten Handel mit Finanzinstrumenten zu erfassen<sup>94</sup>. Nur

---

<sup>90</sup> Begr. RegE, BT-Dr. 15/3174, S. 33.

<sup>91</sup> Begr. RegE, BT-Dr. 12/6679, S. 45; i.E. ebenso Emittentenleitfaden 2005, III.1.2.

<sup>92</sup> Begr. RegE, BT-Dr. 15/3174, S. 33.

<sup>93</sup> Schlitt/Singhof/Schäfer, BKR 2005, 251, 262.

<sup>94</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 1 Rn. 3.

soweit sich aus den einzelnen Vorschriften etwas anderes ergibt, kommt es zu einer Einschränkung des ansonsten weiten sachlichen Anwendungsbereichs. Vor diesem Hintergrund ist der eher weite Anwendungsbereich des Begriffs der Insiderpapiere in § 12 WpHG durchaus konsequent. Im Gegensatz zu § 15 WpHG, der sowohl den Open Market als auch die Ankündigung des Antrags auf Zulassung ausklammert, betreffen die §§ 12, 14 WpHG Tatbestände, für die ein weiter Anwendungsbereich geboten erscheint. So bedarf es eines umfassenden Schutzes des Marktes vor marktmissbräuchlichem Handel. Besteht für diesen schon vor der eigentlichen Antragsstellung der Finanzinstrumente eine veritable Gefahr<sup>95</sup>, so bedarf es der Einbeziehung dieser Situation in den Schutzbereich. Die zeitliche Erweiterung des Anwendungsbereichs des § 12 WpHG gegenüber der europarechtlichen Vorgabe ist daher auch sachlich gerechtfertigt.

#### IV. Auslandssachverhalte, § 1 Abs. 2 WpHG

Durch das AnSVG wird der Anwendungsbereich des WpHG partiell auf Auslandssachverhalte erweitert. Der gesamte Bereich der Insiderüberwachung (§§ 12-16b WpHG), die Vorschrift der Kurs- und Marktpreismanipulation (§§ 20a WpHG) und die neu eingefügten Regelungen für Finanzanalysen (§§ 34b, c WpHG)<sup>96</sup> finden gemäß § 1 Abs. 2 WpHG<sup>97</sup> auch auf Handlungen und Unterlassungen, die im Ausland vorgenommen werden, Anwendung. Hierdurch wird ein Marktort- und Auswirkungsprinzip für das WpHG festgeschrieben<sup>98</sup>. Diese Regelung ist grundsätzlich zu begrüßen, da gerade in den genannten Bereichen häufig Grenzüberschreitungen stattfinden. Ferner stellt sie mit Blick auf den sog. Europäischen Pass<sup>99</sup>, den jedes Wertpapierunternehmen seit der Umsetzung der WpDiRiLi<sup>100</sup> nutzen kann, eine konsequente Erweiterung des Anwendungsbereiches dar.

##### 1. Einschränkungen

Die Auslandsöffnung der Teilbereiche unterliegt jedoch gewissen Einschränkungen, da eine Öffnung des WpHG für ausländische Sachverhalte nur Sinn macht, wenn diese einen Inlandsbezug aufweisen.

---

<sup>95</sup> Begr. RegE, BT-Dr. 15/3174, S. 33 („verstärkter Anreiz“).

<sup>96</sup> Ebenso die Vorschriften der Kurs- und Marktpreismanipulation (§§ 20a ff. WpHG) und die neu eingefügten Regelungen für Finanzanalysen (§§ 34b, c WpHG).

<sup>97</sup> In Umsetzung des Art. 10 lit. a MMR.

<sup>98</sup> Vgl. schon zur alten Rechtslage, *Spindler*, NJW 2001, 1689, 1699.

<sup>99</sup> Hiernach kann jedes Wertpapierdienstleistungsunternehmen in jedem Mitgliedsstaat der Union tätig werden, wenn es in seinem Herkunftsland eine Zulassung erhalten hat.

<sup>100</sup> Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen (Wertpapierdienstleistungsrichtlinie), ABIEG Nr. L 141/27 vom 11.6.1993.

#### a) Inländische Finanzinstrumente

Zunächst müssen die Handlungen oder Unterlassungen Finanzinstrumente betreffen, die an einer inländischen Börse gehandelt werden, Art. 1 Abs. 2 a.E. WpHG. Das Gesetz stellt hier lediglich auf die gehandelten Finanzinstrumente ab, nicht jedoch auf eine irgendwie geartete Inlandswirkung der Handlung oder des Unterlassens.

#### b) Spezialregelungen

Des Weiteren gilt die Auslandsöffnung nicht, soweit eine der genannten Normen eine Inlandsbeschränkung vorsieht<sup>101</sup>. Hier gilt der Grundsatz *lex specialis derogat legi generali*. So beschränkt etwa § 15 Abs. 1 WpHG die Anwendung der Ad-hoc-Publizität auf den inländisch organisierten Markt.

Die Durchsetzung der Regelungen des WpHG findet ferner im völkerrechtlichen Territorialprinzip<sup>102</sup> eine Einschränkung, so dass die BaFin im Ausland auf Amtshilfe angewiesen sein wird. Hierzu räumen §§ 7 Abs. 1, 4, 5 und 36c WpHG der BaFin eine umfassende Kompetenz ein, die sie zweckentsprechend auszuüben hat. Insbesondere durch die strikte Verschwiegenheitspflicht aus § 8 Abs. 2 WpHG ist sie jedoch daran gehindert, solche Informationen an die Finanzbehörden weiterzugeben.

#### c) Teleologische Reduktion

Ob darüber hinaus weitere Einschränkungen vorzunehmen sind ist fraglich. Im Rahmen von außereuropäischen Auslandssachverhalten könnten sich Probleme ergeben, da diese Staaten nicht an die europäische Harmonisierung gebunden sind, so dass sie divergierende Vorschriften erlassen können. Diese könnten zu unterschiedlichen Handlungsanweisungen für den Normadressaten führen, weshalb in der Literatur vorgeschlagen wird, eine dem § 130 Abs. 2 GWB vergleichbare Einschränkung für im Ausland vorgenommene Bagatellfälle vorzunehmen<sup>103</sup>.

Der Wortlaut der Norm sieht keine Eingrenzung auf das europäische Ausland vor, sondern benennt nur das „Ausland“. Hätte der Gesetzgeber lediglich eine Ausweitung auf die Mitgliedsstaaten gewollt, so hätte er diese – wie etwa in Art. 10 Ziff. 2 MMR – auch so benannt. Im Rahmen des Normtextes ist daher keine restriktive Auslegung möglich. Fraglich ist, ob eine teleologische Reduktion erfolgen kann. Dann müsste eine Lücke vorliegen, die

---

<sup>101</sup> Begr. RegE 15/3174, S. 29.

<sup>102</sup> Vgl. Ipsen, 144 ff.

<sup>103</sup> Holzborn/Israel, WM 2004, 1948, 1949; Spindler, NJW 2004, 3449, 3449.

durch eine zu weite Regelung verdeckt ist (sog. verdeckte Lücke)<sup>104</sup>. Die europäischen und nationalen Gesetzesmaterialien enthalten keinerlei erläuternde Hinweise, weshalb davon auszugehen ist, dass die Problemkonstellation nicht erkannt worden ist.

Um das Vertrauen der Anleger in die Integrität der Finanzmärkte zu stärken, soll durch die MMR und das AnSVG ein möglichst umfassender Funktionsschutz des europäischen Kapitalmarktes erreicht werden. Das Insiderhandelsverbot, das Verbot der Marktmanipulation und die Regelungen über die Finanzanalysen dürfen jedoch nicht dadurch unterlaufen werden können, dass sie im Ausland begangen werden. Der Gesetzeszweck wird aber auch dann erreicht, wenn aus Gründen der doppelten oder widersprüchlichen Inanspruchnahme die Anwendung der genannten Vorschriften von den Auswirkungen eines verbotswidrigen Verhaltens auf den inländischen Markt abhängig gemacht wird. Unter Auswirkung wird hierbei eine Veränderung der Wettbewerbssituation verstanden<sup>105</sup>. Weiterhin sind unter Berücksichtigung des völkerrechtlichen Einmischungs- und Rechtsmissbrauchsverbotes, sowie im Interesse einer optimalen Funktionsfähigkeit des § 1 Abs. 2 WpHG als Kollisionsnorm, völker- und kollisionsrechtliche Eingrenzungen vorzunehmen. Demnach sind solche Sachverhalte nicht von den genannten Vorschriften des WpHG erfasst, die keine Spürbarkeit und unmittelbare Wirkung auf den inländischen Markt haben. Ferner ist eine Interessenabwägung vorzunehmen<sup>106</sup>.

Demzufolge ist § 1 Abs. 2 WpHG trotz des eindeutigen Wortlautes und der entsprechenden Vorstellungen des Gesetzgebers, wegen der aufgezeigten Lücke einschränkend dahingehend auszulegen, dass die Auslandsöffnung dann nicht gilt, wenn Bagatellfälle und die vorstehend genannten außereuropäischen Auslandssachverhalte mit anders lautenden Regelungen vorliegen<sup>107</sup>.

## 2. Zusammenfassung

Es ist eine Vielfalt von Rückwirkungen ausländischer Insiderregelungen auf den Inlandsmarkt denkbar. Es ist daher erforderlich, den von § 1 Abs. 2 WpHG eröffneten Anwendungsbereich einzugrenzen und zu konkretisieren, um eine uferlose Ausdehnung des internationalen Anwendungsbereiches des nationalen Insiderrechtes zu verhindern.

---

<sup>104</sup> Brox, AT, Rn. 68.

<sup>105</sup> Immenga, MünchK-BGB, nach Art. 37 EGBGB, Rn. 32.

<sup>106</sup> Vgl. im Einzelnen: BGHZ 74, 322, 324 f.; BGH, NJW-RR 1998, 764, 766; Immenga, MünchK-BGB, nach Art. 37 EGBGB, Rn. 13 ff., 34 ff.; Rehlinger, in: Immenga/Mestmäcker, § 130 II Rn. 1, 20, 40 ff..

<sup>107</sup> So auch Holzborn/Israel, WM 2004, 1948, 1949; vgl. BGH zu Art. 98 Abs. 2 GWB: WuW/E BGH 1276, 1278 f. (Ölfeldrohre); WuW/E BGH 1613, 1614 (Organische Pigmente); Immenga, MünchK-BGB, nach Art. 37, Rn. 32.

## V. Zusammenfassung

Durch die Einführung des Begriffs der „*Finanzinstrumente*“ wird das Tatbestandsmerkmal der Insiderpapiere erweitert. Die Aufteilung in Wertpapiere und Derivate (§ 12 Abs. 1 und 2 WpHG a.F.) ist weggefallen. Ferner wird nicht mehr zwischen allgemeinen und speziellen Derivaten unterschieden (§ 2 Abs. 2 und § 12 Abs. 2 WpHG a.F.). Aufgrund des neuen Schlüsselbegriffs der „*Finanzinstrumente*“ werden vielmehr sämtliche devisenbezogenen Derivate, Warenderivate, sowie Geldmarkinstrumente als Insiderpapiere erfasst, wodurch ein Gleichlauf zwischen § 12 und § 2 Abs. 2 WpHG entstanden ist. Gemäß § 12 Ziff. 3 WpHG sind nunmehr auch Derivate erfasst, die nicht auf einem Markt der Europäischen Union zugelassen sind. Aus der Erweiterung des Tatbestands auf „*sonstige Instrumente*“ folgt ferner die tatbestandliche Erfassung von sämtlichen Finanzinstrumenten, die zum Amtlichen oder Geregelt Markt in Deutschland oder einem vergleichbaren Börsensegment in der Europäischen Union zugelassen sind oder für die eine solche Zulassung beantragt oder angekündigt worden ist oder die in den Open Market einbezogen sind.

Zusammenfassend ist daher festzustellen, dass zum einen durch die Bezugnahme in § 12 WpHG auf die allgemeine Definitionsnorm des § 2 WpHG und zum anderen durch die Erweiterung der §§ 2, 12 WpHG selbst, eine Erweiterung des Insiderpapierbegriffs erfolgt ist. Hinsichtlich des von § 1 Abs. 2 WpHG eröffneten Anwendungsbereichs auf Auslandssachverhalte ist dagegen eine einschränkende Auslegung notwendig.



## Zweites Kapitel: Insiderinformation, § 13 WpHG

Der in § 13 Abs. 1 WpHG legaldefinierte Begriff der „*Insiderinformation*“ ist ein Tatbestandsmerkmal des § 14 Abs. 1 WpHG<sup>1</sup>. Gegen das Insiderhandelsverbot kann daher nur derjenige verstoßen, der über Insiderinformationen verfügt. Der Anwendungsbereich des Verbotstatbestands wird somit maßgeblich durch die Reichweite des Tatbestandsmerkmals der Insiderinformation beeinflusst. Dieses lässt sich wiederum in vier (Unter-) Tatbestandsmerkmale zerlegen: (1) Konkrete Information über Umstände, (2) nicht öffentlich, (3) Emittenten- oder Insiderpapierbezug sowie (4) Eignung zur erheblichen Beeinflussung des Kurs- oder Marktpreises. Der Gesetzgeber hat das Tatbestandsmerkmal der Insiderinformation angesichts der Vielgestaltigkeit und Komplexität derartiger Informationen mit vielen unbestimmten Rechtsbegriffen versehen. Für die praktische Umsetzung der Insiderregelungen besteht jedoch ein dringendes Bedürfnis festzustellen, welchen konkreten Inhalt die jeweiligen Tatbestandsmerkmale und unbestimmten Rechtsbegriffe haben. Dieser Aufgabe wird nachfolgend im Rahmen der einzelnen vier Tatbestandsmerkmale nachgegangen. Eine allgemeine Aussage, bestimmte Umstände seien immer bzw. nie Insiderinformationen, kann – wegen des Erfordernisses des Kursbeeinflussungspotentials – jedoch nicht gemacht werden<sup>2</sup>. Stets kommt es auf den Einzelfall an. Insoweit wird in den nachfolgenden Ausführungen jeweils eine allgemeine Definition aufgestellt, anhand derer praxisrelevante Problemfälle untersucht und für deren Regelfall Lösungen erarbeitet werden.

### I. Insiderinformation

In § 13 Abs. 1 WpHG wurde durch das AnSVG der Begriff der „*Insidertatsache*“ durch den Begriff der „*Insiderinformation*“ ersetzt.

Unter einer Insidertatsache verstand das WpHG bislang eine nicht öffentlich bekannte Tatsache, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf Insiderpapiere selbst bezieht und die geeignet war, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen, § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG a.F.

Eine Insiderinformation ist gemäß § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG nunmehr definiert, als „*eine konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich auf einen oder*

---

<sup>1</sup> Sowie der Rechte und Pflichten nach §§ 15, 15a, 15b, 16a, 37b, 38c, 38, 39 WpHG.

<sup>2</sup> So auch *Holzapfel/Pöllath*, Rn. 293a.

*mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst beziehen und die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen“.*

Zunächst fällt auf, dass das Tatbestandsmerkmal „*Tatsache*“ durch das Tatbestandsmerkmal „*konkrete Informationen über Umstände*“ ersetzt worden ist. Des Weiteren ist der maßgebliche Bezugspunkt der Beeinflussung nunmehr anstelle des Börsenkurses der Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere. Ferner ist durch § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG das Erfordernis der Eintrittswahrscheinlichkeit eines zukünftigen Umstands in den Tatbestand der Insiderinformation aufgenommen worden. Die neuen Tatbestandsmerkmale gilt es im Folgenden zu entschlüsseln und bei den im Wortlaut unveränderten ist zu klären, ob diese im Lichte der MMR neu auszulegen sind.

#### 1. Konkrete Information über Umstände

Die erste und zugleich wichtigste Neuerung betrifft die Ablösung des Tatsachenbegriffs. Fraglich ist hier, ob die neue Begrifflichkeit zu einer Erweiterung des Tatbestands geführt hat. Zur Klärung dieser, für die Praxis sehr wichtigen Frage ist zunächst eine allgemeingültige Definition zu finden. Sodann werden die einzelnen, schon zur alten Rechtslage bestehenden Problemfelder anhand der neuen Definition überprüft und festgestellt, ob diese zu neuen Ergebnissen führt.

##### a) Definition

Im Rahmen der Ausbildung einer allgemeinen Definition ist zunächst in einer ersten grammatikalischen Annäherung zu fragen, ob der Term „*konkrete Information über Umstände*“ als einheitliches Tatbestandsmerkmal aufzufassen ist oder in die Untermerkmale „*konkrete*“, „*Information*“ und „*Umstände*“ zu teilen ist. Diese Frage beantwortet sich von selbst, wenn man versucht, den Begriff „*Information*“ eigenständig auszulegen. Dieser ist unter Sachgesichtspunkten lediglich eine leere Hülse, denn eine Information bedarf immer eines Inhaltes, auf den sie sich bezieht. Man fragt sich also: Information über was? Eine Information<sup>3</sup> ist begriffsnotwendig das Wissen von oder über etwas und bedarf der Ausfüllung, hat aber keinen eigenen Begriffsinhalt. Auch das Gesetz knüpft daher die weiteren Voraussetzungen des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG<sup>4</sup> und die weitergehenden

---

<sup>3</sup> von *informare* (lat.): durch Unterweisung Gestalt geben.

<sup>4</sup> So etwa die Merkmale des Emittentenbezugs und der Kurserheblichkeit, vgl. § 13 Abs. 1 Satz 1, 2. HS WpHG „[...] *Umstände, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere*

Legaldefinitionen des § 13 Abs. 1 Satz 3, Abs. 2 WpHG<sup>5</sup> ausschließlich an den Begriff der „Umstände“, nicht aber an den der „Information“. Der Begriff „Information“ lässt sich demzufolge auch im Tatbestand des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG nicht eigenständig auslegen, sondern ist als bloßes Hilfswort zu den Tatbestandsmerkmalen „konkrete“ und „Umstände“ zu betrachten. Zu definieren sind daher die Begriffe (aa) „Umstände“ und (bb) „konkrete Information“.

aa) Umstände

Die als Insiderinformationen in Betracht kommenden Umstände entziehen sich einer abschließenden Aufzählung. Vorliegend kann daher keine universelle Liste aufgestellt werden. Vielmehr muss es Ziel der Ausführungen sein, im Rahmen einer allgemeinen Definition praxisrelevante Sachverhalte zu prüfen.

aaa) Rechtslage vor dem AnSVG

Vor dem AnSVG war der Begriff der (Insider-) *Tatsache* das zentrale Tatbestandsmerkmal des nationalen Verbotstatbestands. Der EG-Insiderrichtlinie von 1989, in deren Umsetzung das WpHG geschaffen wurde, war er jedoch unbekannt. Diese enthielt nämlich – in Bezug auf das Insiderrecht – bereits den Begriff der „*Insiderinformation*“ und definierte diesen in Art. 1 Abs. 1 als eine „*nicht öffentlich bekannte präzise Information, die einen oder mehrere Emittenten von Wertpapieren oder ein oder mehrere Wertpapiere betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieses Wertpapiers oder dieser Wertpapiere beträchtlich zu beeinflussen*“. Die Regelung der Ad-hoc-Publizität verwies demgegenüber in Art. 7 der Insiderrichtlinie auf den Anhang C Nr. 5a) der Börsenzulassungsrichtlinie<sup>6</sup>, in welchem der Terminus „*Tatsache*“ verwandt wurde. Der deutsche Gesetzgeber übernahm die Formulierung des Art. 1 der Insiderrichtlinie nahezu wortgleich in § 13 WpHG a.F., kürzte die Formulierung „*präzise Information*“ jedoch ab und führte stattdessen den Begriff der „*Tatsache*“ aus der Verweisung des Art. 7 der Insiderrichtlinie ein. Infolgedessen wurde in Deutschland die (Insider-) *Tatsache* das maßgebliche Tatbestandsmerkmal. Von der herrschenden Meinung wurden diese als der äußeren Wahrnehmung zugängliche Geschehnisse oder Zustände der Außenwelt – sog. äußere

---

*selbst beziehen und die geeignet sind [...] den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen*“.

<sup>5</sup> § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG „*Als Umstände im Sinne des Satzes 1 gelten [...]*“; § 13 Abs. 2 WpHG „*Eine Bewertung, die ausschließlich aufgrund öffentlich bekannter Umstände erstellt wird [...]*“.

<sup>6</sup> Richtlinie 79/279/EWG des Rates vom 5.3.1979 zur Koordinierung der Bedingung für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, ABIEG Nr. L 066 vom 16.03.1979, S. 21, 30.

Tatsachen – und des menschlichen Innenlebens – sog. innere Tatsachen – definiert, soweit diese verifizierbar, d.h. beweisbar waren<sup>7</sup>.

#### bbb) Rechtslage nach dem AnSVG

Die MMR wählt in europäischer Kontinuität wiederum den Begriff der Insiderinformation. In Art. 1, Ziff. 1 MMR wird dieser definiert als „*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*“. Auf europäischer Ebene ist hinsichtlich des Tatbestandsmerkmals der Insiderinformation daher keine Änderung erfolgt<sup>8</sup>.

Auf nationaler Ebene ersetzt das AnSVG jedoch nunmehr den Begriff der Tatsache durch den Terminus der konkreten Information über Umstände. Ein Teil des Schrifttums mißt dem Begriff der Insiderinformation aufgrund der neuen Anknüpfung an „*Umstände*“ eine erheblich weitere Reichweite als dem Begriff der Insidertatsache zu<sup>9</sup>. Als Begründung wird lediglich die nationale Gesetzesbegründung herangezogen, in welcher der Gesetzgeber ausführt, dass der Begriff des Umstandes über den bisherigen Tatsachenbegriff hinausgehe und daher auch überprüfbare Werturteile und Prognosen erfasse<sup>10</sup>. Von anderen Vertretern des Schrifttums wird dagegen vertreten, dass die Umstellung von der Insidertatsache auf die Insiderinformation keine oder nur eine geringe Erweiterung der Reichweite zur Folge habe<sup>11</sup>. Soweit eine Begründung erfolgt, wird auf den historischen Kontext sowie die europäischen Wurzeln des Begriffs verwiesen.

Zur Erarbeitung eines eigenen Ansatzes werden nachfolgend die äußeren und inneren Umstände sowie die zukünftigen Umstände im Einzelnen analysiert.

---

<sup>7</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 12/6679, S. 46; Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 Rn. 33a; Burgard, ZHR 162 (1998), 51, 63; Gehrt, 120 f.; Pananis, WM 1997, 460, 461 f.; Soesters, 141; Kümpel, WpHG, 53; ohne die Voraussetzung der Beweisbarkeit, VGH Mannheim, AG 1998, 436.

<sup>8</sup> Die neue Definition enthält zwei Änderungen in anderen Bereichen: (1) der Geltungsbereich wurde von Wertpapieren auf Finanzinstrumente i.S.d. Wertpapierdienstleistungsrichtlinie erweitert [vgl. hierzu 1. Kapitel, I.] und (2) der mittelbare Emittentenbezug ist nun ausdrücklich in den Tatbestand aufgenommen worden [vgl. hierzu 2. Kapitel, I. 3.].

<sup>9</sup> Singhof/Weber, AG 2005, 549, 551; Holzborn/Israel, WM 2004, 1948, 1951; Bürgers, BKR 2004, 424, 424; Diekmann/Sustmann, NZG 2004, 929, 930; Spindler, NJW 2004, 3449, 3450; Rodewald/Tüxen, BKR 2004, 2249, 2250; ausdrücklich offen lassend: Merkner/Sustmann, NZG 2005, 729, 731.

<sup>10</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 33.

<sup>11</sup> Dreyling, Der Konzern 2006, 1, 1 („*De-Eskalation*“); Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 4 („*eher zu einer Erweiterung als zu einer Verengung*“); Kuthe, ZIP 2004, 883, 884 („*formale Umbenennung*“); Koch, DB 2005, 267, 268 („*mehr oder weniger nur die schon bisher herrschende Meinung*“); Grothaus, ZBB 2005, 62, 62 f. („*zweifelhaft*“).

### (1) Äußere Umstände

Der Begriff der Umstände ist zunächst im Rahmen der grammatikalischen Auslegung zu verdeutlichen. Hiernach ist der Begriff des Umstandes zweifelsohne weiter als der der Tatsache. Ein Umstand bedarf entgegen einer Tatsache nicht der Beweisbarkeit. Der Begriff umfasst daher auch Werturteile oder Prognosen, die jeglichem Tatsachenkern entbehren. Der nach alter Rechtslage notwendige Bezug auf Geschehnisse oder Zustände, welche der äußeren Wahrnehmung (d.h. dem Beweis) zugänglich sein müssen, fällt im Rahmen des Umstandsbegriffs daher weg. Dies hat zur Folge, dass nunmehr auch der Inhalt von Werturteilen und Prognosen vom Begriff des Umstands erfasst wird<sup>12</sup>.

Eine derartige Auslegung wird auch durch einen Blick auf die Entstehungsgeschichte gestützt. Die Regierungsbegründung zum AnSVG ist für eine Auslegung zunächst nicht ergiebig, da hier lediglich ausgeführt wird, dass § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG die Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG<sup>13</sup> umsetze. Im Rahmen einer richtlinienkonformen Auslegung ist jedoch die vorgenannte Durchführungsrichtlinie zu Rate zu ziehen. In deren Art. 1 Abs. 1 wird der Begriff der „präzisen Information“ wie folgt definiert: *„Für die Anwendung von Art. 1 Absatz 1 der Richtlinie 2003/6/EG<sup>14</sup> 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 Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse von Finanzinstrumenten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zulässt“*. Fasst man dies einmal lesbar zusammen, so ist eine „präzise Information“ im Sinne des Art. 1 Abs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie eine solche über:

- existierende Umstände/ein eingetretenes Ereignis,
- mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft existierende Umstände/eintretendes Ereignis,

die spezifisch genug ist, dass sie einen Schluss auf die möglichen Kursauswirkungen zulässt.

---

<sup>12</sup> Vgl. hierzu 2. Kapitel, I.1.b)aa).

<sup>13</sup> Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003, ABIEG Nr. L 339, S. 70.

<sup>14</sup> Hier definiert die MMR den Begriff der Insiderinformation.

Der letzte Halbsatz bezieht sich ausschließlich auf das Merkmal der Konkretheit der Information und kann daher vorerst unberücksichtigt bleiben<sup>15</sup>. Die vorangegangenen vier Merkmale stellen zunächst klar, dass auch ein Ereignis ein Umstand sein kann. Dies ist noch nicht sonderlich erhellend, da aus dem bloßen Wortverständnis heraus der Begriff des Umstands den Begriff des Ereignisses bereits umfasst<sup>16</sup>. Die Durchführungsrichtlinie macht jedoch deutlich, dass Umstände nach der neuen Rechtslage nicht bereits eingetreten sein müssen, um Gegenstand eine Insiderinformation zu sein<sup>17</sup>, sondern schon die bloße Wahrscheinlichkeit des Eintritts ausreichend ist. Dieses Merkmal hat der nationale Gesetzgeber in § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG umgesetzt<sup>18</sup>.

Als Zwischenergebnis lässt sich daher festhalten, dass als äußere Umstände nunmehr sämtliche Geschehnisse oder Zustände der Außenwelt vom Umstandsbegriff erfasst sind<sup>19</sup>.

## (2) Innere Umstände

Zu fragen ist des Weiteren, ob und inwieweit innere Umstände, d.h. solche, die keinen Drittbezug aufweisen, dem Tatbestand des § 13 Abs. 1 WpHG unterfallen. Dies wurde zur alten Rechtslage unterschiedlich beantwortet. Relevanz entfaltet diese Frage etwa hinsichtlich der Verwendung des eigenen Erwerbentschlusses oder des sog. Scalpings, d.h. dem medienwirksamen Empfehlen von Wertpapieren in Kenntnis des Eigenbesitzes und der Absicht, diese nach erfolgtem Kursanstieg zu verkaufen<sup>20</sup>.

(a) Nach alter und neuer Rechtslage wird zum Teil die Ansicht vertreten, dass die innere Absicht eine Insidertatsache /-information darstelle<sup>21</sup>. Der Tatsachenbegriff des WpHG (der auch vom neuen Umstandsbegriff umfasst sei) sei an die gefestigte Rechtsprechung der Zivilgerichte<sup>22</sup> zu knüpfen, wonach eine Tatsache alles Geschehene oder Bestehende ist, dass zur Erscheinung gelangt, in die Wirklichkeit getreten und daher einem Beweis zugänglich ist.

---

<sup>15</sup> Vgl. hierzu 2. Kapitel, I.1.a)bb).

<sup>16</sup> So wurde der noch im Regierungsentwurf des AnSVG enthaltene Begriff der Ereignisse in der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses gestrichen, da diese bereits von dem Begriff der Umstände erfasst seien, vgl. BT-Dr. 15/3493, S. 51.

<sup>17</sup> Zum Erfordernis des Eintritts nach der alten Rechtslage, vgl. *Kümpel*, WM 1996, 653, 653 ff.

<sup>18</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.1.a)aa)bbb)(3).

<sup>19</sup> So auch der Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.1.

<sup>20</sup> Vgl. hierzu zuletzt, BGH, AG 2004, 144 ff.; *Gaede/Mühlbauer*, wistra 2005, 9 ff.

<sup>21</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 13 Rn. 10; *Tollkühn*, ZIP 2004, 2215, 2216; zur alten Rechtslage LG Frankfurt, NJW 2000, 391; *Assmann/Cramer*, in: *Assmann/Schneider*, 3. Auflage, § 14 Rn. 34; *Schneider/Burgard*, ZIP 1999, 381, 881 f.; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 16.82; *Cahn*, ZHR 161 (1998), 1, 20 f.; *Pananis*, WM 1997, 460, 642.

<sup>22</sup> RGSt 41, 193, 194; 55, 130, 131; BGH JR 1977, 28, 29.

Von diesem Tatsachenbegriff seien allerdings nicht nur äußere (konkrete vergangene und gegenwärtige Geschehnisse und Zustände), sondern auch innere Tatsachen (Absichten, Pläne und Überzeugungen ohne Drittbezug) umfasst.

(b) Nach der Gegenansicht ist die innere Absicht dagegen nicht als Insider Tatsache /-information zu qualifizieren<sup>23</sup>. Im Rahmen der richtlinienkonformen Auslegung des § 13 WpHG (a.F.) sei zu beachten, dass die Insiderrichtlinie nicht den Begriff der Tatsache, sondern den der „präzisen Information“ verwende. Danach reiche eine selbst geschaffene innere Tatsache nicht, weil eine „Information“ regelmäßig einen Drittbezug aufweise. Eine Verwendung des Begriffs der Information in dem Sinne, dass eine Person sich über einen von ihr selbst gefassten Gedanken informiert, sei dem Sprachgebrauch fremd. Ferner würden die Gesetzesmaterialien keinen Hinweis darüber enthalten, dass der deutsche Gesetzgeber bei der Umsetzung der Richtlinie mit der Verwendung des Begriffs der Tatsache anstelle des Begriffs der Information bewusst von der Richtlinie abweichen wollte und von einem anderen Verständnis ausginge.

#### (c) Stellungnahme

Nach alter und neuer Rechtslage sind die inneren Umstände ohne Drittbezug aus dem Tatbestand des § 13 WpHG auszuschließen. Zum einen findet sich in den Gesetzesmaterialien zum 2. FFG deshalb kein Hinweis auf eine bewusste Abweichung von der europäischen Richtlinie, weil der nationale Gesetzgeber durch den Begriff der Tatsache lediglich den Begriff der präzisen Information (gleichsam verkürzt) umsetzen wollte<sup>24</sup>. Zum anderen ist nach neuer Rechtslage der Begriff der „Information“ sogar in das nationale Recht aufgenommen worden. Daher lässt sich die aus diesem Begriff fließende Notwendigkeit eines Drittbezugs nunmehr sogar auf den Wortlaut der nationalen Regelung stützen. Auch und insbesondere nach dem AnSVG ist demzufolge ein Drittbezug der „Information über Umstände“ zu fordern. Ansonsten kann begriffsnotwendig nicht von einer Information gesprochen werden. Eine solche Auslegung entspricht überdies dem Sinn und Zweck des Insiderrechts. Dieses soll die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes schützen<sup>25</sup>. Bezieht man jedoch innere Umstände ohne Drittbezug in den Schutzbereich mit ein, so schützt man nicht mehr den Kapitalmarkt in seiner objektiv verstandenen Funktion, sondern in seiner jeweiligen

---

<sup>23</sup> Kümpel/Veil, 3. Teil, Rn. 22; zur alten Rechtslage BGH, AG 2004, 144, 145; Volk, BB 1999, 66, 66 f.; Petersen, wistra 1999, 328; Weber, NJW 2000, 562, 562f; Lenenbach, ZIP 2003, 243; Soesters, 176ff; Krause/Pöttsch, in: Assmann/Schneider/Pöttsch, § 35 Rn. 243; Schlitt/Schäfer, AG 2004, 346, 354.

<sup>24</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 Rn. 32.

<sup>25</sup> Vgl. Einleitung, II.1.

Gestalt, d.h. zum Teil unkalkulierten Hektik, Anfälligkeit für Gerüchte und seiner Volatilität<sup>26</sup>. Nicht jede Information die die Börse und den Börsenteilnehmer erschüttern kann, darf in den Schutzbereich des Insiderrechts einbezogen werden, sondern nur diejenige, die sich mit Fakten untermauern lässt<sup>27</sup>.

#### (d) Ergebnis

Als Ergebnis kann daher festgestellt werden, dass innere Umstände mangels Drittbezug nicht dem Tatbestand der Insiderinformation unterfallen.

#### (3) Zukünftige Umstände

Im Gegensatz zur alten Rechtslage hat nunmehr die Eintrittswahrscheinlichkeit zukünftiger Umstände Eingang in den Tatbestand der Insiderinformation gefunden, § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG. Im Falle der *Insidertatsache* des § 13 Abs. 1 WpHG a.F. kam es nicht darauf an, dass ein Sachverhalt oder Entscheidungsprozeß zum Abschluss gekommen war oder wahrscheinlich kommen würde<sup>28</sup>. Dagegen wurde die *Ad-hoc*-Tatsache des § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG a.F. nach ganz überwiegender Auffassung nur von solchen Tatsachen ausgefüllt, die schon eine *hohe* Eintrittswahrscheinlichkeit aufwiesen<sup>29</sup>.

Nach jetziger Rechtslage ist die Eintrittswahrscheinlichkeit ein sowohl für das Insiderrecht, als auch für die Ad-hoc-Publizität relevantes Kriterium und insbesondere zur Qualifizierung von Plänen und Absichten als Insiderinformationen von Bedeutung<sup>30</sup>. Ausweislich des klaren Wortlauts des § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG ist es für das Insiderrecht notwendig, aber auch ausreichend, wenn mit dem Eintritt des zukünftigen Umstands mit hinreichender Wahrscheinlichkeit gerechnet werden kann<sup>31</sup>. Das bedeutet, dass eine Wahrscheinlichkeitsprognose zu erfolgen hat.

---

<sup>26</sup> Vgl. so schon zum alten Recht, Volk, BB 1999, 66, 68 f.

<sup>27</sup> Vgl. hierzu 2. Kapitel, I.1.a)bb).

<sup>28</sup> Burgard, ZHR 162 (1998), 51, 61.

<sup>29</sup> Kümpel/Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 15 Rn. 58 ff.; Heidmeier, AG 1992, 110, 111; Deutsche Börse AG, WM 1994, 2038, 2040. – Dieser Unterschied hatte in Literatur und Wissenschaft zunächst dazu geführt, dass auch der insiderrechtliche Tatsachenbegriff von dem Verständnis der Ad-hoc-Publizität mitgeprägt wurde. So schloss etwa Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 36, in der ersten Auflage Absichten und Pläne von der Qualifizierung als Insidertatsachen aus, da diesen eine hohe Eintrittswahrscheinlichkeit fehle. In der zweiten Auflage bezog er sie unter Hinweis auf die berechtigte Kritik mit in den Tatbestand ein.

<sup>30</sup> Vgl. hierzu 2. Kapitel, I.1.b)cc).

<sup>31</sup> Ob dies, in Abkehr zur alten Rechtslage auch für die Ad-hoc-Publizität ausreicht, ist angesichts der schon zur alten Rechtslage existierenden Unterschiede zwischen Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität zu bezweifeln, kann aber im Rahmen dieser insiderrechtlichen Arbeit nicht abschließend beurteilt werden. Vgl. zu den Unterschieden



(a) Zeitpunkt

Maßgeblicher Zeitpunkt der Prognose ist – wie bei der Prognose der Preiserheblichkeit – die Vornahme des als Insiderstat in Betracht kommenden Verhaltens. Die Bestimmung der Wahrscheinlichkeit hat daher aus einer ex-ante Sicht zu erfolgen<sup>32</sup>.

(b) Parameter

Welche Kenngröße der Wahrscheinlichkeitsprognose zu Grunde zu legen ist, wird im Schrifttum unterschiedlich beurteilt.

(aa) Voraussehbarkeit

Die BaFin formuliert im Emittentenleitfaden zu dieser Problematik lediglich, es müssten, „konkrete Anhaltspunkte vorliegen, die den Eintritt des Umstandes als voraussehbar erscheinen lassen“, wobei eine „mit an Sicherheit grenzende Wahrscheinlichkeit [...] allerdings nicht erforderlich“ sei<sup>33</sup>. Erläuternde Ausführungen finden sich hierzu nicht.

(bb) Hohe Wahrscheinlichkeit

Hierauf aufbauend kommt Assmann<sup>34</sup> zu dem Ergebnis, dass die hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines zukünftigen Umstands nur dann gegeben sei, wenn eine hohe Wahrscheinlichkeit vorliege. Erst im Falle einer hohen Wahrscheinlichkeit werde der Kreis der möglichen zukünftigen Ereignisse und Umstände so eingeengt, dass er dem Wissen um ein existentes Ereignis oder einen eingetretenen Umstand im Hinblick auf das Ziel des Insiderrechts vergleichbar sei. Eine solche Betrachtungsweise entspreche im Übrigen dem subjektiven Ansatz des Gesetzes bei der Beurteilung des Preisbeeinflussungspotentials in § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG.

(cc) „Probability/magnitude“-Formel

Nach Harbarth<sup>35</sup> ist zur Bestimmung des Tatbestandsmerkmals der hinreichenden Wahrscheinlichkeit in § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG auf die im US-amerikanischen Recht entwickelte Wahrscheinlichkeits-Erheblichkeits-Formel (sog. „Probability/magnitude“-Formel) abzustellen. Hiernach habe eine Abwägung zwischen dem Grad der

---

nach alter Rechtslage Kümpel/Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 15 Rn. 59; Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 149; Kümpel, WM 1996, 653, 654.

<sup>32</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 26.

<sup>33</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.1.2.

<sup>34</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 25.

<sup>35</sup> Harbarth, ZIP 2005, 1898, 1901 f.

Wahrscheinlichkeit des zukünftigen Ereignisses und dessen wirtschaftlicher Bedeutung zu erfolgen<sup>36</sup>. Infolgedessen sei die hinreichende Wahrscheinlichkeit zu bejahen, wenn unter Berücksichtigung des Grads der Wahrscheinlichkeit des bevorstehenden Ereignisses einerseits und seiner wirtschaftlichen Bedeutung andererseits davon auszugehen sei, dass ein verständiger Anleger den künftigen Umstand trotz der noch bestehenden Unsicherheiten bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde.

(dd) Relativer Wahrscheinlichkeitsbegriff

Nach einer allgemeinen Grundlagenarbeit von *Nell*<sup>37</sup> ist die Bestimmung der hinreichenden Wahrscheinlichkeit nicht durch einen feststehenden Wahrscheinlichkeitsgrad möglich. Vielmehr liege es schon in der Begrifflichkeit begründet, dass die rechtlich maßgebliche Wahrscheinlichkeit nur graduell, d.h. relativ abzugrenzen sei. Zwar werde der Begriff der hinreichenden Wahrscheinlichkeit gerade im Verwaltungs- und Verfassungsrecht häufig als feststehende Größe verwendet. Diese existiere jedoch tatsächlich nicht. Führe so etwa das BVerwG<sup>38</sup> aus, dass bei der konkreten Gefahr keine gesteigerte Wahrscheinlichkeit, sondern wie bei der abstrakten Gefahr, „*nur die hinreichende Wahrscheinlichkeit*“ erforderlich sei, so sei dies eine Tautologie. Denn wann etwas hinreichend sei, könne nur davon abhängen, was erforderlich sei. Eine Wahrscheinlichkeit sei immer dann hinreichend, wenn sie den erforderlichen Grad erreicht habe.

(ee) Stellungnahme

Bei der Bestimmung des Begriffs der hinreichenden Wahrscheinlichkeit sind neben den Vorgenannten weitere Ansätze denkbar. So käme es auch in Betracht, die bestehende Auslegung zum Begriff des „*hinreichenden Tatverdachts*“ aus § 170 Abs. 1 StPO heranzuziehen. Nach der Rechtsprechung des *Bundesgerichtshofs* ist dieser anzunehmen, wenn nach dem gesamten Akteninhalt bei vorläufiger Tatbewertung die Verurteilung des Beschuldigten mit Wahrscheinlichkeit zu erwarten ist<sup>39</sup>. Bei § 170 Abs. 1 StPO handelt es sich jedoch um einen Begriff des formellen Prozessrechts, dessen legislative Zielsetzung sich grundlegend von der des vorliegend zu beurteilenden materiellen Rechts unterscheidet. Insoweit ist die diesbezügliche Auslegung nicht auf die vorliegende Konstellation übertragbar.

---

<sup>36</sup> *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d, 833, 849 (2nd Circ. 1968).

<sup>37</sup> *Nell*, 116 ff.

<sup>38</sup> BVerwG DÖV 1970, 713, 715.

<sup>39</sup> BGH, StV 2001, 579.

Weiter käme jedoch in Betracht, eine Anleihe im Gefahrenabwehrrecht zu tätigen. Dort wird hinsichtlich der Frage, ob eine Gefahr vorliegt, die „hinreichende Wahrscheinlichkeit“ eines Schadens gefordert. Nach der hierzu entwickelten Definition genügt einerseits nicht die bloße Möglichkeit des Eintritts eines Schadens, andererseits verlangt die hinreichende Wahrscheinlichkeit auch nicht sichere Gewissheit. Hinreichend wahrscheinlich ist der Eintritt eines Schadens danach bei einer nach der Lebenserfahrung begründeten „Befürchtung der Gefahrenverwirklichung“<sup>40</sup>. Festhalten lässt sich somit, dass sich die hinreichende Wahrscheinlichkeit im Gefahrenabwehrrecht in einem Korridor zwischen den beiden Polen der bloßen Möglichkeit und der sicheren Gewissheit bewegt. Wann jedoch eine „Befürchtung“ vorliegen soll, wird auch hier nicht geklärt. Nach allgemeiner Meinung im Gefahrenabwehrrecht ist jedoch eine wertende Abwägung in die Prognose mit einzubeziehen. Hiernach ergibt sich die folgende sog. umgekehrte Proportionalität: Je höherrangiger ein Rechtsgut ist und je größer der ihm drohende Schaden, umso geringere Anforderungen sind an die Wahrscheinlichkeit des Schadenseintritts zu stellen<sup>41</sup>. Die Übertragung der Begriffsdefinition aus dem Gefahrenabwehrrecht in das Insiderrecht wäre denkbar, jedoch wegen der Unterschiede zum strafbewehrten Insiderrecht nicht gänzlich passend.

Richtig erscheint daher eine vermittelnde Lösung, die hinsichtlich des Bezugspunktes eine teilweise Anleihe im Gefahrenabwehrrecht unter Berücksichtigung des Sinns und Zwecks der insiderrechtlichen Regelung macht und im Übrigen auf dem Ansatz von *Nell* basiert. So ist *Nell* in seiner Forderung zuzustimmen, dass die rechtlich maßgebliche Wahrscheinlichkeit eines Bezugspunktes bedarf. Dem Ausdruck „hinreichend“ kommt insofern nicht mehr Aussagekraft zu als etwa den Begriffen „genügend“ oder „ausreichend“. Die hinreichende Wahrscheinlichkeit ist eben kein aus sich heraus bestimmbarer, abstrakt feststellbarer Wahrscheinlichkeitsgrad. Auf der Suche nach einem geeigneten Bezugspunkt für die Wahrscheinlichkeit ist auf den börsenkundigen Anleger aus § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG abzustellen. Dieser wird sich nur dann auf ein Insidergeschäft einlassen, wenn er hierzu eine ausreichend sichere Informationsbasis hat. Bei nicht öffentlichen zukünftigen Umständen müssen diese jedoch mehr als bloß überwiegend wahrscheinlich sein. Anders ausgedrückt, ist für derartig spekulative Geschäfte das Vorliegen einer hohen Eintrittswahrscheinlichkeit zu fordern. Den Ansatz aus dem Gefahrenrecht zur Rate ziehend, ist diese zunächst zwischen den Polen der Möglichkeit und der sicheren Gewissheit anzusiedeln.

---

<sup>40</sup> *Drews/Wacke/Vogel/Martens*, § 13, 2b).

<sup>41</sup> BVerwG 45, 51, 61; *dass.* 47, 31, 40; *Schenke*, Rn. 77.

Im Rahmen des Insiderrechts kann zur weiteren Konkretisierung jedoch nicht die umgekehrte Proportionalität zwischen Schadensausmaß und -wahrscheinlichkeit zurückgegriffen werden, in welcher freilich nichts anderes als die Probability/magnitude“-Formel zum Anklang kommt. Zur Begründung sollen folgende Überlegungen dienen.

Umgekehrt proportional wären im Insiderrecht die Bedeutung des zukünftigen Ereignisses und die Eintrittswahrscheinlichkeit. Wäre etwa ein Unternehmenskauf unter Berücksichtigung der bisherigen wirtschaftlichen Verhältnisse für die Gesellschaft von großer Bedeutung, so wären an die Wahrscheinlichkeit des Eintritts des zukünftigen Umstands – hier: des Abschlusses des Unternehmenskaufvertrages – geringere Anforderungen zu stellen, als wenn es sich um eine verhältnismäßig kleine Unternehmensakquisition handeln würde.

Hieran wird deutlich, dass eine derartige Auslegung im Ergebnis zu einer Relativierung des Wahrscheinlichkeitsmerkmals führt. Ebenso wie im Gefahrenabwehrrecht<sup>42</sup> bedarf es aber hierfür einer Rechtfertigung. Diese wird für das Gefahrenabwehrrecht zu Recht in verfassungsrechtlichen Schutzgütern gefunden<sup>43</sup>. Eine derartige Rechtfertigung ist aber für das Insiderrecht nicht zu finden. Der Schutz der Anleger und der Integrität des Marktes ist ohne Zweifel bedeutend, kann jedoch keine derartig grundlegende Aufweichung eines gesetzlichen Tatbestandsmerkmals rechtfertigen. Die Bestimmung des erforderlichen Wahrscheinlichkeitsgrades kann also nicht umgekehrt proportional erfolgen, sondern muss ihre Grenze in der Rechtssicherheit finden.

#### (c) Ergebnis

Im Ergebnis ist daher festzuhalten, dass der Eintritt eines zukünftigen Umstands oder Ereignisses in hohem Maße wahrscheinlich sein muss, um einem tatsächlich eingetretenen Umstand oder Ereignis im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG insiderrechtlich gleichgestellt werden zu können.

#### (4) Ergebnis

Nach neuer Rechtslage füllen nunmehr sämtliche Geschehnisse oder Zustände der Außenwelt – sog. äußere Umstände – das Tatbestandsmerkmal der Umstände aus. Sofern sie noch zukünftig sind, müssen sie mit hoher Wahrscheinlichkeit eintreten. Geschehnisse oder

---

<sup>42</sup> *Drews/Wacke/Vogel/Mertens*, § 13, 2b).

<sup>43</sup> *Drews/Wacke/Vogel/Mertens*, § 13, 2b).

Zustände des menschlichen Innenlebens – sog. innere Umstände – erfüllen dagegen nicht den Tatbestand des § 13 Abs. 1 WpHG soweit sie keinen Drittbezug aufweisen. Die neue tatbestandliche Anknüpfung an eine „*Information über [...] Umstände*“ führt daher hinsichtlich der äußeren Umstände zu einer Erweiterung, hinsichtlich der inneren Umstände ist jedoch – wie schon von Teilen der Literatur zur alten Rechtslage – eine Einschränkung gegenüber dem alten Tatbestandsmerkmal der Tatsache vorzunehmen.

Hinsichtlich der zukünftigen Umstände oder Ereignisse ist eine hohe Eintrittswahrscheinlichkeit zu fordern.

Ob der Oberbegriff der Insiderinformation durch das AnSVG insgesamt eine Erweiterung erfahren hat, lässt sich an dieser Stelle noch nicht feststellen. Denn das Tatbestandsmerkmal der Umstände findet durch das Tatbestandsmerkmal der konkreten Information eine weitergehende Begrenzung.

#### bb) Konkrete Information

##### aaa) Definition

In Umsetzung des Art. 1, Ziff. 1, Abs. 1 MMR sowie des Art. 1 Abs. 1 Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG zur MMR ist das Tatbestandsmerkmal „*konkret*“ neu in den § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG eingefügt worden. Als unbestimmter Rechtsbegriff bedarf es der Auslegung. Art. 1 Abs. 1 der vorgenannten Durchführungsrichtlinie führt hierzu aus, wann eine Information im Sinne des Art. 1 Abs. 1 der MMR als „*präzise*“ anzusehen ist. Dies ist der Fall, „*wenn [...] diese Information [...] spezifisch genug ist, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse von Finanzinstrumenten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zulässt*“. Die Bundesregierung wiederholt diese Aussage in ihrer Begründung des Gesetzesentwurfs nahezu wortgleich und ersetzt den Begriff „*spezifisch*“ lediglich durch den Begriff „*konkret*“<sup>44</sup>. Da es sich auch hier allenthalben um unbestimmte Rechtsbegriffe handelt, ist noch nicht viel gewonnen. Festhalten lässt sich daher zunächst lediglich, dass das Tatbestandsmerkmal „*konkret*“ in richtlinienkonformer Auslegung bestimmt, dass die

---

<sup>44</sup> Begr. RegE, BT-Dr. 15/3174, S. 34. An anderer Stelle führt sie zu § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG aus, dass „*konkrete Tatsachen vorliegen*“ müssten, vgl. Begr. RegE, BT-Dr. 15/3174, S. 34. Diese Formulierung verwirrt jedoch eher als das sie Klarheit schafft, da hier zum einen wieder (wohl eher unbewusst) der Begriff der „*Tatsache*“ aufgegriffen wird, zum anderen der Begriff der „*Tatsache*“ den Begriff der „*konkreten Information*“ verkürzt darstellt.

Information über Umstände spezifisch genug sein muss, um einen Schluss auf die möglichen Preisauswirkungen zuzulassen. Ein Schluss auf die möglichen Preisauswirkungen ist aber nichts anderes, als eine Prognose<sup>45</sup> der Preiserheblichkeit des Umstandes. Abzustellen ist dabei gemäß § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG auf den verständigen Anleger. Ab welchem Grad des Informationsstandes dieser die vorgenannte Prognose vornehmen kann, beantwortet der Gesetzestext also durch das Merkmal der Konkretheit. Wann diese vorliegt ist durch Auslegung anhand der klassischen Methoden des Wortlauts, des Sinn und Zwecks sowie der Systematik zu bestimmen.

Aus der grammatikalischen Auslegung des Begriffs lässt sich zunächst ableiten, dass ein reines Abstraktum nicht ausreichend ist. Die Information darf sich daher nicht in abstrakten Allgemeinplätzen erschöpfen; würde sie dies tun, würde sie ohnehin als Allgemeininformation nicht wahrgenommen. Eine Information kann darüber hinaus nur konkret genug sein um einen Schluss auf die möglichen Kursauswirkungen zuzulassen, wenn sie sich auf bestimmte Umstände oder ein Ereignis bezieht. Dies ergibt sich jedoch schon aus der vorangegangenen Tatbestandsvoraussetzung („*Information über Umstände*“). Soll das Merkmal der Konkretheit einen eigenen Anwendungsbereich erhalten, so muss es daher über diesen Bedeutungsinhalt hinausgehen. Wenn man voraussetzt, dass der Gesetzgeber keine Tatbestandsmerkmale ohne Anwendungsbereich schafft, ist daher zu fordern, dass die Information *substantiiert* über Umstände Auskunft geben muss. Das bedeutet, dass die Umstände fassbar und anschaulich dargelegt sowie Einzelheiten mitgeteilt werden müssen, die eine Einschätzung des Kursbeeinflussungspotentials ermöglichen. Auch die Zulässigkeit der Informationsquelle ist hierzu heranzuziehen<sup>46</sup>. Zur Verdeutlichung sollen einige Beispiele dienen:

#### Bsp. 1: Marktinformation<sup>47</sup>

Die Marktinformation „*Bei B wird sich bald was tun*“ ist mangels Konkretheit keine Insiderinformation. Die Information „*B verkauft seine Chemiesparte an X zum Preis von Y, zum Datum Z*“ ist aufgrund der substantiierten (Zusatz-) Informationen, d.h. der Detailtreue der Gesamtinformation, als konkrete Information über Umstände einzuordnen.

---

<sup>45</sup> Die BaFin formuliert umgangssprachlich „*Einschätzung*“, vgl. Emittentenleitfaden 2005, III. 2.1.1.; III.2.1.4.

<sup>46</sup> Zur alten Rechtslage, *Claussen*, DB 1994, 27, 30; *Weber*, BB 1995, 157, 163; *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 14.

<sup>47</sup> Vgl. hierzu auch 2. Kapitel, I.3.a).

### Bsp. 2: Vorstand

Aussagen, die der Vorstand einer Aktiengesellschaft über deren Zustand trifft, sind im Regelfall substantiiert. Den Vorstand trifft diesbezüglich eine Sorgfaltspflicht aus § 93 AktG. Daher kann der verständige Anleger davon ausgehen, dass diese sorgfältig und gewissenhaft ausgewertet und dem Publikum vorgetragen werden. Dagegen kann dieselbe Aussage von unbeteiligten Dritten im Regelfall dem Bereich des Unsubstantiierten zugerechnet werden<sup>48</sup>.

Beschlüsse des Vorstandes bedürfen einer differenzierten Betrachtung. So ist etwa der Vorstandsbeschluss, der Hauptversammlung die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien vorzuschlagen (ebenso der Beschluss des Aufsichtsrates und der Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung) noch keine konkrete Insiderinformation. Den ausreichenden Konkretisierungsgrad weist dagegen erst der Beschluss des Vorstandes auf, von der Ermächtigung Gebrauch zu machen<sup>49</sup>.

### Bsp. 3: Unternehmensakquisition

Im Rahmen einer Unternehmensakquisition bedarf es zumindest eines ausgearbeiteten Rahmenkonzeptes. Hierzu kann es ausreichen, wenn die *Essentialia negotii*, d.h. etwa der Preis für den Anteil oder das Umtauschverhältnis, die Höhe des Abfindungsangebotes und die Größe der Beteiligung feststehen<sup>50</sup>.

Eine derartige Auslegung des Begriffs der Konkretheit wird auch durch ein systematisch historisches Argument gestützt. So hat der Gesetzgeber der ersten Fassung des WpHG lediglich den europäischen Terminus „*präzise Information*“ durch den Begriff „*Tatsache*“ ausdrücken, d.h. gleichsam abkürzen wollen<sup>51</sup>. Indem er nunmehr „*präzise*“ in Form von „*konkret*“ unmittelbar in die nationale Norm übernimmt, ist daher keine Erweiterung des Tatbestands zu erkennen. Das Tatbestandsmerkmal der Konkretheit grenzt den weiten Umstandsbegriff auf konkrete Informationen über Umstände und damit letztlich wieder auf das Niveau der (Insider-) Tatsache ein.

### bbb) Ergebnis

Festzuhalten ist daher, dass das Tatbestandsmerkmal „*konkret*“ den Grad der inhaltlichen Genauigkeit der Information festlegt. Die Information darf nicht rein abstrakt sein, sondern

---

<sup>48</sup> Claussen, DB 1994, 27, 30.

<sup>49</sup> Beispiel basierend auf Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.1.5.2.

<sup>50</sup> Vgl. hierzu ausführlich 2. Kapitel, III.

<sup>51</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 Rn. 32.

muss sich anschaulich und fassbar, d.h. substantiiert, auf bestimmte Umstände oder ein Ereignis beziehen. Eine konkrete Information über Umstände im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG liegt somit vor, wenn diese so substantiiert ist, dass der verständige Anleger sie nutzen kann, um das Vorliegen der Preiserheblichkeit der Umstände beurteilen zu können.

cc) Maßgeblichkeit des Informationsempfängers

Gemäß Art. 1, Ziff. 1, Abs. 3 MMR können bestimmte Informationen, die sich auf unerledigte Kundenaufträge beziehen, für „*Personen, die mit der Ausführung von Aufträgen betreffend Finanzinstrumente beauftragt sind*“, Insiderinformationen darstellen. Der Gesetzgeber des AnSVG hat diese Beschränkung in § 13 Abs. 1 Satz 4, Ziff. 1 WpHG aufgenommen. Hieraus ließe sich der allgemeine Ansatz ableiten, dass der Charakter einer Information als Insiderinformation, von der Person des jeweiligen Informationsempfängers abhängig sei<sup>52</sup>. Ein solcher Ansatz ist jedoch mit dem Sinn und Zweck des neuen Insiderrechtes nicht vereinbar. Zum einen ist durch die Gleichstellung von Primär- und Sekundärinsidern auf der Tatbestandsebene gerade eine Gleichstellung zwischen sämtlichen Adressaten des Tatbestands erfolgt. Zum anderen würde ein solcher Ansatz zu unbilligen Ergebnissen führen. So würde derjenige, für den die Information aufgrund seiner besonderen Empfängereigenschaft eine Insiderinformation darstellen würde, dem Insiderhandelsverbot unterfallen. Gibt er die Insiderinformation jedoch einem Dritten weiter, dem diese Empfängereigenschaft fehlt, so könnte sie von diesem frei verwendet werden. Diesem Ansatz ist daher nicht zu folgen.

dd) Regelbeispiele, § 13 Abs. 1 Satz 4 WpHG

Gemäß § 13 Abs. 1 Satz 4 WpHG sind insbesondere auch konkrete Informationen über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich auf bestimmte Orderaufträge oder Derivate beziehen, als Insiderinformationen zu qualifizieren. Durch das Wort „*insbesondere*“ macht der Gesetzgeber deutlich, dass diese Aufzählung nicht abschließend ist. Eine vergleichbare Regelung existierte nach alter Rechtslage nicht.

aaa) Insiderinformationen über Orderaufträge, § 13 Abs. 1 Satz 4, Ziff. 1 WpHG

§ 13 Abs. 1 Satz 4, Ziff. 1 WpHG erfasst Umstände die sich auf „*Aufträge von anderen Personen über den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten beziehen*“. Nach dem Wortlaut der Vorschrift sind alle konkreten Informationen erfasst, die sich auf Drittgeschäfte beziehen.

---

<sup>52</sup> Vgl. *Cahn*, Der Konzern 2005, 5, 9 f. (i.E. jedoch ablehnend).



Demnach wäre die Information „*meine Frau beabsichtigt ihr Aktienpaket zu verkaufen*“ eine Insiderinformation und würde den Ehemann an weiteren Wertpapiertransaktionen hindern<sup>53</sup>. Dies kann jedoch nicht Sinn und Zweck des Gesetzes sein.

§ 13 Abs. 1 Satz 4, Ziff. 1 WpHG geht auf Art. 1, Ziff. 1, Abs. 3 MMR zurück. Dieser begrenzt die Vorschrift auf „*Personen, die mit der Ausführung von Aufträgen betreffend Finanzinstrumente beauftragt sind*“. Im Rahmen einer richtlinienkonformen Auslegung ist demnach zu dem Ergebnis zu gelangen, dass der Tatbestand des nationalen Gesetzes einer richtlinienkonformen Reduktion bedarf<sup>54</sup>. Dieses Ergebnis wird durch die Gesetzesmaterialien zum AnSVG gestützt. So wird in der Gesetzesbegründung darauf hingewiesen, dass die Vorschrift der Umsetzung des Art. 1, Ziff. 1, Abs. 3 MMR diene und damit klargestellt werden solle, dass Eigengeschäfte von Wertpapierdienstleistungsunternehmen mit Finanzierungsinstrumenten unter Ausnutzung der Kenntnis von Kundenaufträgen (sog. Frontrunning) einen Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot darstelle<sup>55</sup>. Eine Einbeziehung der oben dargestellten Sachverhaltskonstellation hat der Gesetzgeber somit nicht intendiert. Im Rahmen einer richtlinienkonformen Reduktion ist § 13 Abs. 1 Satz 4, Ziff. 1 WpHG folglich auf die Kenntnis von Wertpapierdienstleistungsunternehmen über Kundenorder zu begrenzen.

bbb) Insiderinformation in Bezug auf Derivate, § 13 Abs. 1 Satz 4, Ziff. 2 WpHG

Durch § 13 Abs. 1 Satz 4, Ziff. 2 WpHG wird Art. 1, Ziff. 1, Abs. 2 MMR nahezu wortgleich umgesetzt und der Insiderinformationsbegriff für organisierte *Warenderivatemärkte* definiert. In Art. 4 der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG wird nochmals der Versuch der Präzisierung der Vorschrift vorgenommen, der jedoch fehlschlägt. Art. 4 bestimmt, dass dann, wenn in Anwendung von bestimmten Vorschriften Informationen bekannt gegeben werden müssen (Art. 4, lit. b)) oder sie den Teilnehmern üblicherweise zur Verfügung gestellt werden (Art. 4, lit. a)) eine Insiderinformation in Bezug auf Warenderivate vorliegt. Abgesehen davon, dass lit. b) bereits lit. a) umfasst, wird diese Aussage schon von Art. 1, Ziff. 1, Abs. 2 MMR getroffen.

Insiderinformationen sind demzufolge nach neuer Diktion auch solche Informationen, die direkt oder indirekt ein oder mehrere Warenderivate betreffen und von denen die jeweiligen Marktteilnehmer erwarten würden, dass sie diese Informationen in Übereinstimmung mit der

---

<sup>53</sup> *Ziemons*, NZG 2004, 537, 538.

<sup>54</sup> So auch *Ziemons*, NZG 2004, 537, 538.

<sup>55</sup> Begr. BReg, BT-Drs. 15/3174, S. 34; vgl. hierzu weiterführend *Kümpel/Veil*, 8. Teil, Rn. 53.

jeweiligen zulässigen Marktpraxis erhalten würden. Dies umfasst beispielsweise bei Derivaten auf Strom die Information über einen Kraftwerksausfall, die Revision von Kraftwerken sowie Informationen über Leistungskapazitäten<sup>56</sup>.

ccc) Zusammenfassend ist daher festzustellen, dass § 13 Abs. 1 Satz 4 WpHG der richtlinienkonformen Reduktion bedarf. Im Übrigen kann § 13 Abs. 1 Satz 4 WpHG neben den beiden ausdrücklich genannten Regelbeispielen weitere Fallgruppen erfassen und ist daher in Zukunft weiter auszubilden.

ee) Ergebnis

Im Rahmen der Prüfung des Vorliegens einer konkreten Information im Sinne des § 13 Abs. 1 WpHG bedarf es nach neuer Rechtslage einer zweistufigen Prüfung. Zum einen ist zu prüfen, ob es sich um einen existierenden Umstand bzw. ein eingetretenes Ereignis oder um solche handelt, die erst mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten werden. Zum anderen bedarf es der Prüfung der Konkretheit der Information.

Danach sind als Umstände Geschehnisse oder Zustände der Außenwelt – sog. äußere Umstände – zu qualifizieren, sofern diese zumindest mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten werden. Innere Umstände werden nur erfasst, sofern sie einen Drittbezug aufweisen. Hinsichtlich der zukünftigen Umstände oder Ereignisse ist eine hohe Eintrittswahrscheinlichkeit erforderlich.

Der danach gleichwohl weite Begriff der Umstände, wird durch das zusätzliche Tatbestandsmerkmal der Konkretheit weiter eingeschränkt, so dass im Ergebnis keine Erweiterung des alten Tatsachenbegriffs erfolgt ist. Die von der Mehrheit des Schrifttums konstatierte, erheblich weitere Reichweite des Begriffs der Insiderinformation gegenüber dem bisherigen Begriff der Insidertatsache lässt sich daher nicht bestätigen<sup>57</sup>. Eine konkrete Information über Umstände im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG liegt vor, wenn diese so substantiiert ist, dass der verständige Anleger diese nutzen kann, um das Vorliegen der Preiserheblichkeit der Umstände beurteilen zu können.

---

<sup>56</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.5.

<sup>57</sup> Ähnlich Dreyling, Der Konzern 2006, 1, 1 (Es seien im Emittentenleitfaden „Auslegungsmaximen [gefunden worden, d.V.] die – unter Berücksichtigung von Richtlinie und Gesetz – in der Anwendung [des AnSVG, d.V.] nicht zu ungewollten Verschärfungen mit allenfalls bürokratischem Wert führten“).

## b) Sonderfälle

Im Folgenden sind die Auswirkungen des neuen Begriffs der konkreten Information auf praxisrelevante Problemfelder zu prüfen.

### aa) Werturteile und Prognosen

Werturteile und Prognosen sind per definitionem mit Unsicherheiten behaftet. Ob diese gleichwohl das Tatbestandsmerkmal der konkreten Information über Umstände erfüllen können, ist nachfolgend zu klären.

#### aaa) Rechtslage vor dem AnSVG

Nach altem Recht waren Tatsachen i.S.d. § 13 Abs. 1 WpHG a.F. als der äußeren Wahrnehmung zugängliche Geschehnisse oder Zustände der Außenwelt und des menschlichen Innenlebens definiert. Der äußeren Wahrnehmung zugänglich sein kann aber nur, was auch dem Beweis zugänglich ist<sup>58</sup>. Schon die Regierungsbegründung zum 2. FGG nahm daher „*Werturteile (Meinungsäußerungen, Rechtsauffassungen, Auffassungen persönlicher Art) und andere subjektive Wertungen, die bloße Meinungen ausdrücken*“<sup>59</sup> vom Begriff der Insidertatsache aus. Werturteile und Prognosen, die einen Tatsachenkern aufwiesen, waren dagegen als Insidertatsachen erfasst<sup>60</sup>. Ebenso war die Tatsache, dass ein Werturteil oder eine Prognose existiert, als Insidertatsache erfasst<sup>61</sup>. Aber auch prognostizierende Werturteile von besonders informierten Personenkreisen, wie etwa Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder dem Vorstand des Emittenten, wurden als Tatsache qualifiziert<sup>62</sup>.

Zur alten Rechtslage lässt sich mithin festhalten, dass lediglich der Inhalt des Werturteils oder der Prognose nicht den Tatbestand der Insidertatsache erfüllte.

#### bbb) Rechtslage nach dem AnSVG

Fraglich ist, wie dies nach dem AnSVG zu beurteilen ist.

---

<sup>58</sup> Hess. VGH, AG 1998, 436, 436 f.; LG Frankfurt a.M., NJW 2000, 301, 301 f.; *Burgard*, ZHR 162 (1998), 51, 63; *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 12; *Pananis*, WM 1997, 460, 461; *Wittich*, AG 1997, 1, 2; *Schäfer*, in: Schäfer, § 13 WpHG Rn. 38; *Assmann*, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 WpHG, Rn. 33a; *Volk*, DB 1999, 67; **a.A.** *Cramer*, in FS Triffterer, 323; *Heise*, 113.

<sup>59</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 12/6679, S. 46.

<sup>60</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 Rn. 33b und f; *Burgard*, ZHR 62 (1998), 51, 63; *Gehrt*, Ad-hoc-Publizität, 121.

<sup>61</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 Rn. 33b, 37; *Assmann/Kümpel*, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 15 Rn. 56; *Geibel*, in: Schäfer, § 15 Rn. 28; *Burgard*, ZHR 62 (1998), 51, 69.

<sup>62</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 Rn. 33 f.

### (1) Weite Ansicht

Die Regierungsbegründung zum AnSVG versucht eine Annäherung, indem ausgeführt wird, dass § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG die Bestimmung des Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG umsetze. Der Begriff des Umstandes gehe daher über den bisherigen Tatsachenbegriff hinaus und umfasse auch überprüfbare Werturteile und Prognosen<sup>63</sup>. Nach Vorstehendem war aber schon nach alter Rechtslage die Tatsache, dass ein Werturteil oder eine Prognose existiert, als Insiderinformation zu qualifizieren. Dies verkennen die Bundesregierung und in Folge der schlichten Übernahme des Wortlautes der Begründung des Regierungsentwurfes auch viele Autoren des neueren Schrifttums<sup>64</sup>.

### (2) Einschränkung der Ansicht

Nach anderer Ansicht seien Werturteile und Prognosen nach wie vor insiderrechtlich nicht erfassbar. Da sie stets auf Hypothesen und subjektiven Eindrücken basierten, seien sie einer Verifizierung nicht zugänglich<sup>65</sup>.

### (3) Stellungnahme

Wie oben festgestellt worden ist, ist der neue Umstandsbegriff weiter als der alte Tatsachenbegriff, so dass auch nach neuer Rechtslage die eingangs aufgeführten Fallgruppen der Werturteile und Prognosen, welche bereits nach der alten Rechtslage den Tatbestand ausfüllten, von § 13 Abs. 1 WpHG erfasst sind. Die alleinige Frage ist daher, ob nach neuer Rechtslage auch der Inhalt der Werturteile und Prognosen den Tatbestand der Insiderinformation erfüllt.

Hierfür spricht zunächst der Wortlaut des Umstandsbegriffs. Der nationale Gesetzgeber hat – im Gegensatz zur Umsetzung der Insiderrichtlinie – diesmal den Begriff der „präzisen Information“ nicht mit dem Begriff der „Tatsache“, sondern mit dem der „Information über Umstände“ umgesetzt. Nach dem allgemeinen Sprachgebrauch sind Umstände im Gegensatz zu Tatsachen aber auch Meinungsäußerungen und Werturteile, die jeglichem Tatsachenkern entbehren<sup>66</sup>. Der Gesetzgeber hat jedoch auch das weitere Tatbestandsmerkmal der

---

<sup>63</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 33.

<sup>64</sup> Holzborn/Israel, WM 2004, 1948, 1951; Bürgers, BKR 2004, 424, 424; Diekmann/Sustmann, NZG 2004, 929, 930; Spindler, NJW 2004, 3449; 3450; Rodewald/Tüxen, BKR 2004, 2249, 2250; Holzapfel/Pöllath, Rn. 289.

<sup>65</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 13; Claussen/Florian, AG 2005, 745, 749; Grothaus, ZBB 2005, 62, 62 f.

<sup>66</sup> Vgl. 1. Kapitel, I.1.a)aa)bbb)(1).

Konkretheit eingefügt. Vor der MMR und dem AnSVG sollte das Tatbestandsmerkmal der Tatsache lediglich den europäischen Terminus der „präzisen Information“ (verkürzt) umsetzen. Indem der Gesetzgeber jetzt den – europäisch unveränderten – Begriff der präzisen Information nicht mehr mit „Tatsache“ sondern mit „konkreter Information über Umstände“ umgesetzt hat, ist zwar eine Änderung des (nationalen) Gesetzeswortlauts erfolgt, eine Änderung der Gesetzssystematik ist hiermit jedoch nicht einhergegangen. Dies entspricht auch dem Sinn und Zweck des Insiderrechts. Das WpHG will das Vertrauen der Anleger schützen. Würde der Insiderhandel aber den Inhalt von unsubstantiierten Werturteilen und Prognosen erfassen, so würde dies dem vorgenannten Zweck zuwider laufen, da hierdurch Unruhe in den Markt gebracht würde. Dies wird deutlich, wenn man sich vor Augen führt, dass die praktische Konsequenz eines derart weitgehenden Insiderinformationsbegriff, die Ad-hoc-Publizitätspflicht jedweder unsubstantiiertes subjektiver Auffassung und Prognose wäre, da nach dem neuen Recht der Begriff der Insiderinformation sowohl für das Insiderrecht als auch für die Ad-hoc-Publizität das relevante Tatbestandsmerkmal ist. Es liegt jedoch auf der Hand, dass eine solche Flut von nicht relevanten Ad-hoc-Mitteilungen den Blick auf die wesentlichen und wichtigen Informationen verstellen würde.

Die Inhalte von Werturteilen und Prognosen sind daher ebenfalls dem Merkmal der „konkreten Information“ unterzuordnen, müssen nach der oben gefundenen Begriffsauffassung also substantiiert genug sein, um dem verständigen Anleger die Preiserheblichkeit ermöglichen zu können. Beispielhaft wird demnach das Werturteil oder die Prognose „*Ich glaube, die Aktien der Y-AG steigen*“ auch in Zukunft mangels anschaulicher und fassbarer Information nicht den Tatbestand der Insiderinformation erfüllen. Anders kann dies jedoch bei Werturteilen und Prognosen von Vorstandsmitgliedern oder Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu beurteilen sein. So ist etwa die substantiierte Prognose: „*Die an der X-Börse gelisteten Aktien der Y-AG werden kurzfristig an Wert gewinnen. Diese Entwicklung liegt in dem Umstand Z begründet. Ferner tritt hinzu [...]*“ oder die Äußerung des Vorstands über Chancen und Risiken der Ertragsentwicklung des Unternehmens<sup>67</sup> auch nach neuem Recht als konkrete Information über Umstände zu qualifizieren. Dass die Prognose auf ein zukünftiges Ereignis gerichtet ist (Kurserrhöhung) steht ihrer Qualifizierung als Insiderinformation nicht im Wege, soweit dieses mit hinreichender Wahrscheinlichkeit eintritt. Diese beiden Beispiele machen deutlich, dass der Inhalt von Werturteilen und Prognosen nur dann dem Merkmal der „konkreten Information“

---

<sup>67</sup> Beispiel basierend auf *Happ*, JZ 1994, 240, 242.

genügt, wenn sich die Information so verdichtet hat, dass sie im Ergebnis zumindest dem genügt, was nach der alten Rechtslage als Tatsachenkern bezeichnet wurde.

#### ccc) Ergebnis

Zusammenfassend ist daher festzuhalten, dass hinsichtlich der Beurteilung von Werturteilen und Prognosen im Ergebnis keine Änderung der Rechtslage erfolgt ist. Die konkrete Information über den Umstand der Existenz eines Werturteils oder einer Prognose ist nach wie vor als Insiderinformation zu betrachten. Der Inhalt von Werturteilen und Prognosen ist nach neuem Recht zwar als Umstand zu qualifizieren, jedoch darüber hinaus nur dann als Insiderinformation, wenn hierüber konkrete, d.h. substantiierte, nachprüfbare Informationen mitgeteilt werden. Dies ist im Ergebnis nur dann der Fall, wenn diese einen – nach der alten Begrifflichkeit – Tatsachenkern aufweisen.

#### bb) Gerüchte

Um der insiderrechtlichen Einordnung von Gerüchten gerecht zu werden, bedarf es zunächst der exakten Aufschlüsselung der kommunizierten Informationen. Wird einer Person ein Gerücht angetragen, erhält sie genau betrachtet zwei Informationen: Zum einen über den Umstand, dass ein Gerücht existiert (Gerücht als Umstand) und zum anderen über den Inhalt des Gerüchts (Gerücht über Umstände)<sup>68</sup>.

#### aaa) Gerücht als Umstand

Der Umstand, dass ein Gerücht existiert, war unter der Diktion des alten WpHG bei Vorliegen der weiteren Tatbestandsmerkmale bereits als Insidertatsache zu qualifizieren<sup>69</sup>. Nach neuer Lesart sind substantiierte Informationen über den Umstand, dass ein Gerücht existiert, ebenfalls als Insiderinformation zu qualifizieren. Grundsätzlich bieten sie eine substantiierte Information für die Einschätzung der Preiserheblichkeit. Dass diese Einschätzung gleichwohl – aufgrund der faktisch fehlenden Aussagekraft – in aller Regel negativ ausfallen wird, ist jedoch eine Frage des Tatbestandsmerkmals der Preiserheblichkeit. Demzufolge hat sich durch das AnSVG auch nach der neuen Terminologie in dieser Fallgruppe nichts geändert.

#### bbb) Gerüchte über Umstände

##### (1) Rechtslage vor dem AnSVG

---

<sup>68</sup> Einteilung basierend auf Assmann, AG 1998, 438, 438 f.

<sup>69</sup> Assmann, AG 1998, 438, 439 f.

Die Fallgruppe der Gerüchte über Umstände erfasst das eigentliche, vom allgemeinen Sprachgebrauch als Gerücht bezeichnete, umlaufende und inhaltsgleiche Gerede. Diese Fallgruppe wird auch von der überwiegenden Mehrheit des kapitalmarktrechtlichen Schrifttums gemeint, wenn der Problembereich Gerüchte ohne die vorstehende Differenzierung erörtert wird. Deren Einordnung war nach alter Rechtslage umstritten. Nach Auffassung der Rechtsprechung sowie Teilen der Schrifttums waren Gerüchte über Tatsachen vom Begriff der Insiderinformation erfasst, auch wenn es sich dabei um umlaufendes Gerede handelte, das objektiven Zweifeln an seinem Wahrheitsgehalt ausgesetzt war<sup>70</sup>. Zur Begründung wurde angeführt, dass ein solches Gerücht regelmäßig Informationen über der äußeren Wahrnehmung zugängliche Geschehnisse und Zustände beinhalte oder es sich zumindest auf fest umrissene Vorgänge konkretisieren und verdichten und damit Tatsachencharakter annehmen könne. Anderen Vertretern des Schrifttums zur Folge waren Gerüchte über Tatsachen dagegen nicht dem Bereich von Tatsachen, sondern dem von Meinungen zuzuordnen und unterfielen damit nicht dem alten Insiderrecht<sup>71</sup>. Wer Wertpapiergeschäfte auf Gerüchte stütze, werte kein Tatsachenwissen aus, sondern stütze seine Handlung auf Spekulationen. Anders ausgedrückt, nehme er kein Wissen in Anspruch, das allen Marktteilnehmern gebühre und dessen Auswertung auf die Erlangung eines ungerechtfertigten Sondervorteils gerichtet sei.

## (2) Rechtslage nach dem AnSVG

Die Rechtslage nach der MMR und dem AnSVG wird nahezu einhellig beurteilt. Schon die Empfehlungen des Committee of European Securities Regulators (CESR)<sup>72</sup> sprechen sich eindeutig gegen eine Einbeziehung von Gerüchten in den Begriff der Insiderinformation aus<sup>73</sup>. Auch die Bundesregierung qualifiziert in der Gesetzesbegründung zu § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG Gerüchte nicht als Insiderinformationen<sup>74</sup>. Dem schließt sich die neue Literatur ganz

---

<sup>70</sup> Hessischer VGH AG 1998, 436, 436 f.; *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, 3. Auflage, § 13 Rn. 34a; *Schwark*, in: *Schwark*, KapitalmarktrechtsK, § 13 WpHG Rn. 31; *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 14; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 10.29; *Gehrt*, Ad-hoc-Publizität, 122 f., 140 f.

<sup>71</sup> *Assmann*, WM 1996, 1337, 1340 f.; *ders.*, AG 1997, 50, 51; *ders.*, in *Assmann/Schneider*, 1. Auflage, § 13 Rn. 34; *Claussen*, DB 1994, 27, 29 f.; *ders.*, Insiderhandelsverbot, Rn. 24/94; *Immenga*, ZBB 1995, 197, 201; *Kümpel*, WM 1994, 2137, 2137 ff.; *Rozijn*, NZG 2001, 494, 500; *Junge*, in: FS Raisch, 223, 227; *Matusche*, in: *Herrmann/Berger/Wackerbarth*, 110; *zur Megede*, in: *Assmann/Schütze*, § 14 Rn. 23; *Soesters*, 139 f.

<sup>72</sup> Die EU-Kommission gründete im Juni 2001 das CESR, einen unabhängigen europäischen Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden und Nachfolger des Forums of European Securities Commissions (FESCO). Das CESR setzt sich aus hochrangigen Vertretern der nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden zusammen. Es berät die EU-Kommission bei der Erstellung von Durchführungsregeln, die Rahmenrichtlinien im Wertpapiersektor konkretisieren.

<sup>73</sup> CESR's Advice on Level 2 Implementing Measure for the proposed Market Abuse Directive, December 2002, Tz. 20.

<sup>74</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 34.

überwiegend an, wenn auch im Wesentlichen lediglich unter Berufung auf die Gesetzesbegründung<sup>75</sup>. Nach Auffassung der BaFin sowie vereinzelter Stimmen in der Literatur sollen dagegen Gerüchte, die einen Tatsachenkern enthalten, im Falle ihrer Preiserheblichkeit als Insiderinformation zu qualifizieren sein<sup>76</sup>.

### (3) Stellungnahme

Die Ausklammerung von Gerüchten über Umstände von der Qualifikation als Insiderinformation lässt sich mit den klassischen Auslegungsmethoden begründen.

So ist ein "Gerücht über Umstände" vom Wortsinn und der Begrifflichkeit her keine "Information über Umstände". Erst Recht ist es daher keine „konkrete Information über Umstände“ wie es § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG verlangt. Dem Begriff des Gerüchtes ist vielmehr die Ungenauigkeit bereits immanent<sup>77</sup>. Gerüchte stellen daher keine „präzisen Informationen“ dar<sup>78</sup>. Dieses Ergebnis wäre nur dann zu verneinen, wenn die Information über die Umstände substantiiert wäre. Entscheidend wäre damit, ob der Inhalt des Gerüchtes Grundlage für die Beurteilung der Preiserheblichkeit sein könnte. Diese Fallgruppe ist jedoch nicht denkbar. Denn sobald das umlaufende Gerüchte, das objektiven Zweifeln an seinem Wahrheitsgehalt ausgesetzt ist, (zusätzliche) substantiierte Informationen enthält und aus einer zuverlässigen Quelle stammt, stellt es begriffsnotwendig kein Gerücht mehr dar, sondern ist (selbst) eine konkrete Information. Auch die zur alten Rechtslage gedachte Figur des Tatsachenkerns macht ein Gerücht nicht zur Insiderinformation. Vielmehr betrifft sie nur Fälle, in denen ein Gerücht einen Bestandteil enthält, welcher selbst – für sich genommen – eine konkrete Information ist. Das Gerücht selbst wird hierdurch jedoch nicht zu einer solchen.

Gegen die Einbeziehung von Gerüchten in den Tatbestand der Insiderinformation spricht darüber hinaus § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG. Dieser bezieht sich zwar dem Wortlaut nach nur auf die Eignung zur Preisbeeinflussung. Der Vorschrift ist jedoch die gesetzliche Wertung zu entnehmen, dass bei der Beurteilung von insiderrechtlichen Sachverhalten nach neuer

---

<sup>75</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 17 f.; Nack, in: Müller-Gugenberger/Bieneck, § 69 Rn. 7; Möllers, WM 2005, 1393, 1394; Cahn, Der Konzern 2005, 5, 7; Merkner/Sustmann, NZG 2005, 729, 731; Holzborn/Israel, WM 2004, 1948, 1951; Bürgers, BKR 2004, 424, 425 (Fn. 11); Diekmann/Sustmann, NZG 2004, 929, 930; Spindler, NJW 2004, 3449, 3450; Koch, DB 2005, 267, 268; Bergmann/Drees, StraFo 2005, 364, 365.

<sup>76</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.1.2.; Kümpel/Veil, 3. Teil, Rn. 23.

<sup>77</sup> Ähnlich Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 17 („vage Information“).

<sup>78</sup> Vgl. so schon die Begründung zum Vorschlag der Insiderrichtlinie von 1987: KOM[87] 111 v. 21.05.1987, S. 5.



Rechtslage auf den verständigen Anleger abzustellen ist<sup>79</sup>. Der verständige, also nicht spekulativ handelnde Anleger wird jedoch bloße Gerüchte nicht bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen<sup>80</sup>.

Schließlich wird diese Auslegung auch dem Sinn und Zweck des Insiderrechts gerecht. Zwar reagieren Märkte auf Gerüchte und Gerüchte sind für das Börsengeschehen wesentlich<sup>81</sup>. Überdies sind die Märkte gerade an solchen Informationen interessiert, da an der Börse bekanntlich Erwartungen gehandelt werden<sup>82</sup>. Es bedarf jedoch eines Einschreitens des Insiderhandelsverbotes erst, wenn diese den Bereich der typischen Börsengerüchte verlassen und auf diese Weise die Eignung erlangt haben, zu relevanten Informationsungleichgewichten zu führen und damit das Vertrauen der Anleger in die Chancengleichheit am Kapitalmarkt beeinträchtigen.

Dieses Ergebnis lässt sich letztlich auch durch einen Blick auf die Rechtsfolgen bestätigen. Aufgrund der Ausweitung des Verbotes der Weitergabe von Insiderinformationen auf Sekundärinsider wäre „Börsentratsch“<sup>83</sup> gemäß §§ 14 Abs. 1, Ziff. 2; 39 Abs. 2, Ziff. 3 WpHG nach neuer Rechtslage als Ordnungswidrigkeit zu qualifizieren. Ferner müsste der Emittent Gerüchte unverzüglich veröffentlichen, da nach dem neuen § 15 Abs. 1 WpHG sämtliche Insiderinformationen ad-hoc-pflichtig sind. Dieses Ergebnis kann jedoch nicht Sinn und Zweck der Regelung sein und lässt sich, wie vorstehend gezeigt, auch anhand der Definition des Tatbestandsmerkmals „*Information über Umstände*“ widerlegen.

Der Auffassung der BaFin und Teilen des Schrifttums ist demnach nicht zu folgen. Soweit diese Gerüchte (mit Tatsachenkern) dem Begriff der Insiderinformationen zuschlagen, widerspricht dies nicht nur der grammatikalischen Auslegung, sondern auch dem gesetzeshistorischen Kontext der Norm und steht demzufolge im Widerspruch zur MMR.

ccc) Zusammenfassend ist daher festzuhalten, dass auch bei der insiderrechtlichen Beurteilung von Gerüchten im Ergebnis keine Erweiterung des Tatbestands erfolgt ist. Die konkrete Information über den Umstand, dass solche existieren, ist – wie schon zur alten Rechtslage – als konkrete Information über Umstände zu betrachten. Der Inhalt von

---

<sup>79</sup> Vgl. weiterführend, 2. Kapitel, I.4.b).

<sup>80</sup> So auch *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 729, 731.

<sup>81</sup> Vgl. bspw. FAZ v. 21.04.2006, S. 22 („*Gerüchte treiben den Goldpreis*“).

<sup>82</sup> Aufschlußreich der Fall *Flamm v. Eberstadt*, 814 F.2d 1169, 1175 (7th Circuit 1987): „*The Wall Street Journal is filled with rumors on which investors act*“.

<sup>83</sup> *Cahn*, Der Konzern 2005, 1, 7.

Gerüchten ist dagegen nach neuem Recht schon begrifflich nicht als konkrete Information über Umstände und damit auch nicht als Insiderinformation zu qualifizieren.

cc) Absichten und Pläne (Zukünftige Umstände)

Absichten und Pläne betreffen das Vorfeldstadium von verbindlichen Handlungen (etwa Beschlussfassungen). Ob diese bereits als konkrete Information über Umstände im Sinne des § 13 Abs. 1 WpHG zu qualifizieren sind, ist nachfolgend zu klären.

aaa) Rechtslage vor dem AnSVG

Nach alter Rechtslage wurden Pläne und Absichten als Tatsachen im Sinne des § 13 WpHG a.F. angesehen<sup>84</sup>. Die zukünftigen Ereignisse, auf die sich die Absichten und Pläne bezogen, sollten jedoch grundsätzlich nicht dem Begriff der Tatsache unterfallen<sup>85</sup>. Zur Begründung wurde angeführt, dass diese – im Zeitpunkt der Informationserlangung – nicht der äußerlichen Wahrnehmung zugänglich und verifizierbar seien und daher keine Sondervorteile Einzelner begründen könnten.

bbb) Rechtslage nach dem AnSVG

Nach neuer Diktion sind auch Umstände von dem Begriff der Insiderinformation erfasst, „*bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden*“, § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG.

(1) Verhältnis von Absichten und Plänen zu zukünftigen Umständen

Vor der Beantwortung der sich aufdrängenden Frage, ob nach neuer Rechtslage zukünftige Umstände vom Begriff der Insiderinformation erfasst sind, ist jedoch zunächst zu klären, in welchem Verhältnis Absichten und Pläne zu zukünftigen Umständen stehen<sup>86</sup>. Man könnte zunächst annehmen, dass zwischen dem Plan, einen zukünftigen Umstand herbeizuführen und dem zukünftigen Umstand selbst, etwa weil diese zeitlich auseinander liegen, zu differenzieren sei. Dies ist jedoch nicht der Fall. Beide betreffen letztlich dieselbe „*Information über Umstände*“. Denn ein Plan bezieht sich zwangsläufig auf einen zukünftigen Umstand (sonst wäre es kein Plan sondern eine Erinnerung an ein vergangenes Ereignis). Ein

---

<sup>84</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 Rn. 33b, 36; ders., WM 1996, 1337, 1340; ders., AG 1997, 50, 51; Kümpel/Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 15 Rn. 56; Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 13 WpHG Rn. 32; Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 14 f.; Burgard, ZHR 162 (1998), 51, 63.

<sup>85</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 Rn. 33b; Burgard, ZHR 162 (1998), 51, 63; Pananis, WM 1997, 462.

<sup>86</sup> Hierbei sind freilich nur die einem Dritten gegenüber geäußerten Absichten gemeint. Zu Absichten als ausschließlich gedankliche Interna des Beabsichtigenden ohne Drittbezug, vgl. 1. Kapitel, I.1.a)aa)bbb)(3).

zukünftiger Umstand ist, soweit man hiervon gegenwärtig schon Kenntnis haben kann, aber auch immer durch eine Absicht oder einen Plan begründet (alles andere wäre reiner Zufall oder ein unsubstantiiertes Gerücht). Die in der alten Literatur als eigenständige Fallgruppe behandelten "künftigen Ereignisse" bestehen daher als solche nicht<sup>87</sup>. Hinzu kommt, dass sich die Preiserheblichkeit eines Plans oder einer Absicht nur dann bestimmen lassen, wenn man den Inhalt dessen, also das zukünftige Ereignis, kennt<sup>88</sup>.

An dieser Stelle kommt nun der durch das AnSVG eingeführte § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG ins Spiel. Hiernach ist eine Information über zukünftige Umstände dann einer konkreten Information im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG gleichzusetzen, wenn die zukünftigen Umstände hinreichend wahrscheinlich eintreten. Zur insiderrechtlichen Beurteilung von Plänen und Absichten ist folglich nach neuer Rechtslage immer auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Ereignisses abzustellen, so dass es einer Prognose bedarf<sup>89</sup>. Dies wirft jedoch die eingangs gestellte Frage nach dem Verhältnis von Absichten und Plänen zu zukünftigen Umständen auf. So wird zum Teil vertreten, dass die Prognose der Eintrittswahrscheinlichkeit in der Prognose der Preiserheblichkeit aufgehe, d.h. im Rahmen von Plänen und Absichten nicht mehr zu prüfen wäre<sup>90</sup>. Setze man bei dem zugrunde liegenden Plan an, so müsse dieser preiserheblich sein, um eine Insiderinformation im Sinne des § 13 Abs. 1 WpHG darzustellen. Setze man dagegen bei dem zukünftigen Umstand an, so müsse dieser mit hinreichender Wahrscheinlichkeit realisiert werden, um eine Insiderinformation darzustellen. Im Ergebnis könne aber für die Beurteilung, ob eine Information als Insiderinformation zu qualifizieren sei, nicht die jeweilige Herangehensweise ausschlaggebend sein. Die Anwendbarkeit des Insiderrechts hinge sonst von der Wahl des Begründungsansatzes ab. Im Ergebnis müsse daher immer dann die Preiserheblichkeit eines Plans gegeben sein, wenn die Verwirklichung dessen (= der Eintritt des zukünftigen Umstands) hinreichend wahrscheinlich sei. Im Umkehrschluss müsse immer die hinreichende Wahrscheinlichkeit der Verwirklichung des zukünftigen Ereignisses bejaht werden, wenn der Plan preiserheblich sei. Sollten die Tatbestandsmerkmale der Preiserheblichkeit und der Eintrittswahrscheinlichkeit nicht gegeneinander ausgespielt werden können, müssten sie korrelativ Anwendung finden.

---

<sup>87</sup> So schon zur alten Rechtslage, *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 15.

<sup>88</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 13 Rn. 20.

<sup>89</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.1.a)aa)bbb)(3).

<sup>90</sup> *Cahn*, *Der Konzern* 2005, 5, 6 f.; *Harbarth*, ZIP 2005, 1898, 1902.

Dem kann nicht gefolgt werden. Richtig ist zunächst, dass es zwischen der Prognose der Eintrittswahrscheinlichkeit und der Prognose der Preiserheblichkeit im Einzelfall Überschneidungen gibt. Ist etwa die Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots aufgrund eines dezidierten Plans hinreichend wahrscheinlich, so wird auch der Plan zur Durchführung der Übernahme im Falle des öffentlichen Bekanntwerdens in aller Regel preiserheblich sein. Der vorstehende Ansatz kann jedoch als allgemeine Regel nicht überzeugen. Würde die Preiserheblichkeit eines Plans immer schon dann vorliegen, wenn die hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts des zukünftigen Ereignisses bejaht würde, so hätte es des Merkmals der Preiserheblichkeit nicht bedurft. Unterstellt man, dass der Gesetzgeber keine Tatbestandsmerkmale ohne Anwendungsbereich schafft, hat jedoch auch die Prognose der Preiserheblichkeit einen eigenen Anwendungsbereich<sup>91</sup>. Nachdem die hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines zukünftigen Umstands bejaht wurde, ist daher ebenso zu prüfen, ob die Kenntnis hiervon dem verständigen Anleger ausreichender Anreiz sein würde, ein Insidergeschäft vorzunehmen<sup>92</sup>.

Als Zwischenergebnis lässt sich somit festhalten, dass zur insiderrechtlichen Beurteilung von Plänen und Absichten, nach neuer Rechtslage immer auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Umstands abzustellen ist. Hiervon ist die Prüfung der Preiserheblichkeit desselben zu unterscheiden.

## (2) Hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts

Allein der Umstand, dass jemand einen Plan verfolgt, stellt noch keine konkrete Information dar. Hierzu bedarf es vielmehr erst der substantiierten Kenntnis des Inhalts. Wann der Plan einer konkreten Information im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG gleichzustellen ist, beantwortet nun § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG. Nach dem im allgemeinen Teil gefundenen Ergebnis bedarf es zur Gleichstellung von zukünftigen mit bereits eingetretenen Umständen der hohen Eintrittswahrscheinlichkeit der Ersteren<sup>93</sup>. Pläne und Absichten werden daher erst dann zu Insiderinformationen, wenn deren Umsetzung (der Eintritt des zukünftigen Ereignisses) unmittelbar bevorsteht bzw. die Planungen nur einen verhältnismäßig kurzen

---

<sup>91</sup> Ausdrücklich *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 13 Rn. 24, 61; ohne auf dieses Problem einzugehen, aber mit differenzierender Prüfung beider Tatbestandsmerkmale *Claussen/Florian*, AG 2005, 745, 748, 750; *Dreyling*, *Der Konzern* 2005, 1, 2; *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 729, 731; *Möllers*, WM 2005, 1393, 1394 f.; *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948, 1951; *Bürgers*, BKR 2004, 424, 424 f.; *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929, 930 f.; *Spindler*, NJW 2004, 3449, 3450 f.; *Koch*, DB 2005, 267, 268.

<sup>92</sup> Vgl. hierzu 2. Kapitel, I.4.

<sup>93</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.1.a)aa)bbb)(3).

Zeitraum umfassen<sup>94</sup>. Die Eintrittswahrscheinlichkeit nimmt dagegen ab, je weiter die Planungen in die Zukunft gerichtet sind<sup>95</sup>. So können externe Faktoren wie etwa der Anstieg der Energie- oder Rohstoffpreise, den Eintritt der Planungen verhindern, die Eintrittswahrscheinlichkeit folglich verringern.

Als Beispiel für solche langfristigen Planungen, die noch keine hinreichend konkreten Rückschlüsse auf die tatsächliche Unternehmensentwicklung zulassen sollen, führt die BaFin Planungen mit einem Zeithorizont von drei oder mehr Jahren an<sup>96</sup>. Dem ist jedoch zumindest für den Bereich der Unternehmensakquisitionen entgegenzutreten. Für eine pauschale Wertung ist der von der BaFin gewählte Zeitraum zu lang. Die Auswirkungen der Planungen, Konzepte, Strategien und vorbereitenden Maßnahmen müssen nach der vorliegend vertretenen Auffassung eine hohe Eintrittswahrscheinlichkeit aufweisen. Dies ist jedoch in aller Regel nicht schon bei einem Zeithorizont von drei oder mehr Jahren zu bejahen. Ein solcher Zeithorizont kann allenfalls eine für § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG nicht ausreichende „Möglichkeit“, nicht jedoch eine hinreichende „Wahrscheinlichkeit“ des Eintritts betreffen. Nur in Ausnahmefällen, wenn besondere Umstände, wie etwa bereits eingeleitete und abgeschlossene Genehmigungsverfahren, Entwicklung einer speziellen Infrastruktur oder sonstige nahezu nicht umkehrbaren Vorbereitungsmaßnahmen bereits für eine hohe Wahrscheinlichkeit der Umsetzung des Plans sprechen, kann dies der Fall sein. Im Übrigen spricht jedoch die Häufigkeit des Auftretens von Umständen, welche den Abschluss der Unternehmensakquisition verhindern, dafür, die hinreichende Wahrscheinlichkeit je nach Umfang der Unternehmensakquisition frühestens 12 Monate vor deren Abschluss, in der Regel sogar noch wesentlich später anzunehmen.

### ccc) Ergebnis

Zusammenfassend lässt sich daher feststellen, dass nach neuer Rechtslage Absichten, Pläne und zukünftige Ereignisse vom Begriff der konkreten Information über Umstände erfasst sind, soweit der Eintritt des zukünftigen Ereignisses hinreichend wahrscheinlich im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG ist. Der Zeitpunkt ist erreicht, wenn die Umsetzung der Pläne (der Eintritt des zukünftigen Ereignisses) unmittelbar bevorsteht bzw. die Planungen nur einen verhältnismäßig kurzen Zeitraum umfassen. Die Eintrittswahrscheinlichkeit nimmt dagegen ab, je weiter die Planungen in die Zukunft gerichtet sind.

---

<sup>94</sup> So auch, *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642, 643.

<sup>95</sup> So zum neuen Wertpapierprospektgesetz (WpPG), *Schlitt/Singhoff/Schäfer*, BKR 2005, 251, 258.

<sup>96</sup> Emittentenleitfaden 2005, IV.2.2.9.2.

dd) Abgrenzung von Gerüchten und zukünftigen Umständen

Nach neuer Rechtslage sind Gerüchte über Umstände nicht als Insiderinformationen zu qualifizieren, zukünftige Umstände bei Vorliegen einer hinreichenden Eintrittswahrscheinlichkeit dagegen schon<sup>97</sup>. Die Abgrenzung zwischen Gerüchten und zukünftigen Umständen, d.h. Plänen und Absichten ist demzufolge von großer Relevanz.

aaa) Meinungsstand

Das Schrifttum zur Insiderinformation alter Fassung nahm die Abgrenzung zwischen Tatsachen und Gerüchten bei der – fehlenden – Kurserheblichkeit der Gerüchte vor<sup>98</sup>. Die Bundesregierung und Teile des Schrifttums nehmen die Unterscheidung nach neuer Rechtslage dagegen am Tatbestandsmerkmal der Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Umstands und damit an § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG vor<sup>99</sup>. Wiederum an anderer Stelle wird diese Problematik vom CESR und anderen Teilen des Schrifttums im Rahmen der Bestimmung des Tatbestandsmerkmals der „konkreten Information“ erörtert<sup>100</sup>. Die Ausführungen der BaFin berühren gar beide Tatbestandsmerkmale. So wird im Emittentenleitfaden zunächst beispielhaft unter der Überschrift „Gerüchte“ erläutert, dass ein Gerücht eine inhaltlich präzise Information enthalten könne, jedoch sodann – irreführend – unter derselben Überschrift die Eintrittswahrscheinlichkeit des § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG erläutert<sup>101</sup>.

bbb) Stellungnahme

Dass die Eintrittswahrscheinlichkeit nicht das maßgebliche Kriterium für die vorgenannte Unterscheidung sein kann, wird sofort deutlich, wenn man sich vor Augen führt, dass Gerüchte durchaus auch bereits eingetretene Umstände betreffen können. Auf diese ist § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG jedoch nicht anwendbar, da er gemäß des klaren Wortlautes nur

---

<sup>97</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.1.b)bb) sowie cc).

<sup>98</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 Rn. 34b m.w.N.

<sup>99</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 34: § 13 Abs. 1 „Satz 3 stellt klar, dass eine Insiderinformation auch dann vorliegt, wenn sie sich auf einen Umstand oder ein Ereignis in der Zukunft bezieht, sofern dessen Eintritt hinreichend wahrscheinlich ist. Hierzu ist ein bloßes Gerücht nicht ausreichend. Vielmehr müssen konkrete Tatsachen vorliegen, welche den Eintritt des Ereignisses oder des Umstandes voraussehbar erscheinen lassen“; Das Schrifttum äußert sich zu dieser konkreten Abgrenzung zwar nicht, erläutert die Tatbestandsmäßigkeit der Gerüchte, jedoch in Zusammenhang mit § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG: vgl. Koch, DB 2005, 267, 268; Diekmann/Sustmann, NZG 2004, 929, 930; Spindler, NJW 2004, 3449, 3450.

<sup>100</sup> In der Terminologie der CESR (und der MMR) als „precise“ bezeichnet, vgl. CESR’s Advice on Level 2 Implementing Measure for the proposed Market Abuse Directive, December 2002, Tz. 19 f.; Cahn, Der Konzern 2005, 5, 7.

<sup>101</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.1.2.

zukünftige Umstände erfasst<sup>102</sup>. Auch die Preiserheblichkeit kann nicht das maßgebliche Auslegungskriterium sein. Denn Märkte reagieren nun einmal auf Gerüchte<sup>103</sup>. Der für die Prognose der Preiserheblichkeit gemäß § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG maßgebliche verständige Anleger weiß das. Somit kann und muss er davon ausgehen, dass zumindest Dritte ihr Verhalten nach Gerüchten richten und in Erwartung ihrer Auswirkung handeln. Die Abgrenzung ist folglich anhand einer normativen Auslegung des Merkmals der „*konkreten Information*“ unter Berücksichtigung des verständigen Anlegers im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG vorzunehmen<sup>104</sup>. Nach dem oben gefundenen Ergebnis sind Gerüchte in Abgrenzung zu zukünftigen Umständen durch mangelnde Substantiiertheit gekennzeichnet. Die Abgrenzung zwischen einer „*konkreten Information über Umstände*“ und Gerüchten betrifft daher die inhaltliche Genauigkeit der Information. Als weiteres Kriterium ist die Zuverlässigkeit der Informationsquelle heranzuziehen<sup>105</sup>. So weiß etwa derjenige, der aus eigener Anschauung, etwa durch Teilnahme an den maßgeblichen Abreden, von Plänen und Vorhaben Dritter Kenntnis hat, von einer konkreten Information. Wer von demselben Plan dagegen aus unzuverlässiger Quelle erfährt, ohne dass ihm Einzelheiten mitgeteilt werden, die eine Überprüfung ermöglichen können, hat dagegen Kenntnis von einem Gerücht<sup>106</sup>. Die inhaltliche Unbestimmtheit der Information und Unzuverlässigkeit des Informanten einerseits, die Unsicherheit der Verwirklichung eines aus sicherer Quelle bekannten Plans andererseits, sind keine aus Sicht des verständigen Anlegers austauschbaren Faktoren, welche stets dasselbe Produkt, nämlich eine Spekulation ohne Grundlage präziser Informationen ergeben würden<sup>107</sup>.

### ccc) Ergebnis

Insoweit bleibt es auch nach neuer Rechtslage bei der Aussage, dass eine inhaltlich unbestimmte Information aus unzuverlässiger Quelle stets ein Gerücht darstellt, dagegen die Information die aus einer zuverlässigen Quelle stammt, einen Plan oder eine Absicht darstellt. Bei Letzteren ist jedoch zukünftig zusätzlich das Erfordernis der Eintrittswahrscheinlichkeit zu prüfen.

---

<sup>102</sup> So auch *Cahn*, Der Konzern 2005, 5, 7.

<sup>103</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.1.b)bb).

<sup>104</sup> So auch CESR's Advice on Level 2 Implementation Measures for the proposed Market Abuse Directive, Tz. 19 f.; *Cahn*, Der Konzern 2005, 5, 7.

<sup>105</sup> *Claussen*, DB 1994, 27, 30; *Weber*, BB 1995, 157, 163; *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 14; *ders.*, Der Konzern 2005, 5, 7; *Soesters*, 140.

<sup>106</sup> *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 14 (zum alten Tatsachenbegriff).

<sup>107</sup> *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 15 (zum alten Tatsachenbegriff).

ee) Mehrstufige Entscheidungsprozesse

Zur Fallgruppe der sog. mehrstufigen Entscheidungsprozesse zählen die gesetzlich vorgeschriebenen, mehrstufigen internen Beschlüsse von Gesellschaftsorganen (z.B. Vorstand und Aufsichtsrat) sowie solche, die von der Zustimmung externer Dritter (z.B. Kartellbehörden) abhängen. Es handelt sich hierbei faktisch um Maßnahmen, welche sich – ähnlich den Plänen und Absichten – noch im Vorfeld des damit zu erreichenden Ziels befinden.

aaa) Rechtslage vor dem AnSVG

Vor dem AnSVG stand außer Streit, dass jeder einzelne Schritt zur Verwirklichung des beabsichtigten Vorhabens als neue Tatsache anzusehen war<sup>108</sup>. Maßgebliches Tatbestandsmerkmal zur Qualifizierung als Insidertatsache war die Kurserheblichkeit der jeweiligen Zwischenstufe. Als Begründung wurde angeführt, dass der Kapitalmarkt das Erreichen bestimmter Stadien eines mehrstufigen Entscheidungsprozesses häufig mit dessen endgültiger Umsetzung gleichsetze<sup>109</sup>. Im Gegensatz zum Insiderhandelsverbot sollte dagegen die Ad-hoc-Publizität nach vorherrschender Meinung von dem weiteren Erfordernis einer überwiegenden Eintrittswahrscheinlichkeit abhängen<sup>110</sup>. Die einzelne Maßnahme sollte demnach nur dann ad-hoc-pflichtig sein, wenn der positive Abschluss des gesamten Entscheidungsprozesses eine überwiegende Wahrscheinlichkeit erlangt hatte. Beispielhaft stellte demnach ein dem Aufsichtsrat vorzulegender Beschluss des Vorstandes eine Insidertatsache dar, war jedoch erst dann ad-hoc zu veröffentlichen, wenn der Aufsichtsrat zugestimmt hatte<sup>111</sup>. Dies galt auch dann, wenn die fusionskontrollrechtliche Freigabe noch ausstand<sup>112</sup>.

bbb) Rechtslage nach dem AnSVG

Nach neuer Rechtslage ist zunächst festzuhalten, dass es keine Differenzierung mehr zwischen Insidertatsachen und Ad-hoc-Tatsachen gibt. Der in § 13 WpHG normierte Begriff

---

<sup>108</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 Rn. 36a; ders., AG 1997, 50, 51; Burgard, ZHR 162 (1998), 51, 63; Gehrt, 125; Kümpel, WpHG, 54 f.; Pananis, WM 1997, 460, 462; Waldhausen, 182.

<sup>109</sup> Kümpel, WpHG, 55; ders., WM 1996, 653, 654.

<sup>110</sup> Kümpel/Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 15 Rn. 58, 61 ff.; Burgard, ZHR 162 (1998) 51, 77 ff., Wittich, AG 1997, 1, 2; Pananis, WM 1997, 460, 464; Kiem/Kotthoff, DB 1995, 1999, 2000 f.; Fürhoff/Wölk, WM 1997, 449, 453; a.A. (vollständiger Eintritt) Geibel, in: Schäfer, § 15 WpHG, Rn. 75; Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 24, 26; Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 152; Happ, JZ 1994, 240, 242.

<sup>111</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 Rn. 36; ders., in: Lutter, Konzernfinanzierung, Rn. 12.45 f.; Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 152; ders., in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rn. 49; BAWe/Deutsche Börse AG, 32; Burgard, ZHR 162 (1998), 51, 55 f.; Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 22, 26; Happ/Semler, ZGR 1998, 116, 129 f.; Wittich, AG 1997, 1, 2.

<sup>112</sup> Happ/Semler, ZGR 1998, 116, 139; Kiem/Kotthoff, DB 1995, 1999, 2001.



der Insiderinformation ist sowohl für das Insiderhandelsverbot, als auch für die Ad-hoc-Publizität maßgeblich. Wie die mehrstufigen Entscheidungsprozesse insiderrechtlich zu beurteilen sind wird unterschiedlich beurteilt.

#### (1) Preiserheblichkeit

Teilweise wird vertreten, dass nunmehr jede Stufe eines mehrstufigen Entscheidungsprozesses eine konkrete Information darstelle. Maßgeblich zur Qualifizierung als Insiderinformation sei daher die Preiserheblichkeit des jeweiligen Zwischenschrittes<sup>113</sup>. Eine Begründung wird hierzu nicht angeführt.

#### (2) Eintrittswahrscheinlichkeit

Nach anderer Ansicht sei der zukünftige Umstand maßgeblicher Anknüpfungspunkt<sup>114</sup>. Zu prüfen sei also, ob dessen Eintritt aufgrund der Kenntnis von der jeweiligen Zwischenstufe des mehrstufigen Entscheidungsprozesses hinreichend wahrscheinlich sei. Zur Begründung wird angeführt, dass eine solche Prüfungsweise nunmehr von § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG vorgesehen werde.

#### (3) Stellungnahme

Der erstgenannten Ansicht ist entgegenzutreten. Durch die Einführung des § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG hat der Gesetzgeber für zukünftige Umstände die Prüfung der Eintrittswahrscheinlichkeit vorgesehen. Wie bereits eingangs ausgeführt, handelt es sich bei den jeweiligen Zwischenstufen der mehrstufigen Entscheidungsprozesse um nichts anderes als Maßnahmen, die auf ein zukünftiges Ereignis (= den Eintritt des damit beabsichtigten Erfolgs) gerichtet sind. Sie sind insiderrechtlich folglich wie Absichten und Pläne zu behandeln. Wie bei diesen ist auch bei den mehrstufigen Entscheidungsprozessen daher die Qualifizierung als konkrete Information anhand des neuen § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG vorzunehmen. Dabei ist jeder Schritt des Prozesses einzeln zu prüfen. Demnach lässt sich nach neuer Rechtslage der maßgebliche Prüfungssatz wie folgt formulieren: Der jeweilige Zwischenschritt eines mehrstufigen Entscheidungsprozesses ist dann als konkrete Information zu qualifizieren, wenn der positive Abschluss des Gesamtprozesses eine hohe Wahrscheinlichkeit erlangt hat<sup>115</sup>.

---

<sup>113</sup> Emittentenleitfaden 2005, IV.2.2.7.; *Ziemons*, NZG 2004, 537, 541; *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929, 935; *Möllers*, WM 2005, 1393, 1395; *Koch*, DB 2005, 267, 268; offen lassend *Cahn*, Der Konzern 2005, 5, 6.

<sup>114</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 13 Rn. 28 f.; *Kümpel/Veil*, 3. Teil, Rn. 24.

<sup>115</sup> Dies ist freilich nichts anderes als die Prüfungsreihenfolge der mehrstufigen Entscheidungsprozesse im alten Recht der Ad-hoc-Publizität.

ccc) Ergebnis

Im Rahmen von mehrstufigen Entscheidungsprozessen hat sich für den Bereich des Insiderrechts durch die Einführung des § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG rechtsdogmatisch der Prüfungsansatz verändert. So ist nunmehr die Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Ereignisses der maßgebliche Prüfungspunkt. Beispielhaft stellen sowohl Vorstands- als auch Aufsichtsratsbeschlüsse eine Insiderinformation dar, soweit mit dem positiven Abschluss des Gesamtprozesses zu rechnen ist und der Kenntnis hiervon ein Preisbeeinflussungspotential zukommt.

c) Ergebnis

Das Tatbestandsmerkmal der Insiderinformation ist hinsichtlich des Terminus der „*konkreten Information über Umstände*“ im Ergebnis nicht weiter auszulegen als das der Insidertatsache. Die durch die Einführung des Begriffs der „*Umstände*“ bewirkte Erweiterung wird durch das weitere Tatbestandsmerkmal der „*konkreten Information*“ wieder eingeschränkt. Der Inhalt von Meinungen und Werturteilen ist ebenso wie innere Absichten ohne Drittbezug nicht von § 13 WpHG erfasst. Gerüchte als Umstand sind als konkrete Information über Umstände i.S.d. § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG zu qualifizieren. Gerüchte über Umstände sind nach wie vor nicht als Insiderinformationen zu qualifizieren. Pläne und Absichten sowie Zwischenschritte von mehrstufigen Entscheidungsprozessen stellen nur dann Insiderinformationen dar, wenn der Eintritt des zukünftigen Ereignisses hinreichend wahrscheinlich ist.

2. Nicht öffentlich

Gemäß § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG ist eine konkrete Information über preiserhebliche Umstände nur dann eine Insiderinformation, wenn sie nicht öffentlich bekannt ist. Dadurch, dass eine Insiderinformation ihre Tatbestandsmäßigkeit verliert, wenn sie veröffentlicht wird, soll auf eine Veröffentlichung gegenüber dem Markt hingewirkt und diese in geordnete Bahnen gelenkt werden<sup>116</sup>. Das Tatbestandsmerkmal der Nichtöffentlichkeit dient daher ebenso wie die Ad-hoc-Publizität der Prävention von Insiderhandel und der Gewährleistung einer gleichmäßigen Informationsbasis der Marktteilnehmer.

Diesbezüglich sind durch das AnSVG im Wortlaut des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG keine Änderungen erfolgt. Die Frage, ob eine Information nicht öffentlich ist, ist daher zunächst

---

<sup>116</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 31.

unter Zugrundelegung des vertrauten Prinzips der *Bereichsöffentlichkeit* negativ abzugrenzen, d.h. zu fragen, ab wann eine Information öffentlich ist<sup>117</sup>. Hiernach ist – basierend auf der Regierungsbegründung zum 2. FGG<sup>118</sup> – eine Information dann als öffentlich bekannt anzusehen, wenn es einer unbestimmten Anzahl von Personen möglich ist, von ihr Kenntnis zu nehmen. Die tatsächliche Kenntnisnahme ist dagegen nicht erforderlich. Der maßgebliche Adressatenkreis ist nicht das breite Anlegerpublikum, sondern die Marktteilnehmer. Hierzu ist erforderlich, aber auch ausreichend, dass die Information mittels allgemein zugänglicher Informationssysteme veröffentlicht wird. Nach alter Rechtslage wurde es zu Recht für ausreichend gehalten, dass der Emittent die Voraussetzungen für die Art und Weise der Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen aus § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG a.F. erfüllt. Aufgrund der einleitend aufgezeigten korrelativen Verbindung des Insiderrechts und der Ad-hoc-Publizität<sup>119</sup> ist diesem Ansatz nach alter und neuer Rechtslage zuzustimmen.

Die Anforderungen an die Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen sind jedoch durch die MMR und das AnSVG verschärft worden. Fraglich ist, ob diese neuen Voraussetzungen aufgrund der vorgenannten Korrelation von Ad-hoc-Publizität und Insiderrecht auch im Rahmen der Prüfung der Nichtöffentlichkeit zu beachten sind. Gemäß § 15 Abs. 7 WpHG i.V.m. § 5 Abs. 1 Satz 1 WpAIV ist nunmehr kumulativ eine Veröffentlichung über ein im Finanzsektor weit verbreitetes, elektronisch betriebenes Informationssystem und auf der (vorhandenen) Internetseite des Emittenten notwendig. Durch die Einführung der Veröffentlichungspflicht auf der Internetseite des Emittenten wird Art. 6 Abs. 1 Unterabsatz 2 der MMR umgesetzt, der für alle veröffentlichungspflichtigen Informationen eine Anzeigepflicht auf der Internetseite des Emittenten begründet. Die alleinige Veröffentlichung in einem überregionalen Börsenpflichtblatt reicht entgegen § 15 Abs. 3 Satz 1, Ziff. 1 WpHG a.F. nach neuer Rechtslage nicht mehr aus<sup>120</sup>.

Einer Übertragung dieser Erfordernisse auf das Insiderrecht steht jedoch das Prinzip der Bereichsöffentlichkeit entgegen. Hiernach genügt die Veröffentlichung der Information mittels allgemein zugänglicher elektronischer Informationssysteme. Dass für den Bereich des Insiderrechts von diesem Prinzip abgerückt werden sollte, ist weder der MMR noch der

---

<sup>117</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.2.; Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 36; ders., in: AG 2006, 261, 264; Kümpel/Veil, 3. Teil, Rn. 30; Nack, in: Müller-Gugenberger/Bieneck, § 69 Rn. 10; Bergmann/Drees, StraFo 2005, 364, 365; zur alten Rechtslage Assmann, AG 1994, 237, 242; Caspari, ZGR 1994, 530, 539; Eichele, WM 1997, 501, 507; Immenga, ZBB 1995, 197, 201 f.; Gehrt, 182 f.; Kümpel, WM 1994, 2137, 2138.

<sup>118</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 12/6679, S. 46.

<sup>119</sup> Einleitung, II.3.b).

<sup>120</sup> Erläuterungen zur WpAIV, S. 9.

WpAIV zu entnehmen<sup>121</sup>. Auch nach neuer Rechtslage ist folglich eine zusätzliche Veröffentlichung auf der Webpage der Gesellschaft nicht notwendig, um die Öffentlichkeit im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG herzustellen.

Zusammenfassend ist daher festzustellen, dass das Konzept der Bereichsöffentlichkeit nach wie vor Bestand hat, so dass eine Regelveröffentlichung mittels eines allgemein zugänglichen, elektronisch betriebenen Informationssystems ausreichend ist.

### 3. Emittenten- oder Insiderpapierbezug

Konkrete Informationen über nicht-öffentlich bekannte Umstände müssen des Weiteren einen Bezug auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf Insiderpapiere selbst aufweisen, um als Insiderinformation qualifiziert werden zu können.

Der Wortlaut des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG hat diesbezüglich durch das AnSVG keine Änderung erfahren. Insoweit ist zunächst auf die von der Rechtsprechung und Literatur zur alten Rechtslage entwickelte Lesart zurückzugreifen.

Die Quelle der Insiderinformation kann danach sowohl innerhalb, als auch außerhalb des Unternehmensbereichs des Emittenten liegen<sup>122</sup>. Ferner können auch den Emittenten nur mittelbar betreffende Umstände das Tatbestandsmerkmal erfüllen. Dies stand nach alter Rechtslage außer Streit, hatte jedoch im Gesetzestext keinen ausdrücklichen Niederschlag gefunden<sup>123</sup>. Durch die MMR wird nunmehr gegenüber der Insiderrichtlinie von 1987 ausdrücklich festgelegt, dass auch 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“*, als Insiderinformation zu qualifizieren ist. Obwohl diese Änderung im Wortlaut der nationalen Regelung wiederum keinen Niederschlag gefunden hat, lässt sich die Ansicht der bisherigen herrschenden Meinung nunmehr auch auf eine richtlinienkonforme Auslegung des AnSVG stützen. Als weiteres Argument lässt sich zudem ein Umkehrschluss zu § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG anführen. Ad-hoc-pflichtig sind danach nur solche Informationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen. Würde dies

---

<sup>121</sup> Ebenso Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 36; Claussen/Florian, AG 2005, 745, 749; Zumbansen/Lachner, BB 2006, 613, 616.

<sup>122</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 44; Bergmann/Drees, StraFo 2005, 364, 366; zur alten Rechtslage ders., AG 1994, 237, 242; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 16.88; Kübler, in: FS Budde, 361, 374 f.

<sup>123</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 Rn. 52; Schäfer, in: Schäfer, § 13 WpHG Rn. 55; jeweils m.w.N.

bereits für die allgemeine Definition des Insiderinformationsbegriffs in § 13 Abs. 1 WpHG gelten, so wäre die Aufnahme dieses zusätzlichen Tatbestandsmerkmals in § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG überflüssig gewesen. In Anbetracht dessen, dass § 13 WpHG eines der Tatbestandsmerkmale des strafbewehrten Insiderhandelsverbotes definiert, wäre es jedoch im Interesse der Rechtsklarheit und Rechtssicherheit geboten gewesen, dass der nationale Gesetzgeber die Vorgabe der Richtlinie in den Wortlaut des nationalen Rechts übernimmt<sup>124</sup>.

#### a) Marktinformationen

Nach dem AnSVG sind demnach auch den Emittenten nur mittelbar betreffende Informationen von § 13 Abs. 1 WpHG erfasst<sup>125</sup>. Dies sind zunächst sog. Marktinformationen, d.h. etwa Informationen, die die Preisbildung und -entwicklung als solche erheblich beeinflussen können<sup>126</sup>. Ferner sind hier auch Information über die Rahmenbedingungen von Märkten oder über die Märkte selbst, die im Einzelfall auch die Verhältnisse von Emittenten und Insiderpapieren berühren können, zu nennen<sup>127</sup>. Einen weiterführenden Katalog enthalten die Empfehlungen des CESR<sup>128</sup>.

Freilich müssen aber auch die in diesen Beispielskatalogen aufgezählten Informationen den Anforderungen des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG genügen, d.h. insbesondere konkrete Informationen sein. Gerade in dieser Fallgruppe wird daher die Bedeutung des Tatbestandsmerkmals der Konkretheit deutlich<sup>129</sup>. Nach der oben gefundenen allgemeinen Definition sind jedoch nur solche Informationen konkret im Sinne der Norm, die substantiiert genug sind, dass ein börsenkundiger Anleger sie nutzen kann, um das Vorliegen der Preiserheblichkeit beurteilen zu können. Folglich können Informationen, die lediglich ganz allgemein die Marktverhältnisse oder Marktkennziffern betreffen, aber keinen Rückschluss auf die Preiserheblichkeit des betreffenden Insiderpapiers zulassen, mangels konkreter Information nicht als Insiderinformation qualifiziert werden<sup>130</sup>. Dies verkennt indes die BaFin, wenn sie ausführt, dass auch den Emittenten nur mittelbar betreffende Umstände

---

<sup>124</sup> *Ziemons*, NZG 2004, 537, 538.

<sup>125</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 33; Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.3; IV.2.2.2; *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 13 Rn. 43 ff.; *Kümpel/Veil*, 3. Teil, Rn. 29; *Claussen/Florian*, AG 2005, 745, 749; *Simon*, *Der Konzern* 2005, 13, 14; *Ziemons*, NZG 2004, 537, 538.

<sup>126</sup> Als Beispiele sind etwa allgemeine Wirtschaftsdaten, Arbeitslosenzahlen oder die Ölpreisentwicklung zu nennen.

<sup>127</sup> Als Beispiele werden im Emittentenleitfaden der BaFin Zinsbeschlüsse, Devisenkurse, Rohstoffpreise, branchenspezifische statistische Daten sowie Daten und Informationen die den Wertpapierhandel im jeweiligen Insiderpapier betreffen (Ordervolumen, Art der Order, Identität des Auftraggebers usw., aber auch Aufnahmen oder Ausscheiden aus dem Index) genannt, vgl. Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.3.

<sup>128</sup> CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, Rn. 36

<sup>129</sup> Vgl. ebenso *Assmann*, AG 2006, 261, 264.

<sup>130</sup> Ebenso *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 13 Rn. 9.

Insiderinformationen sein könnten, wenn sie nur geeignet wären, den Preis des Insiderpapiers erheblich zu beeinflussen<sup>131</sup>. Diese Prüfung ist zu voreilig. Anzusetzen ist nämlich nach dem Vorstehenden schon am Tatbestandsmerkmal der – die Beurteilung der Preiserheblichkeit erst ermöglichenden – konkreten Information.

#### b) Konzernstrukturen

Schließlich ist zu beachten, dass die nunmehr eindeutige Erfassung des mittelbaren Emittentenbezugs Auswirkungen auf Konzern-Strukturen hat. Sind in einem Konzern etwa nur die Aktien der Konzernmutter börsennotiert, können dennoch auch Informationen über einzelne Konzerntöchter Insiderinformationen darstellen, sofern sie geeignet sind, den Börsenkurs der Aktien der Konzernmutter erheblich zu beeinflussen. Die Rechtsform der Konzerntöchter spielt dabei keine Rolle, so dass auch Tochter-GmbH's taugliche Träger oder Projektionsflächen von Insiderinformationen sind<sup>132</sup>.

#### c) Ergebnis

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass hinsichtlich des Tatbestandsmerkmals des Emittenten- oder Insiderpapierbezugs keine Erweiterung durch das AnSVG eingetreten ist. Durch die MMR und die Gesetzesbegründung wird vielmehr die bisherige Auslegung der herrschenden Meinung zu Marktinformationen bestätigt.

#### 4. Eignung zur erheblichen Beeinflussung des Börsen- oder Marktpreises

Gemäß § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG a.F. war der „*Kurs der Insiderpapiere*“ die maßgebliche Bezugsgröße der Eignung zur erheblichen Beeinflussung. Aufgrund des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG ist nunmehr der „*Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere*“ als maßgebliche Bezugsgröße zu Grunde zu legen. Das Erfordernis der Eignung zur erheblichen Börsen- oder Marktpreisbeeinflussung (kurz: „*Preiserheblichkeit*“) bedingt eine Wahrscheinlichkeitsprognose der Preisbeeinflussung. Das Erfordernis der Erheblichkeit soll Bagatellfälle aus dem Tatbestand des § 13 WpHG ausschließen<sup>133</sup>. Dies sind – grob umschrieben – Fälle, in denen die Verwertung einer nicht-öffentlichen Information von Anfang an keinen nennenswerten Vorteil verspricht und in denen der Anreiz, diese Information zu verwerten, wegen des stets vorhandenen Volatilitätsrisikos der Kurse gering

---

<sup>131</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.3.

<sup>132</sup> Vgl. bereits zur alten Rechtslage, *Marsch-Barner*, in: Semler/Volhard, § 7 Rn. 108.

<sup>133</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.4.; *Assmann*, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn.51, 66; zur alten Rechtslage Begr. RegE (2. FFG), BT-Drs. 12/6679, S. 46 f.; *Assmann*, AG 1994, 237, 244; *Immenga*, ZBB 1995, 197, 203; *Gehrt*, 152 f.; *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 16; *Loesche*, 107 ff.; *Pananis*, 104, 115.

ist<sup>134</sup>. Zur Bestimmung des Tatbestandsmerkmals sind daher zwei Schritte erforderlich. Zum einen ist die Voraussetzung der „Eignung“ zur Preisbeeinflussung, zum anderen die Voraussetzung der „Erheblichkeit“ der Preisbeeinflussung zu analysieren<sup>135</sup>. Hierfür ist durch § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG nunmehr der gesetzliche Maßstab des “verständigen Anlegers“ eingeführt worden.

#### a) Verfassungsmäßigkeit

Im Vorfeld der Prüfung ist jedoch zu beachten, dass schon zur alten Rechtslage Bedenken hinsichtlich der Verfassungsmäßigkeit des Merkmals der Preiserheblichkeit geäußert wurden<sup>136</sup>. Auch nach dem AnSVG hat zuletzt *Zimmer*<sup>137</sup> darauf hingewiesen, dass unter dem Gesichtspunkt des Rechtsstaatsprinzips Bedenken gegenüber einer Regelung bestünden, die Bußgeldfolgen an die Verletzung einer Pflicht knüpfe, die auf etwas Unmögliches gerichtet sei. Ebenso stellen *Holzborn/Israel*<sup>138</sup> und *Bürgers*<sup>139</sup> die Frage, ob die aus der Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG stammende Begrifflichkeit<sup>140</sup> als Prognoseentscheidung den strafrechtlichen Bestimmtheitsanforderungen<sup>141</sup> gerecht werden könne, wenn es beispielsweise um strafbaren Insiderhandel nach §§ 38 Abs. 1 Ziff. 1 i.V.m. §§ 14 Abs. 1 Ziff. 1, 13 WpHG gehe.

Den Kritikern ist insoweit zuzustimmen, als dass gesicherte Aussagen ohne Prüfung im Einzelfall, welche Umstände preisrelevant sind, nicht möglich sind. Dies wird auch von der BaFin erkannt und klar zum Ausdruck gebracht<sup>142</sup>.

Die geäußerten Bedenken können jedoch im Ergebnis nicht überzeugen. Der Gesetzgeber ist gehalten, die „Voraussetzungen der Strafbarkeit so konkret zu beschreiben, dass Tragweite und Anwendungsbereich der Straftatbestände zu erkennen sind und sich durch Auslegung

---

<sup>134</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 51.

<sup>135</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.4.; *Loesche*, 63 ff.; im Ergebnis auch Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 53.

<sup>136</sup> *Pellens*, AG 1991, 62, 63; *Heidmeier*, AG 1992, 110, 110; *Peltzer*, ZIP 1994, 749, 751.

<sup>137</sup> *Zimmer*, BKR 2004, 421, 422.

<sup>138</sup> *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948, 1951.

<sup>139</sup> *Bürgers*, BKR 2004, 424, 425.

<sup>140</sup> „Information [...], die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde“, Art. 1 Abs. 2 Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG.

<sup>141</sup> Bestimmtheitsgebot, Art. 103 Abs. 2 GG (nulla poena sine lege).

<sup>142</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.4., Abs. 5.

ermitteln lassen“<sup>143</sup>. Dabei kann auf den Adressatenkreis der Norm, insbesondere auf dessen besonderes Fachwissen abgestellt werden<sup>144</sup>.

Die Gesetzesanalyse und -auslegung auf dem Gebiet des Insiderrechts kann auf eine Rechtsmaterie zurückgreifen, welche seit nunmehr über 10 Jahren in Wissenschaft und Praxis entwickelt worden ist<sup>145</sup>. Der Anwendungsbereich des Tatbestandsmerkmals der Preiserheblichkeit ist demzufolge durchaus zu erkennen und durch Auslegung zu ermitteln<sup>146</sup>. Dies gilt insbesondere dann, wenn mit dem BVerfG auf das Fachwissen des besonderen Adressatenkreises abzustellen ist. Dieser Ansatz ist für den Bereich des Insiderrechts nunmehr sogar in § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG normiert worden. Das BVerfG weist in zwei weiteren Entscheidungen ferner darauf hin, dass das Bestimmtheitsgebot nicht übersteigert werden dürfe, da die Gesetze sonst zu starr und kasuistisch werden und dem Wandel der Verhältnisse oder der Besonderheit des Einzelfalls nicht mehr gerecht werden würden<sup>147</sup>. Es könnten daher auch solche allgemeinen Begriffe verwendet werden, die nicht eindeutig allgemeingültig umschrieben werden können und die im besonderen Maße der Auslegung durch den Richter bedürfen<sup>148</sup>. Vor dem Hintergrund dieser höchstrichterlichen Rechtsprechung, sowie der Neuregelung des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG ist ein Verstoß gegen das verfassungsrechtliche Bestimmtheitsgebot daher nicht zu erkennen. Die Begriffsdefinition der Insiderinformation ist demzufolge verfassungsgemäß.

## b) Eignung zur Preisbeeinflussung

### aa) Ermittlung des Börsenpreises

Um eine Aussage darüber treffen zu können, wann eine Information *geeignet* ist, den Börsen- oder Marktpreis zu beeinflussen, ist zunächst zu klären, wie der Börsen- oder Marktpreis ermittelt wird. Gemäß § 24 Abs. 2 Satz 1 BörsG wird als Börsenpreis im Amtlichen Handel derjenige Preis festgestellt, der der „*wirklichen Marktlage*“ des Verkehrs an der Börse entspricht<sup>149</sup>. Dies bedeutet, dass der Börsenkurs auf Grundlage von Angebot und Nachfrage

---

<sup>143</sup> BVerfGE 73, 206, 234 f.

<sup>144</sup> BVerfGE 48, 48, 57.

<sup>145</sup> Vgl. alleine die überaus umfangreichen Ausführungen zu den §§ 12 ff. WpHG in *Assmann/Schneider; Schäfer; Kümpel*.

<sup>146</sup> Im Ergebnis ebenso, Claussen/Florian, AG 2005, 745, 750; *Nack*, in: Müller-Gugenberger/Bienecke, § 69 Rn. 14.

<sup>147</sup> BVerfGE 14, 245, 251.

<sup>148</sup> BVerfGE 55, 144, 152.

<sup>149</sup> Ebenso § 27 Abs. 2 Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse (im Folgenden „FWB“). § 50 Abs. 1 BörsG verweist für die näheren Bestimmungen des Regierten Markts auf die jeweiligen Börsenordnungen,



der Marktteilnehmer festgestellt wird. Für den Marktpreis gilt selbstredend nichts anderes. Eine Eignung zur Beeinflussung des Börsen- oder Marktpreises ist demnach gegeben, wenn ein Marktteilnehmer nach Bekanntwerden der neuen Information sein Verkaufs- (Angebot) oder Kaufangebot (Nachfrage) in Bezug auf den Verkaufs- oder Kaufpreis wegen Eintritts dieser neuen Information ändern würde<sup>150</sup>.

#### bb) Prognoseentscheidung

Da das Gesetz lediglich die Eignung zur Preisbeeinflussung im Falle des öffentlichen Bekanntwerdens und nicht deren Eintritt verlangt, ist es für den Tatbestand unerheblich, ob es tatsächlich zu einer erheblichen Preisbeeinflussung kommt<sup>151</sup>. Dies entspricht dem Sinn und Zweck des Insiderrechts, da schon die Gefahr, dass Insider einen Informationsvorsprung missbräuchlich ausnutzen, das Vertrauen der Anleger gefährden kann. Dies bedeutet jedoch auch, dass es einer Prognoseentscheidung bedarf, deren Parameter im Folgenden aufzustellen sind.

Maßgeblicher Zeitpunkt der Prognose ist die Vornahme des als Insidertat in Betracht kommenden Verhaltens. Aus diesem Sichtwinkel sind sodann im Rahmen einer ex-ante Sicht<sup>152</sup> sämtliche in Betracht kommenden Umstände des Einzelfalls zu berücksichtigen. Der ggf. tatsächlich später erfolgte Eintritt der Preisbeeinflussung kann dabei als Indiz für ein verbotswidriges Handeln angesehen werden<sup>153</sup>.

Fraglich ist jedoch, welcher Maßstab der Prognose zu Grunde zu legen ist. Schon nach alter Rechtslage stand außer Streit, dass hierbei grundsätzlich auf einen objektiven Maßstab, d.h. auf einen verständigen Anleger, abzustellen ist<sup>154</sup>. Auch durch die MMR wird kein subjektiver Ansatz implementiert<sup>155</sup>, sondern der objektive Ansatz fortgeführt. Maßgeblich ist

---

welche wiederum die Vorschriften des Amtlichen Marktes hinsichtlich der Preisermittlung für sinngemäß anwendbar erklären. Für den Freiverkehr verweist sodann § 57 Abs. 2 Satz 2 BörsG auf § 24 Abs. 2 BörsG.

<sup>150</sup> Vaupel, WM 1999, 521, 522.

<sup>151</sup> Schäfer, in: Schäfer, § 13 WpHG Rn. 57; Caspari, ZGR 1994, 530, 540; Claussen, DB 1994, 27, 30; ders., Rz. 34; Kümpel, WM 1996, 653, 654; Weber, BB 1995, 163; Deutsche Börse AG, WM 1994, 2038, 2045; Weisgerber/Jütten, 202.

<sup>152</sup> Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG v. 22.12.2003, ABIEG Nr. L 339, S. 70, Erwägungsgrund 1; Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 55; ausführlich zur alten Rechtslage, Vaupel, WM 1999, 521, 525 ff.

<sup>153</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.4.; zur alten Rechtslage Loesche, 111 ff; ders., WM 1998, 1849, 1854; Claussen, ZBB 1992, 267, 277.

<sup>154</sup> Begr. RegE (2. FFG), BT-Drs. 12/6679, S. 48 („allgemeine Lebenserfahrung“); Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 Rn. 65a; Schäfer, in: Schäfer, § 13 WpHG Rn. 58; Claussen, Rn. 33; Gehrt, 160 ff.; Hopt, ZGR 1991, 17, 32; Immenga, ZBB 1995, 197, 202; Weber, BB 1995, 157, 163.

<sup>155</sup> Missverständlich die Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 34, von der „europäischen Rechtsetzung“ sei ein subjektiver Ansatz vorgegeben.

nämlich nicht, wie der jeweilige potentielle Insider die Preiserheblichkeit eingeschätzt hat, sondern wie ein verobjektivierter „verständiger Anleger“ dies getan hätte. Art. 1 Abs. 2 der Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG zur MMR führt hierzu aus, dass mit einer Insiderinformation eine solche gemeint sei, „die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde“. Hierauf basierend ist nun auch gemäß § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG eine Eignung zur Preisbeeinflussung anzunehmen, „wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde“. Demnach wird die Fortführung des objektiven Ansatzes durch die MMR und das AnSVG gerade gestützt und ist daher auch nach neuer Rechtslage der maßgebliche Ansatz<sup>156</sup>.

#### aaa) Verständiger Anleger

Fraglich ist jedoch, was unter einem „verständigen Anleger“ zu verstehen ist. Diese Frage war schon nach alter Rechtslage umstritten und ist auch nach neuer Rechtslage nicht entfallen.

##### (1) Durchschnittlich verständiger Anleger

Nach einer Ansicht ist auf den „durchschnittlich verständigen Anleger“ abzustellen<sup>157</sup>. Das Tatbestandsmerkmal sei nicht anders auszulegen, als in vergleichbaren zivilrechtlichen und strafrechtlichen Tatbeständen. Als Beispiele werden etwa die Prospekthaftung und § 264a StGB herangezogen.

##### (2) Börsenkundiger Anleger

Nach anderer Ansicht ist dagegen auf den mit den Marktgegebenheiten und -gesetzlichkeiten vertrauten Anleger, mithin den „börsenkundigen Anleger“, abzustellen<sup>158</sup>. Durch eine solche Auslegung werde dem Erfordernis (straf-) tatbestandlicher Bestimmtheit Rechnung getragen. Die von der erstgenannten Ansicht vertretene Auslegung führe ferner keineswegs zu praktikablen Ergebnissen. Vielmehr werde der Rechtsanwender lediglich erneut auf einen nicht bestimmten Rechtsbegriff („durchschnittlich verständiger“) verwiesen.

---

<sup>156</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 56; Claussen/Florian, AG 2005, 745, 749; Holzborn/Israel, WM 2004, 1948, 1951.

<sup>157</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, 1. Auflage, § 13 Rn. 65 f.; Irmen, in: BuB, Rn. 7/718; Caspari, ZGR 1994, 530, 540; Matusche, in: Herrmann/Berger/Wackerbarth, 114; Pananis, 112 ff.

<sup>158</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.4.; Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 58; Kümpel/Veil, 3. Teil, Rn. 31; zur alten Rechtslage Begr. RegE (2. FFG), BT-Drs. 12/6679, S. 48; OLG Düsseldorf, ZIP 2004, 2042, 2043, Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 13 WpHG, Rn. 46; Kümpel, WM 1996, 653, 655; Gehrt, 162; Loesche, 118 ff., 130 ff.

### (3) Stellungnahme

Der letztgenannten Ansicht ist der Vorzug einzuräumen. Der Wortlaut des neu eingeführten § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG lässt beide Ansichten zu und ist unergiebig. Daher bedarf es einer Auslegung nach dem Sinn und Zweck des Insiderrechts. Dabei ist zu beachten, dass es sich hierbei nicht um Sorgfaltspflichten handelt<sup>159</sup>, sondern um die Frage, wessen Blickwinkel bei der Prognose der Eignung zur Kurserheblichkeit zu Grunde zu legen ist. Insidervergehen werden jedoch regelmäßig nicht von durchschnittlichen Privatanlegern, sondern von börsenerfahrenen Primärinsidern begangen. Darum ist es konsistent, bei der Beurteilung deren Verhaltens auch auf deren Blickwinkel abzustellen. Es ist somit eine Einbeziehung in den Gesamtkontext der im Zeitpunkt des Handelns vorliegenden oder absehbaren konkreten Umstände des Einzelfalls notwendig<sup>160</sup>. Auch der Gesetzgeber des 2. FFG forderte bereits, dass für die Beurteilung der Kurserheblichkeit kapitalmarkterfahrene Personen maßgeblich sein sollten. Emittenten, denen es an einem solchen Beurteilungsvermögen mangle, sollten sich daher des Rates emissionsbegleitender Banken oder einer mit den Verhältnissen am Kapitalmarkt vertrauten Person bedienen<sup>161</sup>. Dem ist zuzustimmen. Zum einen wird ein „*durchschnittlich verständiger*“ Anleger eine Einzelinformation nicht in den notwendigen Kontext einbetten können, so dass er die Information sowohl über- als auch unterbewerten kann<sup>162</sup>. Zum anderen wird dem Rechtsanwender in der gebotenen Klarheit eine Referenzperson an die Hand gegeben, durch die sich der Tatbestand deutlich abgrenzen lässt. Man könnte noch fragen, ob sich als gesetzlicher Anhaltspunkt der neue § 2 Ziff. 6 Wertpapierprospektgesetz (WpPG)<sup>163</sup> anführen ließe. Hierin ist der sog. „*qualifizierte Anleger*“ im Sinne des Prospektrechtes definiert<sup>164</sup>. Dies sind zunächst Wertpapieranlageunternehmen, öffentliche Institutionen des Kapitalmarktes sowie große Unternehmen. Natürliche Personen werden dagegen nur erfasst, wenn sie (1) große Wertpapiertransaktionen durchgeführt haben (mind. 10 Geschäfte pro Quartal des letzten Jahres), (2) der Wert ihres Wertpapierportfolios 500.000 EUR übersteigt oder (3) die

---

<sup>159</sup> Loesche, 130.

<sup>160</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.4.

<sup>161</sup> Begr. RegE (2. FGG), BT-Drs. 12/6679, S. 48.

<sup>162</sup> Eine 5 Mio. EUR Akquisition kann im Kontext eines Konzernsachverhaltes preisunerheblich, bei einem kleineren Unternehmen dagegen von immenser Bedeutung für das Unternehmen und damit den Kurs der Aktien sein.

<sup>163</sup> Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist (Wertpapierprospektgesetz – WpPG), vom 22.06.2005, BGBl. I S. 1698.

<sup>164</sup> Ziel des WpPG ist der Anlegerschutz (vgl. Begr. RegE, BT-Drs. 15/4999, S. 25) jedoch wird den verschiedenen Anlegerkategorien und ihrem jeweiligen Sachverstand Rechnung getragen, indem von der Prospektspflicht u.a. dann eine Ausnahme gemacht wird, wenn sich das öffentliche Angebot von Wertpapieren lediglich an qualifizierte Anleger richtet, § 3 Abs. 2, Ziff. 1 WpPG.

betreffende Person mindestens ein Jahr beruflich im Finanzsektor tätig war, § 27 Abs. 2 WpPG. Anhand der vorgenannten Kriterien wird jedoch deutlich, dass eine derartige Anknüpfung zu überzogenen Anforderungen an die Prognosefähigkeit des Anlegers führen würde. Unter Berücksichtigung der Funktion des Insiderhandelsverbotes, ist daher kein Börsenexperte, sondern ein Börsenkundiger zu fordern.

#### (4) Ergebnis

Der Begriff des verständigen Anlegers in § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG ist als „börsenkundiger Anleger“, d.h. als ein solcher, der mit den Marktgegebenheiten und -gesetzlichkeiten vertraut ist, auszulegen.

#### bbb) Wahrscheinlichkeitsgrad

Nachdem nunmehr der Maßstab für die Prognoseentscheidung bestimmt worden ist, bedarf es der Bestimmung des Wahrscheinlichkeitsgrades. Die ganz herrschende Meinung zur alten Rechtslage sowie erste Äußerungen im Schrifttum nach dem AnSVG lassen hier weder die bloße Möglichkeit ausreichen, noch verlangen sie eine hohe oder an Sicherheit grenzende Wahrscheinlichkeit<sup>165</sup>.

Dem ist zuzustimmen. Eine Eignung liegt begriffsnotwendig dann vor, wenn der jeweilige Umstand oder das jeweilige Mittel mit mehr als 50%iger Wahrscheinlichkeit zum Ziel führt. Umgangssprachlich ausgedrückt, muss mehr für als gegen eine Zielerreichung sprechen<sup>166</sup>. Zu diesem Ergebnis kommt man auch, wenn man es negativ begründet. So ist die Wahrscheinlichkeit der Zielführung (der Eignung) dann nicht gegeben, wenn der börsenkundige Anleger ohne weiteres sofort erkennt, dass eine erhebliche Preisänderung nicht eintreten wird. Insoweit kann man auf die Auslegung des gleichlautenden Begriffs der Eignung in § 186 StGB zurückgreifen<sup>167</sup>.

Eine Eignung zur Beeinflussung des Börsen- oder Marktkurses ist demnach gegeben, wenn ein Marktteilnehmer nach Bekanntwerden der neuen Information sein Verkaufs- (Angebot) oder Kaufangebot (Nachfrage) in Bezug auf den Verkaufs- oder Kaufpreis wegen Eintritts dieser neuen Information mit mehr als 50%iger Wahrscheinlichkeit ändern würde.

---

<sup>165</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 60; zur altern Rechtslage Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 13 WpHG, Rn. 92; Kümpel, WM 1994, 2137, 2040; ders., Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.135; Peltzer, ZIP 1994, 746, 749; Loesche, 134; Deutsche Börse AG, WM 1994, 2038, 2045.

<sup>166</sup> OLG Düsseldorf, ZIP 2004, 2042, 2043.

<sup>167</sup> Vgl. Tröndle/Fischer, § 186 Rn. 5 m.w.N.

ee) Ergebnis

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass es auch nach neuer Rechtslage einer Wahrscheinlichkeitsprognose bedarf, um das Tatbestandsmerkmal der Eignung zur Preisbeeinflussung für den Fall der Veröffentlichung zu bestimmen. Dieser ist als Maßstab ein börsenkundiger Anleger zu Grunde zu legen, d.h. ein solcher, der mit den Marktgegebenheiten und -gesetzlichkeiten vertraut ist. Der jeweiligen Information kommt eine Eignung zur Preisbeeinflussung zu, wenn der börsenkundige Anleger seine Kauf- oder Verkaufsentscheidung mit mehr als 50%iger Wahrscheinlichkeit ändern würde.

c) Erheblichkeit

Wann das vorstehend erörterte Preisbeeinflussungspotential erheblich ist, ist im Folgenden zu definieren. In der Zeit vor dem WpHG gab es diese Einschränkung nicht, so dass jegliches Kursbeeinflussungspotential ausreichend war. Mit dem Tatbestandsmerkmal „erheblich“ wurde zwar die rechtlich gebotene Einschränkung herbeigeführt, jedoch mit dem Nachteil verknüpft, dass gerade dieses Abgrenzungsmerkmal die Gesetzesanwendung sehr erschwert<sup>168</sup>. Abstrakt lässt sich lediglich sagen, dass der Unterschied zwischen dem Wert des Emittenten vor und nach der betreffenden neuen Information festzustellen und sodann ins Verhältnis zum Gesamtwert des Unternehmens zu setzen ist<sup>169</sup>. Für den praktischen Umgang mit der Norm bedarf es jedoch der Festlegung von Erheblichkeitskriterien, anhand derer der konkrete Einzelfall unter Zugrundelegung der Lebenserfahrung geprüft werden kann<sup>170</sup>.

aa) Erheblichkeitskriterien

Für die erforderliche Bemessung der Erheblichkeit des Kursbeeinflussungspotentials ist die Höhe des zu erwartenden Kursausschlages der primäre Ansatzpunkt<sup>171</sup>.

aaa) Rechtslage vor dem AnSVG

Nach alter Rechtslage bestand kein Einvernehmen, ob die Höhe des zu erwartenden Kursausschlages als maßgebliches Bewertungskriterium näher bestimmt werden könne. In Literatur und Praxis hatten sich unterschiedliche Ansätze herausgebildet, welche sich im Ergebnis jedoch auf zwei Strömungen zusammenfassen lassen. So wurde zum einen auf fixe

---

<sup>168</sup> Kümpel, WM 1994, 2137, 2137, 2139.

<sup>169</sup> Vaupel, WM 1999, 521, 529.

<sup>170</sup> Claussen, DB 1994, 27, 30; Hopt, ZGR 1991, 17, 32.

<sup>171</sup> Claussen, ZBB 1992, 267, 278.

Schwellenwerte zur Höhe des Kursausschlages abgestellt<sup>172</sup>, zum anderen wurden – in Ablehnung der Relevanz fixer Schwellenwerte – flexible Bewertungskriterien herausgebildet<sup>173</sup>.

#### bbb) Rechtslage nach dem AnSVG

Das Gesetz stellt nunmehr auch für die Beurteilung der Erheblichkeit des Preisbeeinflussungspotentials auf die Perspektive des verständigen Anlegers ab, § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG. Damit wird auf die Fixierung bestimmter Schwellenwerte zur Festlegung der Preiserheblichkeit ausdrücklich verzichtet<sup>174</sup>. Der zur alten Rechtslage vertretenen Ansicht, dass zur Bestimmung der Preiserheblichkeit auf fixe Schwellenwerte abzustellen sei, ist demzufolge der Boden entzogen. Eine derartige Argumentation ist mit dem neuen Gesetzeswortlaut und der Gesetzesbegründung nicht vereinbar<sup>175</sup>. Entscheidend ist nunmehr allein, ob „*ein verständiger Anleger* [die konkrete Information über Umstände, Anm. d.V.] *wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde*“, Art. 1 Abs. 2 Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG. Demgemäß entspricht nunmehr die zur alten Rechtslage vertretene Ansicht, wonach flexible Bewertungskriterien maßgeblich für die Beurteilung des Erheblichkeitsmerkmals sind, dem gesetzlichen Status Quo. Deren Vertreter nahmen dies nach alter Rechtslage an, wenn es sich für die als Insider in Betracht kommende Person „*lohnen*“ würde, ihre Kenntnis in Insidergeschäften auszunutzen<sup>176</sup>. Dieser Ansatz wird nach neuer Rechtslage wortgleich von der BaFin vertreten<sup>177</sup>. Das Bundesamt schlägt sodann eine zweistufige Prüfung vor. In einem ersten Schritt sei zu prüfen, ob der Umstand „*für sich allein betrachtet*“, d.h. abstrakt und ex-ante, nach allgemeiner Erfahrung

---

<sup>172</sup> Assmann, AG 1994, 237, 244; ders., ZGR 1994, 494, 514 f.; Caspari, ZGR 1994, 530, 541; Claussen, ZBB 1992, 267, 277 ff.; ders., DB 1994, 27, 30; Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 154 f.; Immenga, ZBB 1995, 197, 203; Möller, BFuP 1994, 99, 106; Schleifer/Kliemt, DB 1995, 2214, 2216; Weber, BB 1995, 157, 164.

<sup>173</sup> Assmann, WM 1996, 1337, 1342, 1355; ders., AG 1997, 50, 58; ders., in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 WpHG 70 ff.; Kümpel, WM 1994, 2137, 2140 f.; ders., WM 1996, 653, 656; Irmen, in: BuB, Rn. 7/719; Schäfer, in: Schäfer, § 13 WpHG Rn. 65; Schwarze, WM 1997, 1564, 1564; Tippach, 135 ff., 153; Jousen, DB 1994, 2485, 2487; Heidmeier, AG 1992, 110, 113; Dickersbach, 171; Gehrt, 160 ff.; Weimann, DStR 1998, 1556, 1558; Gruson/Wiegmann, AG 1995, 173, 180.

<sup>174</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 34.

<sup>175</sup> So auch Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 65; Holzapfel/Pöllath, Rn. 289; Nack, in: Müller-Gugenberger, § 69 Rn. 14; Claussen/Florian, AG 2005, 745, 750; Koch, DB 2005, 267, 267; Möllers, NZG 2005, 459, 461 (Fn. 22); Ziemons, NZG 2004, 537, 538; Bürgers, BKR 2004, 424, 425; Diekmann/Sustmann, NZG 2004, 929, 930; Spindler, NJW 2004, 3449, 3451; Bergmann/Drees, StraFo 2005, 364, 366; Brandi/Süßmann, AG 2004, 642, 642; Liekefett, 165; Schwintek, AnSVG, 22.

<sup>176</sup> Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 17; Süßmann, AG 1997, 63, 64; Wölk, AG 1997, 73, 79; ähnlich Wittich, AG 1997, 1, 3 („*Kauf- oder Verkaufsanreiz erheblich*“); Soesters, 147 („*in Ansehung von Kosten und Risiken zum Erwerb bzw. zur Veräußerung des betreffenden Wertpapiers zu veranlassen*“).

<sup>177</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.4 („*Geschäft [...] lohnend erscheint*“).

preiserheblich sein könne<sup>178</sup>. Sodann sei der Umstand in einem zweiten Schritt in den jeweiligen zeitlichen Einzelfallkontext zu stellen.

### ccc) Stellungnahme

Dem Vorschlag der BaFin ist beizupflichten. In Umsetzung der europäischen Vorgaben ist nunmehr ausdrücklich auf den verständigen Anleger und dessen hypothetische Entscheidung abzustellen. Dieser wird jedoch nicht eine isolierte Einzelinformation zur Grundlage seiner Handlung machen. Vielmehr wird er diese in den Gesamtkontext seines Wissens stellen und sodann bewerten. Eine solche Prüfung ist folglich auch für die gerichtliche Überprüfung der Preiserheblichkeit der Informationen die richtige Vorgehensweise. Die Bestimmung des Tatbestandsmerkmals ist daher im Wege der Zwei-Stufen-Prüfung der BaFin vorzunehmen.

Diese Lösung baut auf dem vorstehend zur Frage des Maßstabs des verständigen Anlegers erarbeiteten Ergebnis auf und bestätigt dessen Richtigkeit im Umkehrschluss. Nur ein börsenkundiger und -informierter Anleger ist in der Lage, den zweiten Schritt der Zwei-Stufen-Prüfung vorzunehmen. Nur er kann die isolierte Information in den Gesamtkontext des Marktgeschehens einbetten und hieraus den Schluss ziehen, ob sich das Insidergeschäft „*lohnen*“ würde. Darüber hinaus wird eine solche Auslegung auch dem Sinn und Zweck des Tatbestandsmerkmals der Preiserheblichkeit gerecht. Dieses soll Bagatellfälle aus dem Insiderhandelsverbot ausschließen, d.h. solche, in denen die Verwertung einer nicht öffentlich bekannten Information von vorneherein keinen nennenswerten wirtschaftlichen Vorteil verspricht, und damit kein Anreiz besteht, die Information zu verwenden. Ein derart lohnender Anreiz ist daher im Umkehrschluss zu bejahen, wenn die übliche Volatilität des jeweiligen Insiderpapiers derart überschritten wird, dass der verständige Anleger dies als ausreichend erachtet, um eine Insiderinformation vorzunehmen<sup>179</sup>. Hierzu ist der Börsenkurs auf Grundlage von Angebot und Nachfrage der Marktteilnehmer festzustellen<sup>180</sup>. Ausgehend von diesem Ansatzpunkt ist somit die 2-Stufen-Prüfung vorzunehmen. In einem ersten Schritt ist zu prüfen, ob die konkrete Information für den börsenkundigen Anleger preiserheblich ist. Ist dies zu bejahen, so ist in einem zweiten Schritt zu prüfen, ob die im Zeitpunkt des Handelns des potentiellen Insiders vorliegenden Umstände des Einzelfalls ein anderweitiges Ergebnis begründen können<sup>181</sup>. Die Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG zur MMR führt

---

<sup>178</sup> Der Emittentenleitfaden führt hierzu zahlreiche Beispiele an, Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.4 und IV.2.2.4.

<sup>179</sup> *Claussen/Florian*, AG 2005, 745, 750; *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642, 642.

<sup>180</sup> Vgl. hierzu 2. Kapitel, I.4.b)aa).

<sup>181</sup> Beispiel: Erste Stufe (Abstrakte Prüfung): Drohende Insolvenz eines Unternehmens => Erheblichkeit zu bejahen; 2. Stufe (Gesamtkontext): Insolvenz bedroht ein kleines Enkelunternehmen eines internationalen Mutterkonzerns => Erheblichkeit zu verneinen; Ergebnis: Erheblichkeit insgesamt zu verneinen.

hierzu aus, dass etwa die Gesamttätigkeit des Emittenten, die Verlässlichkeit der Informationsquelle und sonstige Marktvariablen, die das Finanzinstrument beeinflussen, zu berücksichtigen seien<sup>182</sup>. Darüber hinaus ist jedoch auch die Volatilität des gesamten Marktes und insbesondere vergleichbarer Insiderpapiere zu berücksichtigen<sup>183</sup>. Dieser zweite Prüfungsschritt kann sowohl dazu führen, dass die im ersten Schritt angenommene Preiserheblichkeit nunmehr verneint wird, als auch dass nunmehr erstmalig die Preiserheblichkeit bejaht wird.

#### bb) Ergebnis

Aufgrund der neuen gesetzlichen Regelung des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG ist nunmehr auf den verständigen Anleger und dessen hypothetische Entscheidung abzustellen. Die Bestimmung des Tatbestandsmerkmals ist hierzu im Wege einer Zwei-Stufen-Prüfung zunächst abstrakt und sodann im Gesamtkontext vorzunehmen. Das Preisbeeinflussungspotential muss die übliche Volatilität des jeweiligen Insiderpapiers derart übersteigen, dass der börsenkundige Anleger dies als ausreichenden Anreiz für eine Insidertransaktion in die betreffenden Finanzinstrumente sieht.

#### d) Börsen- oder Marktpreis

Gemäß § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG a.F. war der „*Kurs der Insiderpapiere*“ die maßgebliche Bezugsgröße der Eignung zur erheblichen Beeinflussung. Aufgrund des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG ist nunmehr der „*Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere*“ als maßgebliche Bezugsgröße zu Grunde zu legen. Der Kurs eines an der Börse eingeführten Wertpapiers ist als dessen *Börsenpreis* definiert. Insoweit sind die neue und alte Terminologie inhaltsgleich. Indem durch § 12 Ziff. 3 WpHG jedoch nunmehr auch nicht an der Börse zugelassene oder einbezogene Finanzinstrumente erfasst sind, bedurfte es auch der Anpassung des § 13 WpHG. Dieser erfasst deshalb nunmehr auch Umstände, die geeignet sind, den *Marktpreis* erheblich zu beeinflussen.

Der Börsen- oder Marktpreis wird auf der Grundlage von Angebot und Nachfrage festgestellt. Angebot und Nachfrage hängen jedoch wiederum von dem Preis ab, zu dem ein Anleger bereit ist, die Aktie zu erwerben oder zu veräußern. Soweit bei diesem Preis Übereinstimmung zwischen Käufer- und Verkäufer herrscht, entspricht genau dieser Preis dem Wert der Aktie. Dieser Wert lässt sich ferner ausdrücken, als der Gesamtwert des

---

<sup>182</sup> Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG v. 22.12.2003, ABIEG Nr. L 339, S. 70, Erwägungsgrund 1.

<sup>183</sup> Rückert, in: Kuthe/Rückert/Sickingen, 4. Kapitel, Rn. 30.



Unternehmens, abzüglich des Wertes des Fremdkapitals, dividiert durch die Anzahl der ausgegebenen Aktien<sup>184</sup>.

e) Ergebnis

Das Tatbestandsmerkmal der Eignung zur erheblichen Beeinflussung des Börsen- oder Marktpreises soll Bagatellfälle aus dem Tatbestand der Insiderinformation ausgrenzen. Eine konkrete Information über Umstände eignet sich für den Fall ihrer Veröffentlichung zur Preisbeeinflussung, wenn sich das Geschäft für den Insider mit mehr als 50%iger Wahrscheinlichkeit lohnt. Die Prüfung hat dabei aus Sicht eines börsenkundigen und -informierten Anlegers in einer ersten Stufe abstrakt den jeweiligen Umstand zu erfassen, um diesen sodann in einer zweiten Stufe in den Gesamtkontext des Marktumfeldes zu stellen.

f) Sonderfälle

Im Folgenden ist das Tatbestandsmerkmal der Preiserheblichkeit im Rahmen der bekannten praxisrelevanten Problemfelder zu prüfen.

aa) Gerüchte

Die Abgrenzung von Gerüchten und zukünftigen Umständen erfolgt anhand des Merkmals der „*konkreten Information*“<sup>185</sup>. Die inhaltliche Genauigkeit sowie die Zuverlässigkeit der Informationsquelle sind daher zu Rate zu ziehen. Ob ein Gerücht preiserheblich ist, soll nach Ansicht der BaFin ebenfalls nach diesen Kriterien zu bestimmen sein<sup>186</sup>. Der Emittentenleitfaden nennt hierzu ausdrücklich (1) Die Quelle des Gerüchts, (2) die ihm zugrunde liegenden nachprüfbaren Fakten, (3) die Verfassung der Märkte im Allgemeinen und des Segments der betroffenen Firma im Besonderen sowie (4) die wirtschaftliche Situation des betroffenen Unternehmens selbst.

Eine solche Herleitung macht jedoch keinen Sinn. Wenn ein Gerücht so substantiiert ist, dass es auf Grund seiner inhaltlichen Genauigkeit eine vollwertige konkrete Information ist, so stellt es kein Gerücht, sondern eine „*konkrete Information über Umstände*“ im Sinne des § 13 Abs. 1 WpHG dar<sup>187</sup>. Diese Feststellung hat aber noch keinen Nährwert hinsichtlich der Frage der Preiserheblichkeit. Ob diese vorliegt, ist anhand der Frage zu klären, ob der

---

<sup>184</sup> Vaupel, WM 1999, 521, 522.

<sup>185</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.1.b)dd).

<sup>186</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.1.2.

<sup>187</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.1.b)bb)bbb)(3).

verständige Anleger einen Kauf- oder ausreichenden Verkaufsanreiz verspürt und das Geschäft daher als lohnend erscheint. Die Bundesanstalt verlagert daher fälschlicherweise die Prüfungsschritte hinsichtlich der Frage, ob eine konkrete Information im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG vorliegt, in das Tatbestandsmerkmal der Preiserheblichkeit. Diese beiden Prüfungsschritte sind jedoch voneinander zu unterscheiden<sup>188</sup>. Anlass hierzu hat wahrscheinlich die Gesetzesformulierung in § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG gegeben, wonach eine Eignung zur Preiserheblichkeit dann gegeben ist, „wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde“. Dass dieser die Quelle des Gerüchts und die ihm zu Grunde liegenden nachprüfbaren Fakten berücksichtigen wird, ist offensichtlich. Es ist jedoch zu beachten, dass der Gesetzgeber durch die Formulierung in § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG keine zweite „Konkretheitsprüfung“ in das Merkmal der Preiserheblichkeit einbauen wollte, sondern die Formulierung lediglich notwendig war, um nunmehr gesetzlich festzulegen, dass bei der Beurteilung der Preiserheblichkeit auf den neuen Maßstab des verständigen Anlegers abzustellen ist<sup>189</sup>.

#### bb) Werturteile und Prognosen

Soweit Werturteile und Prognosen konkrete Informationen über Umstände darstellen<sup>190</sup>, sind sie nur dann preiserheblich, wenn sie von den zurückliegenden Geschäftsergebnissen oder der Markterwartung abweichen. Hier lässt sich die neue 2-Stufen-Prüfung anwenden, indem die abstrakte Information erst im konkreten Kontext zur Bejahung oder Verneinung der Preiserheblichkeit führt.

#### cc) Absichten und Pläne

Die Preiserheblichkeit von Absichten oder Plänen ist ebenfalls im Rahmen der 2-Stufen-Prüfung vorzunehmen. Hierbei handelt es sich um eine eigenständige Prüfung, welche nicht immer schon dann zu bejahen ist, wenn die Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Umstands zu bejahen ist<sup>191</sup>. Es ist jedoch zu beachten, dass man nur zur Prüfung der Preiserheblichkeit gelangt, wenn zuvor der Plan oder die Absicht als konkrete Information im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG qualifiziert, mithin die Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Ereignisses bejaht wurde, § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG.

---

<sup>188</sup> So auch Koch, DB 2005, 267, 268; Claussen/Florian, AG 2005, 745, 749.

<sup>189</sup> Auch die Begr. RegE lässt keine anderweitigen Schluss zu, BT-Drs. 15/3174, S. 34.

<sup>190</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.1.b)aa).

<sup>191</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.1.b)cc)bbb)(2).

#### dd) Mehrstufige Entscheidungsprozesse

Im Fall von mehrstufigen Entscheidungsprozessen ist zu fragen, ob das zukünftige Ereignis einen Kauf- oder Verkaufsanreiz auslöst. Da die einzelnen Schritte des mehrstufigen Entscheidungsprozesses letztlich Handlungen in der Planungsphase des hierdurch zu erreichenden Ziels darstellen<sup>192</sup>, kann auf die vorstehenden Ausführungen zu Absichten und Plänen verwiesen werden.

#### 5. Negativabgrenzung, § 13 Abs. 2 WpHG

Hinsichtlich der Negativabgrenzung des § 13 Abs. 2 WpHG hat sich durch die MMR und das AnSVG keine Änderung in Wortlaut und Auslegung ergeben<sup>193</sup>. Analysen und Bewertungen, die ausschließlich auf Grund von öffentlich bekannten Informationen gewonnen wurden, sind daher nach wie vor keine Insiderinformationen.

#### 6. Ergebnis

Der Tatbestand des § 13 WpHG hat durch die MMR und das AnSVG keine Erweiterung erfahren. Unter Berücksichtigung von Richtlinie und Gesetz kann dem Tatbestand im Rahmen der Auslegung der einzelnen Tatbestandsmerkmale die von großen Teilen des Schrifttums prognostizierte Schärfe genommen werden. So füllt das Tatbestandsmerkmal der konkreten Information das ehemalige Tatbestandsmerkmal der Tatsache vollständig aus. Zwar sind Werturteile von § 13 Abs. 1 WpHG erfasst soweit sie preiserheblich sind. Der Inhalt von Werturteilen ist daher – ebenso wenig wie Gerüchte – als Insiderinformationen zu qualifizieren. Im Rahmen der Prüfung der Preiserheblichkeit von Gerüchten, kommt es nicht zu einer zweiten Konkretheitsprüfung. Für die insiderrechtliche Beurteilung von Absichten und Plänen ist nunmehr auf den hinreichend wahrscheinlichen Eintritt des zukünftigen Umstands abzustellen. Hiervon unberührt bleibt die Prüfung der Eignung zur Preiserheblichkeit. Diese ist zu bejahen, wenn bei Zugrundelegung des Maßstabs eines börsenkundigen Anlegers mit mehr als 50%iger Wahrscheinlichkeit anzunehmen ist, dass potentielle Insider die konkrete Information als ausreichenden Anreiz für ein Insidergeschäft erachten würden. Die gleiche Prüfung ist im Rahmen von mehrstufigen Entscheidungsprozessen vorzunehmen.

---

<sup>192</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.1.b)ee).

<sup>193</sup> Erwägungsgrund 31 der MMR, ABIEG Nr. L 96, S. 18; Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 34.

## II. Begriff des Insiders

In den §§ 13, 14 WpHG wird nach der neuen Gesetzeslage nicht mehr zwischen Primär- und Sekundärinsidern unterschieden. Die Tatbestände des Insiderhandelsverbotes knüpfen nunmehr allein an die Innehabung von Insiderinformationen an. Aus welchem Grund oder wie der Insider zu der Insiderinformation gelangt, ist für das Eingreifen der einzelnen Verbotstatbestände unerheblich. Lediglich auf der Rechtsfolgenseite wird zwischen Primär- und Sekundärinsidern differenziert. Die Begriffsabgrenzung ist auch nunmehr in § 38 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG zu finden. Neu in den Kreis der Primärinsider aufgenommen wurde derjenige, der auf Grund der Vorbereitung oder Begehung einer Straftat über die Insiderinformation verfügt<sup>194</sup>.

## III. Insiderinformationen im Rahmen von Unternehmensakquisitionen

Im Folgenden werden die Auswirkungen des neuen Begriffs der Insiderinformation auf den Ablauf und die Durchführung von komplexen Unternehmensakquisitionen<sup>195</sup> analysiert. Es ist dabei zu beachten, dass unternehmensbezogene Sachverhalte mit insiderrechtlichem Kursbeeinflussungspotential selten auf einem einzigen Ereignis beruhen<sup>196</sup>. Diese Zeitraumbezogenheit gilt insbesondere für geschäftliche Vorhaben mit mehrstufigen Entscheidungsprozessen bis zu deren Realisierung es in der Planungs- und Entwicklungsphase häufig noch hausernter Untersuchungen durch Dritte sowie interner Organentscheidungen bedarf<sup>197</sup>.

Um die vielgestaltigen Fallkonstellationen systematisch abzuarbeiten, wird im Folgenden zwischen öffentlichen Erwerbs- und Übernahmeangeboten und dem klassischen Unternehmens- und Beteiligungskauf unterschieden<sup>198</sup>.

---

<sup>194</sup> Vgl. 4. Kapitel, I.2.

<sup>195</sup> Vgl. zum Begriff, Einleitung, Fn. 4.

<sup>196</sup> Z.B. tritt ein kurserheblicher Umsatzrückgang mit entsprechenden Verlusten von Marktanteilen regelmäßig nicht in einem bestimmten Zeitpunkt ein, sondern vollzieht sich etappenweise über einen längeren Zeitraum (Beispiel basierend auf *Kümpel*, WM 1996, 653, 653).

<sup>197</sup> *Kümpel*, WM 1996, 653, 653; *Schander/Lucas*, DB 1997, 2109, 2109.

<sup>198</sup> Zu beachten ist freilich, dass diese Akquisitionsformen in der Praxis auch kumuliert auftreten können. So sind Paketkäufe wohl der typische Fall der Auslösung eines Pflichtangebotes oder der Vorbereitung eines Übernahmeangebots. Zwar findet hierauf mangels *öffentlichen* Angebots das WpÜG keine Anwendung. Jedoch haben Bieter und Zielgesellschaft bei Überschreiten bestimmter Stimmrechtsschwellen die Melde- und Veröffentlichungspflichten nach §§ 20 ff. WpHG zu beachten.

## 1. Öffentliche Erwerbs- und Übernahmeangebote

Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) vom 20. Dezember 2001<sup>199</sup> regelt einen Grenzbereich zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht. Gestalten die §§ 10 ff. WpÜG den rechtlichen Rahmen für den außerbörslichen öffentlichen Wertpapiererwerb, so konkretisieren die §§ 29 ff. WpÜG eine Reihe gesellschaftsrechtlicher Pflichten im Verhältnis von Vorstand und Gesellschaft (§ 33 WpÜG) sowie Mehrheits- und Minderheitsgesellschafter (§§ 31, 32, 35 ff. WpÜG) für den Fall des Wechsels der Kontrollmehrheit in der Hauptversammlung. Unternehmensübernahmen stehen in engem Zusammenhang mit Strukturwandel und Strukturbereinigungen und sind daher für die deutsche Wirtschaft und ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit von großer Bedeutung. Die Anzahl von Gesellschaften, die Ziele von Übernehmern („*Bieter*“) und gleichzeitig börsennotiert sind („*Zielgesellschaften*“), ist in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen<sup>200</sup>. Gemäß § 2 Abs. 1, 4 WpÜG sind Bieter im Sinne des WpÜG natürliche oder juristische Personen, die ein öffentliches Kauf- oder Tauschangebot zum Erwerb von Wertpapieren einer Zielgesellschaft beabsichtigen, abgeben oder zur Abgabe verpflichtet sind<sup>201</sup>. Bieter und Zielgesellschaften haben im Rahmen von öffentlichen Übernahmen sowohl das Übernahmerecht als auch das Insiderrecht zu beachten. Dabei setzt die Regelungskonzeption des WpÜG erst mit der Entscheidung eines Bieters zur Abgabe eines Angebotes an. Die insiderrechtliche Erfassung von Angebotssachverhalten muss jedoch schon zu einem früheren Zeitpunkt eingreifen. Hierbei ist grundsätzlich zwischen freundlichen und feindlichen Übernahmen zu unterscheiden<sup>202</sup>. Im Falle von freundlichen Übernahmen beginnt die insiderrechtliche Erfassung auf Seiten des Bieters im Zeitpunkt erster Überlegungen zur Abgabe eines Angebots oder der Entscheidung über Maßnahmen, die ein Übernahmeangebot erforderlich machen. Der Vorstand der Zielgesellschaft wird i.d.R. vor der Öffentlichkeit informiert und das Verhältnis auf Kooperation angelegt sein. Im Falle feindlicher Übernahmen ändert sich hinsichtlich der Betrachtung der Bieterseite nichts, dagegen erfahren die Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft von den Plänen des Bieters erst mit der Veröffentlichung der Entscheidung i.S.d. § 10 Abs. 1 WpÜG. Die insiderrechtliche Erfassung

---

<sup>199</sup> Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und Unternehmensübernahmen (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)), v. 20.12.2002, BGBl. I 2001, S. 3822, zuletzt geändert durch Art. 71 der Achten Zuständigkeitsanpassungsverordnung, v. 25.11.2003, BGBl. I 2003, S. 2304.

<sup>200</sup> *Vaupel/Uhl*, WM 2003, 2126, 2126.

<sup>201</sup> Rechtsfähige Personengesellschaften sind ebenfalls erfasst, vgl. *Schneider*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, § 2 Rn. 118 („*Redaktionsversehen des Gesetzgebers*“); *Thaeter*, in: Thaeter/Brandi, Teil 2 Rn. 24.

<sup>202</sup> *Thiel*, Semler/Volhard, § 31 Rn. 105 ff.

endet schließlich in allen Fällen mit dem Ablauf der Annahmefrist eines sodann tatsächlich unterbreiteten Angebots<sup>203</sup>.

Eine derartige öffentliche Übernahme dauert im Durchschnitt 3 – 6 Monate<sup>204</sup>. Um diesen Zeitraum übersichtlich darstellen zu können, werden die verschiedenen Angebotsphasen im Rahmen dieser Arbeit im Einzelnen betrachtet. Ferner wird entsprechend § 2 Abs. 1 WpÜG zwischen freiwilligen und gesetzlich angeordneten Angeboten unterschieden. Freiwillig sind alle Angebote, die nicht der gesetzlichen Verpflichtung der §§ 35 ff. WpÜG unterliegen<sup>205</sup>. Vertragliche oder wirtschaftliche Zwänge bleiben bei der Beurteilung außer Betracht<sup>206</sup>. Entscheidend ist allein, ob der Bieter mehr als 30 % der Stimmrechte der Gesellschaft erlangt. Ist dies der Fall, so ist er verpflichtet, ein Vollangebot abzugeben. Dies gilt jedoch nur dann, wenn er die Kontrolle nicht aufgrund eines öffentlichen Übernahmeangebotes erlangt hat. Die in § 35 Abs. 3 WpÜG geregelte Befreiung reflektiert den vom Gesetz angelegten Gleichlauf von Übernahme- und Pflichtangeboten, wonach für beide Angebotstypen grundsätzlich die gleichen Vorschriften gelten<sup>207</sup>. Im Folgenden werden die freiwilligen öffentlichen Angebote aufgrund der für die insiderrechtliche Beurteilung unterschiedlichen Anknüpfungspunkte<sup>208</sup> dennoch getrennt von den Pflichtangeboten abgehandelt.

#### a) Freiwillige Angebote

Im Rahmen von freiwilligen öffentlichen Angeboten ist der Bieter gemäß § 10 Abs. 1 WpÜG verpflichtet, seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots unverzüglich zu veröffentlichen<sup>209</sup>. Durch die Veröffentlichung der Entscheidung, entfällt zwar die Qualifizierung des Umstands der Entscheidung als Insiderinformation („nicht öffentlich“, § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG). Es kann jedoch auch danach immer wieder neue bieter- und zielgesellschaftsbezogene Umstände geben, die für die Finanzinstrumente von Bieter und/oder Zielgesellschaft preiserheblich sind. Im Folgenden wird daher zwischen der Planungsphase, der Vorangebotsphase und der Nachangebotsphase unterschieden.

---

<sup>203</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 135.

<sup>204</sup> Im Falle von nicht öffentlichen Unternehmensakquisitionen sind dagegen auch Zeiträume von 2 Wochen oder mehreren Jahre möglich.

<sup>205</sup> Vgl. Begr. RegE (WpÜG), BT-Drs. 14/7034, S. 34.

<sup>206</sup> Pöttsch, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, § 2 Rn. 11.

<sup>207</sup> Begr. RegE (WpÜG), BT-Drs. 14/7034, S. 30.

<sup>208</sup> Entscheidung zur Abgabe eines Angebots <-> Erlangung der Kontrolle.

<sup>209</sup> Eine Veröffentlichungspflicht angebotsspezifischer Informationen nach § 15 WpHG ist dagegen gemäß § 10 Abs. 6 WpÜG ausgeschlossen.

aa) Planungsphase

Die Planungsphase beginnt mit den ersten Absichten und Plänen des Bieters zur Abgabe eines freiwilligen öffentlichen Angebots und endet mit der konkreten Entscheidung zur Abgabe.

Diese Phase wird vom WpÜG nur ausnahmsweise im Zusammenhang mit der Ermittlung der Gegenleistung des Bieters erfasst, Pläne und Absichten können für sich genommen aber keine Veröffentlichungspflicht aus § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG auslösen<sup>210</sup>.

Wie diese Phase insiderrechtlich zu beurteilen ist, bedarf der differenzierten Betrachtung. Vorab lässt sich bereits sagen, dass es sich grundsätzlich um den Problembereich der mehrstufigen Entscheidungsprozesse handelt. Das bedeutet, dass für die einzelnen Zwischenschritte jeweils auf die Eintrittswahrscheinlichkeit der Akquisition abzustellen ist. Aufgrund der Fülle von denkbaren Fallgestaltungen kann vorliegend nur auf die in der Praxis relevantesten im Einzelnen eingegangen werden.

aaa) Gerüchte

Bloße Gerüchte über freiwillige öffentliche Angebote sind nicht als Insiderinformation zu qualifizieren. Im Rahmen von öffentlichen Erwerbs- und Übernahmeangeboten sind insofern keine Besonderheiten gegenüber der allgemeinen Fallgruppe der Gerüchte zu verzeichnen<sup>211</sup>.

bbb) Absichten und Pläne zur Abgabe eines Angebots

Die Entscheidung zur Abgabe eines Übernahme-/Pflichtangebotes stellt eine Insiderinformation dar und ist gemäß § 10 Abs. 1 WpÜG unverzüglich zu veröffentlichen<sup>212</sup>. Fraglich ist, ob der Plan bzw. die Absicht, ein solches Angebot abzugeben – etwa aufgrund eines ersten Vorstandsbeschlusses – eine Insiderinformation darstellt. Die insiderrechtliche Einordnung dieser Fallgruppe bedarf der Betrachtung der einzelnen Tatbestandsmerkmale des § 13 Abs. 1 WpHG.

(1) Konkrete Information über Umstände

Nach alter Rechtslage war der Plan zur Abgabe eines öffentlichen Angebots zwar nicht notwendigerweise eine ad-hoc-pflichtige Tatsache, jedoch – im Falle seiner Kurserheblichkeit

---

<sup>210</sup> Assmann, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, § 10 Rn. 3; ders., ZGR 2002, 697, 700 ff.; Thaeter, in: Thaeter/Brandt, Teil 2 Rn. 49.

<sup>211</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.1.b)bb).

<sup>212</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.bb)aaa). Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität ist diesbezüglich gemäß § 10 Abs. 6 WpÜG suspendiert. Anders sieht es jedoch für darüber hinausgehende Eckdaten des Angebots aus. Diese unterfallen nach ganz h.M. wiederum der insiderrechtlichen Ad-hoc-Publizität, vgl. Assmann, in: Assmann/Schneider, § 15 Rn. 74 m.w.N.

– eine Insider Tatsache im Sinne des § 13 Abs. 1 WpHG a.F.<sup>213</sup>. Es stellte sich daher insbesondere die Frage, in welcher Phase das kursensible Stadium erreicht war, das aus insiderrechtlicher Sicht der endgültigen Realisierung des Vorhabens gleich gesetzt werden konnte<sup>214</sup>.

Nach der im allgemeinen Teil gefundenen Definition lassen sich Absichten (mit Drittbezug) und Pläne nach neuer Rechtslage als konkrete Information über Umstände im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 1, 3 WpHG subsumieren, soweit der zukünftige Umstand hinreichend wahrscheinlich ist<sup>215</sup>. Übertragen auf das Übernahmerecht bedeutet dies, dass Pläne und Absichten zur Abgabe eines öffentlichen Angebots dann als Insiderinformation zu qualifizieren sind, wenn die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots hinreichend wahrscheinlich ist. Hierzu lässt sich keine allgemeine Aussage treffen, jedoch wird dieser Zeitpunkt in der Regel erreicht sein, wenn die Entscheidung zur Abgabe des Angebots unmittelbar bevorsteht bzw. die Planungen insgesamt nur einen verhältnismäßig kurzen Zeitraum umfassen. Denn ist die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots einmal gefallen und veröffentlicht, setzt sie einen Automatismus in Gang und kann grundsätzlich nicht mehr zurückgenommen werden<sup>216</sup>. Zu fordern ist also, dass sich der Plan oder die Absicht zur Abgabe eines öffentlichen Angebots dermaßen verdichtet haben, dass gerade auch unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten ein Abrücken hiervon nicht mehr ernstlich in Betracht kommt<sup>217</sup>. Die Eintrittswahrscheinlichkeit nimmt hingegen ab, je weiter die Planungen in die Zukunft gerichtet sind. Die interne Initiativentscheidung, mit einer potentiellen Zielgesellschaft erste Vorgespräche aufzunehmen, ist daher grundsätzlich noch keine Insiderinformation. Desgleichen gilt für die bloße Beauftragung externer Berater, da es sich hierbei noch um bloße Vorbereitungsmaßnahmen handelt<sup>218</sup>. Je näher die Verwirklichung des Plans rückt, desto eher ist jedoch das Vorliegen einer hinreichend konkreten Information anzunehmen, welche einen Schluss auf die möglichen Preisauswirkungen zulässt. Fraglich ist sodann, ob dieser Information die Eignung zur Beeinflussung des Börsen- oder Marktpreises gegeben ist.

---

<sup>213</sup> *Assmann/Cramer*, in: *Assmann/Schneider*, 3. Auflage, § 14 Rn. 81.

<sup>214</sup> *Caspari*, in: *Baetge*, 65, 69, 71; *Kiem/Kotthoff*, DB 1995, 1999, 2002 ff.

<sup>215</sup> Innere Absichten ohne Drittbezug sind dagegen mangels Informationseigenschaft schon nicht tatbestandsmäßig, vgl. 2. Kapitel, I.1.a)aa)bbb)(2).

<sup>216</sup> *Thaeter*, in: *Thaeter/Brandi*, Teil 2 Rn. 65. Eine Ausnahme ist zu machen, soweit die Gesellschafterversammlung ihre Zustimmung nach § 10 Abs. 1 Satz 2 WpÜG nicht erteilt und der Vorbehalt bei der Veröffentlichung der Entscheidung ausdrücklich aufgenommen wurde.

<sup>217</sup> So schon zur Frage, ab wann eine Entscheidung im Sinne des § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG vorliegt, *Liebscher*, ZIP 2002, 853, 860.

<sup>218</sup> Ebenso Emittentenleitfaden 2005, IV.2.2.14.



(2) Eignung zur Beeinflussung des Börsen- oder Marktpreises

Den im allgemeinen Teil erarbeiteten Maßstab zu Grunde legend ist die Preiserheblichkeit der Absicht oder des Plans zur Abgabe eines öffentlichen Erwerbs- oder Übernahmeangebots gegeben, wenn die Kenntnis des Plans in Bezug auf das zukünftige öffentliche Angebot geeignet ist, die übliche Volatilität des jeweiligen Insiderpapiers derart zu übersteigen, dass das Geschäft für den potentiellen Insider lohnend erscheint, also einen ausreichenden Anreiz bietet. Abzustellen ist dabei auf die Sicht eines börsenkundigen und -informierten Anleger und die konkreten Umstände des jeweiligen Einzelfalls. Daher entzieht sich im Falle von öffentlichen Angeboten auch die Prognose der Preiserheblichkeit einer verallgemeinernden Betrachtung und bedarf der Berücksichtigung der jeweiligen Gesellschaft und des jeweiligen konkreten Angebots.

(3) Nicht öffentlich

Die potentielle Insiderinformation darf ferner noch nicht öffentlich bekannt sein. Der Gesetzgeber hat sich dazu entschieden, dass der Entschluss zur Abgabe eines öffentlichen Erwerbs- oder Übernahmeangebotes von so großer Bedeutung ist, dass die Öffentlichkeit frühzeitig informiert werden muss, um das Ausnutzen von Spezialwissen zu verhindern<sup>219</sup>. Die Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebotes ist demnach gemäß § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG unverzüglich zu veröffentlichen. Die Absicht oder der Plan zur Abgabe eines öffentlichen Erwerbs- oder Übernahmeangebots sind von § 10 Abs. 1 WpÜG freilich noch nicht erfasst, so dass hier der Anwendungsbereich des Insiderrechts eröffnet ist. Darüber hinaus sind anderweitige Konstellationen denkbar, in denen trotz der Veröffentlichungspflicht des WpÜG bei öffentlichen Übernahmen Raum für die Anwendung insiderrechtlicher Vorschriften bleibt. So kann etwa ein potentieller Bieter zunächst eine Beteiligung an der potentiellen Zielgesellschaft durch nicht-öffentliche Angebote, also etwa Börsenkäufe oder Paketerwerbe, auf- oder ausbauen<sup>220</sup>, ohne bereits die feste Entscheidung getroffen zu haben, ein Übernahmeangebot abzugeben<sup>221</sup>. Des Weiteren kann ein Bieter seine Entscheidung zur Abgabe eines solchen Angebots davon abhängig machen, zunächst die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erwerben. Hat er 30% oder mehr der Stimmrechte erlangt, so ist er

---

<sup>219</sup> Begr. RegE (WpÜG), BT-Drs. 14/7034, S. 39.

<sup>220</sup> Dabei hat der Bieter die Schwellenwerte des § 21 Abs. 1 WpHG zu beachten. Unterlässt er die entsprechende Mitteilung und Veröffentlichung nach §§ 21 ff. WpHG bei Erreichen oder Überschreiten der Schwellenwerte, kann dies seinerseits eine Insiderinformation darstellen mit der Folge, dass der Zuerwerb weiterer Aktien durch den Bieter gegen das Insiderhandelsverbot verstößt. Vgl. Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 46; Krause/Pöttsch, in: Assmann/Schneider/Pöttsch, § 35 Rn. 243; Hopt, ZGR 2002, 333, 351.

<sup>221</sup> Vaupel/Uhl, WM 2003, 2126, 2127; Hopt, ZGR 2002, 333, 356.

ohnehin nicht mehr zur Veröffentlichung seiner Entscheidung gemäß § 10 Abs. 1 WpÜG verpflichtet, sondern muss den Umstand der Kontrollerlangung und die Höhe des erlangten Stimmrechtanteils unverzüglich gemäß § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG veröffentlichen.

#### (4) Ergebnis

Absichten und Pläne zur Abgabe eines öffentlichen Angebots sind grundsätzlich erst dann als Insiderinformation zu qualifizieren, wenn aus Sicht des börsenkundigen Anlegers eine hohe Wahrscheinlichkeit für die Abgabe der Entscheidung i.S.d. § 10 Abs. 1 WpÜG besteht und der Kenntnis hiervon die Eignung zur erheblichen Preisbeeinflussung zukommt.

#### ccc) Vertraulichkeitsvereinbarungen

##### (1) Begriff und Funktion

Bei Vertraulichkeitsvereinbarungen handelt es sich um Abreden, in denen sich die Parteien der Akquisition verpflichten, über die zwischen ihnen geführten Verhandlungen und die im Rahmen der Gespräche wechselseitig ausgetauschten Informationen Stillschweigen zu bewahren<sup>222</sup>. Sowohl die Zielgesellschaft als auch der Bieter haben regelmäßig ein Interesse daran, bereits den Umstand der Verhandlungsaufnahme vertraulich zu halten. Auch ein vorzeitiges Bekanntwerden der positiven Unterstützung durch den Vorstand der Zielgesellschaft oder der Veräußerungsabsicht der Aktionäre könnten im Markt Irritationen auslösen<sup>223</sup>. Vertraulichkeitsvereinbarungen werden daher in einer sehr frühen Phase der Planung abgeschlossen. Zumeist handelt es sich um das erste Dokument, das von den Parteien der Akquisition unterschrieben wird. Beratend stehen zu diesem Zeitpunkt meist nur die Investmentbanken oder Unternehmensmakler zur Seite. Rechtliche Bindungswirkungen entfalten Vertraulichkeitsvereinbarungen in Bezug auf die eigentliche Akquisition nicht<sup>224</sup>.

##### (2) Erscheinungsformen

In der Praxis werden Vertraulichkeitsvereinbarungen größtenteils in gesonderten Abreden abgeschlossen. Es ist jedoch auch möglich, diese in den Gesamtrahmen eines sog. Letter of Intent aufzunehmen oder zunächst als alleinigen Regelungspunkt dessen abzuhandeln<sup>225</sup>.

---

<sup>222</sup> Im anglo-amerikanischen Rechtskreis werden solche Vertraulichkeitsvereinbarungen entweder als Confidentiality Agreements oder Statements of Non-Disclosure bezeichnet, *Schlitt*, in: Semler/Volhard, § 6 Rn. 3 ff.

<sup>223</sup> Vgl. *Schlitt*, in: Semler/Volhard, § 6 Rn. 6.

<sup>224</sup> *Hölters*, in: Hölters, Teil I, Rn. 143.

<sup>225</sup> Vgl. hierzu nachstehend III.2.a)bb).

### (3) Insiderinformation

Fraglich ist, ob die Kenntnis vom Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung eine Insiderinformation darstellen kann. Da es sich dabei um Maßnahmen in der Planungsphase der zukünftigen Akquisition handelt, ist auch hier nach neuer Rechtslage maßgeblich zu prüfen, ob die zukünftigen Ereignisse, auf die sie sich beziehen (= die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots), hinreichend wahrscheinlich eintreten werden. Der bloße Umstand des Abschlusses reicht hierzu noch nicht aus. Auch enthält die Vertraulichkeitsvereinbarung selbst noch keine Unternehmensinterna, deren Kenntnis einen Schluss auf die Eintrittswahrscheinlichkeit zulassen könnte. Hinzu kommt, dass bloße Vertraulichkeitsvereinbarungen noch keine rechtlichen Bindungswirkungen haben. Die Kenntnis von der Aufnahme vertraulicher Verhandlungen reicht daher alleine nicht aus, um als eine konkrete Information im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 1, 3 WpHG qualifiziert zu werden<sup>226</sup>.

### (4) Ergebnis

Die Kenntnis von Vertraulichkeitsvereinbarungen stellt keine Insiderinformation dar.

### ddd) Business Combination Agreement

Im Vorfeld von freundlichen Übernahmen schließt der Bieter mit der Zielgesellschaft regelmäßig ein sog. Business Combination Agreement<sup>227</sup>.

### (1) Begriff und Funktion

In einem Business Combination Agreement werden die Eckpunkte des Übernahmeangebots geregelt, insbesondere der Kaufpreis und Bedingungen, die strategischen Absichten des Bieters im Hinblick auf die Zielgesellschaft, etwaige Folgen der Übernahme für die Arbeitnehmer, die Vertretung des Bieters im Aufsichtsrat der Zielgesellschaft und die Verpflichtung der Gesellschaft, das Übernahmeangebot zu unterstützen und Maßnahmen zu unterlassen, die den Erfolg des Angebots gefährden könnten<sup>228</sup>. Darüber hinaus können hierin bereits Informationen über die Akzeptanz des Angebots bei wesentlichen Aktionären sowie

---

<sup>226</sup> I.E. ebenso (jedoch auf das Tatbestandsmerkmal der Preiserheblichkeit abstellend) Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.1.1. und IV.2.2.14.

<sup>227</sup> Auch *Tender Offer Agreement* oder *Merger Agreement* genannt. Der *Letter of Intent* ist dagegen eher ein Instrument des klassischen Unternehmenskaufs und wird daher auch in diesem Zusammenhang erläutert, vgl. 2. Kapitel, III.2.a)bb).

<sup>228</sup> *Bouchon/Müller-Michaels*, in: Hölters, Teil X, Rn. 72.

Muster der zu schließenden Verträge enthalten sein. Wesentliches Merkmal des Business Combination Agreement ist schließlich dessen rechtliche Verbindlichkeit für die Parteien.

## (2) Insiderinformation

### (a) Konkrete Information

Der bloße Umstand des Abschlusses eines Business Combination Agreements, kann regelmäßig noch nicht die hinreichende Wahrscheinlichkeit der Abgabe eines freiwilligen Übernahmeangebotes begründen. Bei Kenntnis des Inhaltes eines Business Combination Agreements, wird jedoch aufgrund der vorgenannten Informationsstruktur regelmäßig eine solche Prognose möglich sein. Betrachtet man beispielsweise den zeitlichen Ablauf des Zusammenschlusses von Daimler und Chrysler<sup>229</sup>, so kommt hinzu, dass die Umsetzung der Akquisition zum Zeitpunkt der Erstellung des Business Combination Agreement auch bereits zeitlich hoch wahrscheinlich war<sup>230</sup>.

### (b) Preiserheblichkeit

Die in einem Business Combination Agreement enthaltenen Informationen werden in der Regel aufgrund deren Potentials zu einem deutlich über der üblichen Volatilität des Insiderpapiers liegenden Kurssprung geeignet sein, um ein Insidergeschäft für den börsenkundigen Anleger als lohnend erscheinen zu lassen. Die Preiserheblichkeit der Kenntnis von einem Business Combination Agreement ist daher ebenfalls zu bejahen. Nimmt man noch einmal das vorgenannte Business Combination Agreement des Zusammenschlusses von Daimler und Chrysler, so werden allein die strategischen Absichten oder die Neuorganisation des Konzerns für sich genommen bereits eine derartige Preiserheblichkeit erreichen. Insoweit ist das Business Combination Agreement mit dem Letter of Intent, bei welchem bilateral oder exklusiv die weitere Vorgehensweise abgestimmt wird, zu vergleichen<sup>231</sup>. Im Zweifel wird das Business Combination Agreement sogar noch weitaus mehr Informationen enthalten, so dass in der Regel eine Insiderinformation vorliegen wird.

---

<sup>229</sup> Nachzulesen unter: <http://www.daimlerchrysler.com/dccom/0-5-7199-49-72441-1-0-0-0-0-0-36-7164-0-0-0-0-0-0-0.html>.

<sup>230</sup> März-April 1998: Ausarbeitung der Einzelheiten des Zusammenschlusses; 23. April – 6. Mai 1998: Aushandeln des Business Combination Agreement; 6. Mai 1998: Unterzeichnung des Fusionsvertrages; 7. Mai 1998: Weltweite Bekanntgabe des Zusammenschlusses.

<sup>231</sup> Vgl. dazu 3. Kapitel, III.2.a)bb).

### (3) Ergebnis

Die Kenntnis vom Inhalt eines Business Combination Agreement ist in aller Regel als Insiderinformation zu qualifizieren. Abzustellen ist jedoch immer auf den konkreten Einzelfall.

### eee) Due Diligence

Im Vorfeld einer Unternehmensübernahme, aber auch bei sonstigen (nicht öffentlichen) Unternehmensakquisitionen, wird der Bieter bzw. Käufer eine Due Diligence durchführen, um eine ausreichende Informationsbasis für seine Entscheidung zu erhalten.

### (1) Begriff und Funktion

Der Begriff Due Diligence ist die Verkürzung des aus dem U.S. amerikanischen Recht herrührenden Begriffs „*Due Diligence Investigation*“<sup>232</sup>. Wörtlich übersetzt bedeutet Due Diligence schlicht „*erforderliche Sorgfalt*“<sup>233</sup> und beschreibt damit einen mit § 276 Abs. 2 BGB vergleichbaren Sorgfaltsmaßstab. Mit dem Begriff Due Diligence wird die einer Unternehmensakquisition vorgeschaltete<sup>234</sup>, ordnungsgemäße Überprüfung des Unternehmens durch den Bieter und dessen externe Berater bezeichnet<sup>235</sup>. Dieses Verfahren ist in Deutschland nicht gesetzlich geregelt, in der Praxis jedoch nahezu standardisiert und inzwischen allgemein anerkannt<sup>236</sup>. Die heute im M&A-Geschäft maßgebliche Bedeutung geht auf den sog. „*caveat emptor*“-Grundsatz zurück. Anders als im deutschen kaufrechtlichen Gewährleistungsrecht im Sinne der §§ 434 ff. BGB trägt danach nicht der Verkäufer, sondern der Käufer das Mängelrisiko und ist demnach verpflichtet, den Kaufgegenstand zu untersuchen<sup>237</sup>. Den Vorstand des Bieters trifft jedoch nach dem jüngst durch das UMAG geänderten deutschen Aktienrecht die Pflicht, eine unternehmerische

---

<sup>232</sup> Merkt, Rn. 502, 854; *ders.*, in: BB 1995, 1041 ff.; Picot, Hdb M&A, 269 f.

<sup>233</sup> Dietl/Lorenz, 106.

<sup>234</sup> In der Praxis sind im Rahmen von Unternehmenskäufen auch nachgeschaltete Due Diligence-Prüfungen anzutreffen. Etwa dann, wenn ein Teil des Kaufpreises zunächst auf einem Ander-Konto hinterlegt worden ist und dessen Auszahlung davon abhängig gemacht worden ist, dass die nachträglich Due Diligence keine (näher bezeichneten) Mängel hervorbringt.

<sup>235</sup> Merkt, WiB 1996, 145, 147. Die Überprüfung kann strategische (Commercial Due Diligence), finanzielle (Financial Due Diligence), rechtliche (Legal Due Diligence), steuerliche (Tax Due Diligence), die Unternehmensleitung betreffende (Human Resources Due Diligence), die Versicherungsverhältnisse betreffende (Insurance Due Diligence) sowie den Schutz der Umwelt betreffende (Environmental Due Diligence) Aspekte erfassen, vgl. Holzapfel/Pöllath, Rn. 13.

<sup>236</sup> Hüffer, § 93 Rn. 8; Wiesner, in: MünchK-AktG, § 19 Rn. 22; Hopt, GroßK-AktG, § 93 Rn. 213; von Bülow, in: KölnK-WpÜG, § 35 Rn. 174; Holzapfel/Pöllath, Rn. 12; Klein-Blenkers, NZG 2006, 245, 251; Zumbansen/Lachner, BB 2006, 613, 614; Fromm-Russenschuck/Banerjea, BB 2004, 2425, 2425; Körber, NZG 2002, 263, 269; Fleischer, ZIP 2002, 651 f.; Stoffels, ZHR 165 (2001), 362, 375; Müller, NJW 2000, 3452, 3454; Ziemons, AG 1999, 492, 497; Merkt, WiB 1996, 145, 148.

<sup>237</sup> Merkt, Rn. 502, 854; Angersbach, 24.

Entscheidung u.a. auf der Grundlage angemessener Information zu treffen, § 93 Abs. 1, Satz 2 AktG (sog. business judgement rule). Die Durchführung einer Due Diligence ist daher gewissermaßen eine notwendige Voraussetzung für die unternehmerische Entscheidung, so dass der Vorstand in der Regel zu deren Durchführung verpflichtet ist<sup>238</sup>.

Als Funktion der Due Diligence ist neben der Evaluierung der Risiken insbesondere die Ermittlung der wertbeeinflussenden Faktoren der Zielgesellschaft zu nennen. Hierdurch kann der Bieter überprüfen, ob die Zielgesellschaft tatsächlich seinen strategischen Erwartungen entspricht und zum Erwerb geeignet ist<sup>239</sup>. Das Instrument der Due Diligence dient somit originär der Informationsbeschaffung und -verifizierung. Die gewonnenen Informationen dienen der Bestimmung des Kaufpreises, der Festlegung eines vertraglichen Gewährleistungsregimes (Beschaffensvereinbarungen und Garantien), der Dokumentierung des Ist-Zustands der Zielgesellschaft und nicht zuletzt der Beweissicherung des Informationsflusses im Vorfeld des öffentlichen Angebotes<sup>240</sup>.

Bei öffentlichen Übernahmesachverhalten kann eine Due Diligence denklogisch nur dann in Betracht kommen, wenn die Zielgesellschaft das Angebot unterstützt, es sich also um eine sog. freundliche Übernahme handelt. Über die Zulassung der Due Diligence entscheidet der Vorstand der Zielgesellschaft im Rahmen der Geschäftsleitungskompetenz nach seinem pflichtgemäßen unternehmerischen Ermessen<sup>241</sup>. Er muss grundsätzlich im Interesse der Zielgesellschaft handeln, § 3 Abs. 3 WpÜG. Bei seiner Entscheidung zur Zulassung einer Due Diligence hat der Vorstand das Interesse der Gesellschaft an einer Übernahme durch den Bieter gegenüber ihren Geheimhaltungsinteressen abzuwägen. Voraussetzung für eine Weitergabe von Insiderinformationen ist es dabei, dass das Interesse an der Weitergabe das Interesse an der Geheimhaltung überwiegt<sup>242</sup>. Eine Veröffentlichungspflicht nach § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG wird durch eine Due Diligence noch nicht ausgelöst<sup>243</sup>. Das gesamte Vorhaben

---

<sup>238</sup> Zur alten Rechtslage *Hemeling*, ZHR 169 (2005), 274, 277; *Stoffels*, ZHR 165 (2001), 362, 362; *Werner*, ZIP 2000, 989, 990, 996; *Kieth*, NZG 1999, 976, 982.

<sup>239</sup> So ist etwa die Eingliederung des Unternehmens (-teils) in die eigene Unternehmensstruktur zu beurteilen, also mögliche Synergiepotentiale oder drohende Reibungsverluste zu erkunden.

<sup>240</sup> *Schlitt*, in: *Semler/Volhard*, § 6 Rn. 4; *Klein-Blenkers*, NZG 2006, 245, 251; *Zumbansen/Lachner*, BB 2006, 613, 618; *Merkt*, Rn. 497; *ders.*, WiB 1996, 145, 147; *Kieth*, NZG 1999, 976, 977 f.; *Körber*, NZG 2002, 263, 264.

<sup>241</sup> *Hopt*, in: *GroßK-AktG*, § 93 Rn. 213; *Hüffer*, § 93 Rn. 8; *Brandi*, in: *Thaeter/Brandi*, Teil 1 Rn. 23; *Zumbansen/Lachner*, BB 2006, 613, 614 ff.; *Körber*, NZG 2002, 263, 269; *Müller*, NJW 2000, 3452, 3453 f.; *Roschmann/Frey*, AG 1996, 449, 451.

<sup>242</sup> *Wiesner*, in: *MünchK-AktG*, § 19 Rn. 22; *von Bülow*, KölnK-WpÜG, § 35 Rn. 174; *Zumbansen/Lachner*, BB 2006, 613, 617 ff.; *Körber*, NZG 2002, 263, 269 f.; *Müller*, NJW 2000, 3452, 3453.

<sup>243</sup> *Thaeter*, in: *Thaeter/Brandi*, Teil 2, Rn. 49; *Geibel*, in: *Geibel/Süßmann*, § 10 WpÜG Rn. 7.

ist daher zu diesem Zeitpunkt noch nicht öffentlich, so dass sich die Frage aufdrängt, ob diese Vorbereitungshandlungen bereits insiderrechtlich relevant sind.

## (2) Insiderinformation

### (a) Konkrete Information

Die bloße Kenntnis des Umstands, dass eine Due Diligence durchgeführt wird, stellt noch keine konkrete Information i.S.d. § 13 Abs. 1 Satz 1, 3 WpHG dar<sup>244</sup>. Die Durchführung einer Due Diligence lässt grundsätzlich keinen hinreichend wahrscheinlichen Schluss auf den positiven Abschluss einer potentiellen zukünftigen Unternehmensakquisition zu. Zu diesem Zeitpunkt können noch zahlreiche Hindernisse (sog. deal-breaker) auftreten, so dass die Eintrittswahrscheinlichkeit nicht gegeben ist. Sinn und Zweck der Due Diligence ist es ja gerade, die Chancen und Risiken der zukünftigen Transaktion zunächst einmal auszuloten.

Weitergehend ist jedoch zu fragen, ob bei Kenntnis der vertraulichen Informationen aus der Due Diligence selbst die Prognose der Eintrittswahrscheinlichkeit bejaht werden kann. Sinn und Zweck einer Due Diligence ist es nach dem vorstehend unter Ziffer (1) Ausgeführten, dass der Bieter konkrete Informationen über nicht öffentliche Umstände erlangt. In Übernahmesituationen werden dem Bieter daher in abgeschlossenen Datenräumen und unter Verwendung von Vertraulichkeitsvereinbarungen detaillierte und vertrauliche Informationen offenbart<sup>245</sup>. Wären die Informationen nicht aussagekräftig, so würden sie dem Bieter keine Hilfestellung bieten, das Risiko seines Investments abschätzen zu können. Zu beachten ist jedoch weiter, dass es häufig abgestufte Due Diligence-Prüfungen gibt. Um die Interessen der Zielgesellschaft bei der Durchführung der Due Diligence zu wahren, ist es regelmäßig geboten, Informationen nur in einem gestuften Prozess, jeweils abhängig von den bei der Verhandlung der Akquisition erzielten Fortschritten und den Aussichten auf deren Zustandekommen, zur Verfügung zu stellen<sup>246</sup>. So wird in einem Auktionsverfahren regelmäßig zunächst eine eher oberflächliche Due Diligence mit allen Bietern durchgeführt. Nach dem Ausscheiden der Konkurrenten wird mit den verbleibenden zwei bis drei Bietern sodann eine sog. Confidentiality-Due Diligence durchgeführt, in welcher ein tieferer Einblick in die Unternehmensdaten ermöglicht wird. Eine derartige Vorgehensweise ist aus Sicht des Aktienrechtes zulässig, da sie vom unternehmerischen Ermessen des Vorstandes umfasst

---

<sup>244</sup> **a.A.** Cahn, Der Konzern 2005, 5, 10.

<sup>245</sup> Ziegler, DStR 2000, 249 ff. (zur GmbH).

<sup>246</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 13 Rn. 29; Mertens, AG 1997, 541, 546 f.; Kieth, NZG 1999, 976, 979; Körber, NZG 2002, 263, 270; Fleischer, ZIP 2002, 651, 652; von Bülow, in: KölnK-WpÜG, § 35 Rn. 175.

ist<sup>247</sup>. Ob die aus einer Due Diligence gewonnenen Informationen das Zustandekommen der Akquisition hinreichend wahrscheinlich erscheinen lassen, ist demzufolge eine Frage des Einzelfalles, welche nach vorliegend vertretener Ansicht aus der Sicht eines börsenkundigen Anlegers zu beurteilen ist. Auf Grund der vorstehend dargestellten gestuften Informationsweitergabe wird deren Preiserheblichkeit am Anfang eher zu verneinen sein. Mit fortschreitendem Ablauf der Akquisition wird sich die Wahrscheinlichkeit jedoch erhöhen.

#### (b) Preiserheblichkeit

Ist nach dem Vorstehenden die Eintrittswahrscheinlichkeit und damit das Vorliegen einer konkreten Information zu bejahen, so wird diese in der Regel auch über die Eignung zur Preiserheblichkeit verfügen. Nach der sog. Market for Lemmons - Theorie wird der Kaufpreis umso geringer ausfallen, je weniger Informationen der Käufer über den Kaufgegenstand hat<sup>248</sup>. Auch der Verkäufer oder bei Übernahmesachverhalten auch die Zielgesellschaft haben demzufolge ein Interesse daran, dem Käufer so viele Informationen wie möglich zu geben, um einen guten Preis zu erzielen. Auch dem Bieter wird es gerade auf die preisrelevanten Informationen ankommen, so dass es nahe liegend ist, dass das bei einer Due Diligence offen gelegte Datenmaterial preiserhebliche Informationen im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG enthält<sup>249</sup>.

Ergänzend ist darauf hinzuweisen, dass sich der Bieter über den wesentlichen Inhalt des Angebotes und der Angebotsunterlage aus faktischen Gründen spätestens am Ende der Planungsphase im Klaren sein muss. Die wesentlichen Eckdaten des Angebots müssen zu diesem Zeitpunkt feststehen, da ein Erstellen der Angebotsunterlage und das Einholen einer Finanzierungsbestätigung gemäß § 13 WpÜG in der vorgegebenen Zeitspanne ansonsten kaum möglich sein wird<sup>250</sup>. Diese wird er aber nur vorlegen können, wenn in der Due Diligence entsprechende wertbildende Angaben gemacht worden sind.

---

<sup>247</sup> Thiel, in: Semler/Volhard, § 31 Rn. 99; Mertens, AG 1997, 541, 547. Vgl. grds. zum Verhalten des Vorstands bei Unternehmensübernahmen, Hopt, in: GroßK-AktG, § 93 Rn. 122 ff.

<sup>248</sup> Akerlof, 488 ff.

<sup>249</sup> Hemeling, ZHR 169 (2005), 274, 283; Liekefett, 166; zur alten Rechtslage Körber, NZG 2002, 263, 267; Stoffels, ZHR 165 (2001), 362, 379 f.; Müller, NJW 2000, 3452, 3456; Süßmann, AG 1999, 162, 169; Kiehte, NZG 1999, 976, 980; Mertens, AG 1997, 541, 541; Schroeder, DB 1997, 2161, 2164; Roschmann/Frey, AG 1996, 449, 454.

<sup>250</sup> Thaeter, in: Thaeter/Brandi, Teil 2 Rn. 66.



### (3) Ergebnis

Die Informationen aus einer Due Diligence können eine Insiderinformation darstellen. Abzustellen ist jedoch auf den konkreten Einzelfall. Bei einer gestuften Vorgehensweise kann mit fortschreitendem Ablauf zunehmend von dem Vorliegen einer Insiderinformation ausgegangen werden.

#### fff) Sonstige Informationen

In der Planungsphase sind noch eine Vielzahl weiterer Umstände denkbar, die den Tatbestand des § 13 WpHG erfüllen können. Eine abschließende Aufzählung ist nicht möglich, jedoch sollen im Folgenden noch einige praxisrelevante Fälle kurz erwähnt werden<sup>251</sup>.

Im Rahmen der Vorbereitung eines Übernahmeangebotes ist es aufgrund der Pflicht zum Vollerwerb aus § 32 WpÜG möglich und sinnvoll, Aktien(paket)käufe zu tätigen, um sich hierdurch einen gewissen – unter Umständen wegen des Anfechtungsrechts aus §§ 243 ff. AktG effektiven – Einfluss auf die Zielgesellschaft zu sichern<sup>252</sup>. Ferner erhöht der Besitz einer Beteiligung zu Beginn des Übernahmeversuchs die Chancen des Erfolgs des Angebotes. Es ist nicht nur die Zahl der zur Überschreitung der Kontrollschwelle erforderlichen hinzu zu erwerbenden Aktien geringer. Der prospektive Bieter unterstreicht zudem durch den Besitz einer Sockelbeteiligung die Ernsthaftigkeit seiner Übernahmeabsicht<sup>253</sup>. Ebenfalls um die Erfolgchancen des öffentlichen Angebots zu erhöhen, ist es ferner möglich und sinnvoll, bestimmte Aktionäre vertraglich zu verpflichten, ein Übernahmeangebot anzunehmen<sup>254</sup>. Ob diese Maßnahmen als Insiderinformationen zu qualifizieren sind, hängt von deren Eignung ab, einen Rückschluss auf das Zustandekommen der Transaktion zuzulassen. Diese ist immer dann zu bejahen, wenn die Maßnahmen den Erfolg der Unternehmensakquisition aus Sicht des börsenkundigen Anlegers als hinreichend wahrscheinlich erscheinen lassen sowie der Information hierüber die Eignung zur Preisbeeinflussung zukommt. Das Erreichen der Kontrollschwelle ist dabei zweifelsohne als Insiderinformation einzustufen<sup>255</sup>. Das Zukaufen von Aktienpaketen kann dagegen nur dann als Insiderinformation eingeordnet werden, wenn aufgrund der Höhe der Beteiligung der Eintritt der Übernahme sehr wahrscheinlich ist<sup>256</sup>. Auf

---

<sup>251</sup> Vgl. weiterführend zu Vorfeldvereinbarungen, *Schlitt*, in: Semler/Volhard, § 6 Rn. 90 ff.

<sup>252</sup> *Liebscher*, ZIP 2001, 853, 855. Vgl. zu den Paketkäufen 3. Kapitel, III.2.b).

<sup>253</sup> *Liebscher*, ZIP 2001, 853, 855.

<sup>254</sup> *Holzappel/Pöllath*, Rn. 254.

<sup>255</sup> *Hommelhoff/Witt*, in: FrankfurterK-WpÜG, § 35 Rn. 112.

<sup>256</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.a)bb).

die Relevanz der einzelnen Beteiligungshöhen wird nachfolgend im Rahmen der Vorangebotsphase eingegangen.

ggg) Ergebnis

Die Absicht oder der Plan zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes kann eine Insiderinformation darstellen, soweit die Verwirklichung (= die Entscheidung zur Abgabe eines solchen Angebots) hinreichend wahrscheinlich ist. Die Kenntnis vom Abschluss eines Business Combination Agreement kann bereits eine Insiderinformation darstellen. Die Kenntnis von dessen Inhalt ist grundsätzlich bereits als Insiderinformation zu qualifizieren. Gleiches gilt für die insiderrechtliche Einordnung der Kenntnis von der Durchführung einer Due Diligence und Informationen aus einer solchen. Besonderer Beachtung bedürfen hier die sog. abgestuften Due Diligence-Prüfungen.

bb) Vorangebotsphase

Die Vorangebotsphase beginnt mit der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots und endet mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage<sup>257</sup>. Fraglich ist, wie diese insiderrechtlich zu beurteilen ist.

aaa) Entscheidung zur Abgabe öffentlichen Angebotes

Bis zur deren Veröffentlichung gemäß § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG, stellt die Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebots eine konkrete Information im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG dar. Voraussetzung ist freilich, dass ein Drittbezug stattgefunden hat, da rein innere Umstände nicht dem Tatbestand der Insiderinformation unterfallen<sup>258</sup>. Im Falle eines Kollegialorganbeschlusses ist dies immer zu bejahen, bei einer einzelnen natürlichen Person bedarf es der Mitteilung an einen Dritten.

Fraglich ist jedoch, ob die Entscheidung preiserheblich ist. Hier ist in zwei Stufen vorzugehen, von denen im Rahmen dieser Arbeit naturgemäß nur die Erste (abstrakte) vorgenommen werden kann<sup>259</sup>. Die Abgabe eines solchen Angebots hat im Falle der Annahme den Erwerb von Anteilen an der Zielgesellschaft zur Folge. Es ist jedoch fraglich, ob bloße Veränderungen in der Aktionärsstruktur geeignet sind, den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen. Der Börsen- oder Marktpreis einer Gesellschaft

---

<sup>257</sup> Assmann, AG 2002, 114, 116.

<sup>258</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.1.a)aa)bbb)(2).

<sup>259</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.4.c)bbb).

spiegelt grundsätzlich den Wert des Unternehmens wieder. Der Unternehmenswert wird wiederum – je nach bewertungstheoretischem Ansatz – von dessen zukünftiger Ertragslage bzw. dem in Zukunft frei entziehbaren Cash Flow bestimmt<sup>260</sup>. An wen die zukünftigen Erträge verteilt werden, hat aber keinen Einfluss auf die Ertragslage des Unternehmens und daher auch nicht auf dessen Wert. Bloße Veränderungen in der Aktionärsstruktur sind daher grundsätzlich nicht geeignet, einen Einfluss auf die zukünftige Ertragslage der Gesellschaft und damit auf den Börsen- oder Marktpreis der Aktie zu haben<sup>261</sup>. Jedoch könnte bei Hinzutreten weiterer Umstände die Eignung zur Preisbeeinflussung zu bejahen sein. In Betracht kommt hier etwa der durch die Beteiligung erworbene Einfluss auf die Gesellschaft. Da die Reichweite des Einflusses maßgeblich von der Höhe der erworbenen Beteiligung abhängt, ist im Folgenden zwischen (1) Beteiligungen von reinen Finanzinvestoren („Finanzbeteiligungen“; < 5 %), (2) wesentlichen Beteiligungen (5 - 29,9 %) <sup>262</sup> und (3) unternehmerischen Beteiligungen strategischer Investoren („Mehrheitsbeteiligungen“; 30 - 100 %) zu unterscheiden<sup>263</sup>.

#### (1) Finanzbeteiligungen

Durch eine Finanzbeteiligung kann der Bieter keinen maßgeblichen Einfluss auf die Zielgesellschaft nehmen. Eine Beteiligung vermittelt nur dann Einfluss auf die Zielgesellschaft, wenn mit ihr gestaltend gearbeitet werden kann. Zwar können nach dem UMAG bereits Aktionäre, deren Anteile lediglich 1% des Grundkapitals oder einen anteiligen Betrag von 100.000 Euro betragen, aktienrechtliche Maßnahmen ergreifen. So können sie etwa die gerichtliche Bestellung von Sonderprüfern beantragen (§§ 142 Abs. 2 Satz 1, 258 Abs. 1 und 2 AktG<sup>264</sup>) oder die Zulassung beantragen, im eigenen Namen Haftungsansprüche der Gesellschaft gegen Organmitglieder geltend zu machen (§ 148 Abs. 1 Satz 1 AktG). Durch derartige Maßnahmen kann jedoch kein wesentlicher Einfluss auf die Gesellschaft genommen werden. Die Veränderung der Aktionärsstruktur durch eine bloße Finanzbeteiligung ist demzufolge im Umkehrschluss nicht preiserheblich<sup>265</sup>.

---

<sup>260</sup> Ertragswertmethode und Discounted-Cash-Flow-Verfahren, vgl. *Mandl/Rabel*, in: Peemöller, 48 ff.

<sup>261</sup> *Vaupel/Uhl*, WM 2003, 2126, 2127; *a.A. Caspari*, ZGR 1994, 530, 539 (ohne Begründung).

<sup>262</sup> Das Wirtschaftsaufsichtsrecht kennt die sog. bedeutenden Beteiligungen, welche ab einem Anteil von mindestens 10% des Kapitals oder der Stimmrechte angenommen werden, vgl. § 1 Abs. 9 KWG.

<sup>263</sup> Vgl. *Hasselbach*, NZG 2004, 1087, 1088 ff.; *Schneider/Singhof*, in: FS Kraft, 585, 600 ff. Diese pauschale Klassifizierung kann jedoch nur als grobe Orientierung dienen. Sie gilt nur für Aktiengesellschaften, bei denen nach dem gesetzlichen Bild die Einflussmöglichkeit zur Beteiligungshöhe proportional ist. Ausnahmen gibt es aber auch hier (z.B. Höchststimmrechte bei nicht-börsennotierten Aktiengesellschaften; satzungsmäßiges Recht eines (-r) Aktionärs/-gruppe, mehrere Aufsichtsratsmitglieder zu entsenden), vgl. *Hölters*, in: Hölters, A.I.2., Rn. 8.

<sup>264</sup> Vgl. dazu *Wilsing/Neumann*, DB 2006, 31 ff.

<sup>265</sup> *Schlitt/Schäfer*, AG 2004, 346, 353 (Fn. 73).

## (2) Wesentliche Beteiligungen

Die BaFin nimmt pauschal die Preiserheblichkeit des Erwerbs oder der Veräußerung von „wesentlichen Beteiligungen“ an, ohne jedoch diesen Begriff näher zu definieren<sup>266</sup>. Nach dem vorliegenden Verständnis einer wesentlichen Beteiligung liegt diese noch unterhalb der Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG, erreicht jedoch mindestens 5%. Die Preiserheblichkeit einer derartigen Beteiligung ist jedenfalls dann anzunehmen, wenn das Aktienpaket mehr darstellt als die Summe der wirtschaftlichen Einzelwerte der zum Paket gehörenden Aktien, wenn also mit diesem Paket ein Einfluss auf das Unternehmen verbunden ist. Dies bedarf der Prüfung im Einzelfall.

Eine 20%ige Beteiligung vermittelt das Recht, die Hauptversammlung einberufen zu lassen oder Gegenstände zur Beschlussfassung auf einer (ohnein stattfindenden) Hauptversammlung bekanntmachen zu lassen, § 122 Abs. 1, 2 AktG. Auf diese Weise können derart beteiligte Aktionäre, je nach Hauptversammlungspräsenz, mit den eigenen Stimmen (eigene) Kandidaten in den Aufsichtsrat der Gesellschaft wählen, § 101 Abs. 1 Satz 1 AktG. Aufgrund der Befugnisse des Aufsichtsrats aus §§ 111, 84 Abs. 1 Satz 1 AktG<sup>267</sup>, kann ein maßgeblich beteiligter Aktionär daher Einfluss auf die Gesellschaft nehmen.

Bei einem Stimmrechtsanteil von 25% können Satzungsänderungen nicht mehr gegen den Willen des Erwerbers durchgeführt werden, so dass dem Erwerb einer derartigen Beteiligung regelmäßig ein Preisbeeinflussungspotential zukommen wird.

Wie bereits vorstehend zu den Finanzbeteiligungen ausgeführt, hängt die Frage des Einflusses aber auch maßgeblich von der Hauptversammlungspräsenz ab. Ist diese – wie gewöhnlich – niedrig, so ist hierzu korrespondierend bei einer Beteiligung von 25% bereits die kontrollierende Mehrheit in der Hauptversammlung zu erreichen. So hat auch der Bundesgerichtshof in einer jüngeren Entscheidung nochmals herausgestellt, dass eine Minderheitsbeteiligung sogar ein Abhängigkeitsverhältnis im Sinne des § 17 Abs. 1 AktG begründen kann, wenn es etwa bei großem Streubesitz und regelmäßig niedriger Hauptversammlungspräsenz möglich ist, über einen längeren Zeitraum Beschlüsse mit einfacher Mehrheit durchzusetzen<sup>268</sup>.

Liegt die Hauptversammlungspräsenz dagegen über 60%, so kann ein Aktionär mit einer wesentlichen Beteiligung (per definitionem < 30%) mit den eigenen Stimmen logischerweise

---

<sup>266</sup> Emittentenleitfaden 2005, IV.2.2.4.

<sup>267</sup> Insbesondere die Wahl von Vorstandsmitgliedern sowie deren Überwachung.

<sup>268</sup> BGH, NZG 2005, 1012, 1013.

keine Mehrheit mehr erreichen. Etwas anderes kann wiederum gelten, wenn gleichzeitig bekannt wird, dass der Aktionär mit einem weiteren wesentlich beteiligten Aktionär verbündet ist und diese beabsichtigen, einheitlich ihre Stimmen abzugeben. Im Ergebnis sind daher die jeweiligen Umstände des Einzelfalls genau zu prüfen, wobei in der Tendenz die Eignung zur Kursbeeinflussung vorliegen dürfte, je höher die erworbene Beteiligung ist.

### (3) Unternehmerische Beteiligungen

Ein strategischer Investor wird ein öffentliches Übernahmeangebot grundsätzlich nur dann abgeben, wenn er davon überzeugt ist, dass das Unternehmen derzeit am Markt unterbewertet ist oder er im Falle seiner Kontrolle einen höheren Wert schaffen kann. So kann beispielsweise ein Konzern durch eine Eingliederung der Zielgesellschaft in seinen Verbund Synergieeffekte<sup>269</sup> realisieren<sup>270</sup>. Ferner können Verlustvorträge oder Barbestände ertragssteigernd eingesetzt oder weitgehende Strukturmaßnahmen durchgeführt werden<sup>271</sup>. Um diese Maßnahmen durchzuführen, muss der Bieter jedoch zunächst die Kontrolle, d.h. mehr als 30% über die Zielgesellschaft erlangen, § 29 Abs. 2 WpÜG. Der Erwerb einer Kontrollmehrheit wird wiederum nur dann möglich sein, wenn der Bieter einen Teil dieser erwarteten Wertsteigerungen den Aktionären der Zielgesellschaft in Form einer Prämie (sog. Paketzuschlag<sup>272</sup>) auf den aktuellen Markt- oder Börsenpreis der Aktie zukommen lässt<sup>273</sup>. Um eine entsprechend große Anzahl von Aktionären der Zielgesellschaft zu einer Annahme des Angebots zu bewegen, ist diese Prämie oft beträchtlich<sup>274</sup>. Der preisbeeinflussende Umstand liegt bei unternehmerischen Beteiligungen folglich in der Erwartung der Marktteilnehmer auf die Zahlung einer Prämie<sup>275</sup>.

---

<sup>269</sup> Unter Synergien versteht man zusätzliche finanzielle Überschüsse durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen, vgl. *Angermayer/Oser*, in: Peemöller, 763 ff.; *Land/Hennings*, AG 2005, 380, 386.

<sup>270</sup> Vgl. „*Der alte Satz, daß ein strategischer Investor einen höheren Preis zahlt, weil er Synergien heben will, gilt wieder*“, FAZ v. 24.12.2005, S. 14. Ferner nennt bspw. auch die Verschmelzungsdokumentation der Allianz Aktiengesellschaft mit der Riunione Adriatica di Sicurita zur Allianz SE, auf Seite 143 u.a. die Erzielung von strategischen und operativen Synergien als wesentliche Gründe für die Verschmelzung.

<sup>271</sup> Weitere Motive für eine Übernahme (oder einen Unternehmenskauf) können sein: Diversifizierung, d.h. Erschließung neuer Geschäftsfelder, Erschließung neuer geographischer Märkte, Erweiterung der Kapazität in einem vorhandenen Geschäftsbereich, Zugang zu neuen Technologie (z.B. durch Patente der Zielgesellschaft) oder Wettbewerbsentlastung (z.B. durch Stilllegung oder Kundenübernahme).

<sup>272</sup> *Wastl*, NZG 2000, 505, 506; *Assmann*, AG 1997, 50, 51.

<sup>273</sup> Die Durchführung der Akquisition in Form eines öffentlichen Übernahmeangebotes hat für den Bieter ferner den Vorteil, dass hierdurch ein rapider Kursanstieg und damit eine Verteuerung der Akquisition vermieden werden. Für den Bieter positiv ist ferner der Überraschungseffekt und der damit einhergehende enorme Zeit- und Entscheidungsdruck, der auf den übrigen Beteiligten lastet. Vgl. *Liebscher*, ZIP 2001, 853, 855.

<sup>274</sup> *Bouchon/Müller-Michaels*, in: Hölter, Teil X, Rn. 55.

<sup>275</sup> Emittentenleitfaden 2005, IV.2.2.14.; *Vaupel*, Finance v. 27.08.2005, S. 90; *Vaupel/Uhl*, WM 2003, 2126, 2127. Als Beispiel aus der Praxis lässt sich der Fall der Degussa Akquisition anführen. Bei dieser wollte die RAG zusätzlich zu ihren 50,1 %, die von Eon gehaltenen 42,86 % sowie zusätzlich 7,04 % in Streubesitz befindliche Anteile an Degussa erwerben: „RAG will zusätzlich noch im Streubesitz befindliche knapp 7 Prozent Degussa-Aktien im Zuge einer Barabfindung einsammeln. Geplant ist ein Stückpreis von 42 Euro, der auf dem

#### (4) Ergebnis

Die Entscheidung zum Erwerb einer Finanzbeteiligung ist mangels Preiserheblichkeit nicht als Insiderinformation zu qualifizieren. Bei wesentlichen Beteiligungen kommt es auf die besonderen Umstände des Einzelfalls an. Maßgebliche Faktoren sind hierbei die jeweilige Höhe der Beteiligung sowie die Präsenz in der Hauptversammlung. Die Entscheidung zur Abgabe eines Übernahme- oder Pflichtangebotes ist dagegen stets als Insiderinformation zu qualifizieren.

Zu beachten ist in diesem Zusammenhang schließlich, dass der Umstand der Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebots nicht mehr als Insiderinformation zu qualifizieren ist, sobald der Bieter seiner Veröffentlichungspflicht nachgekommen ist. Die Veröffentlichung hat gemäß § 10 Abs.1 Satz 1 WpÜG „unverzüglich“ zu erfolgen. Nach ganz überwiegender Auffassung in der übernahmerechtlichen Literatur und Praxis ist der Begriff wie in § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG als kurzer Zeitraum auszulegen und daher als “so schnell wie möglich“ zu verstehen<sup>276</sup>. Für diese Auslegung spricht auch der Zweck der beiden Normen. Hiernach sind preisrelevante Informationen zum Schutz des allgemeinen Kapitalmarktes möglichst schnell mitzuteilen, um mit der Veröffentlichung dem Insiderhandel vorzubeugen<sup>277</sup>.

#### bbb) Eckpunkte des Angebotsinhaltes

In den sich nun anschließenden 38 Tagen<sup>278</sup> hat der Bieter gemäß § 14 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 1 WpÜG eine Angebotsunterlage an die BaFin zu übermitteln und die Aufsichtsbehörde hat diese zu prüfen. Die Angebotsunterlage soll den verkaufenden Aktionären die notwendigen Angaben vermitteln, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können<sup>279</sup>. Gemäß § 11 Abs. 2 WpÜG zählen hierzu u.a. Firma, Sitz und Rechtsform der Zielgesellschaft sowie die Art und die Höhe der für die Wertpapiere der Zielgesellschaft gebotenen Gegenleistung. Aus der Sicht eines börsenkundigen Anlegers würde sich in

---

*Durchschnittskurs der zurückliegenden drei Monate und einer Prämie von 18 Prozent basiert.“* vgl. FAZ, v. 20.12.2005, S. 11.

<sup>276</sup> *Thaeter*, in: *Thaeter/Brandi*, Teil 2 Rn. 43 ff.; *Geibel*, in: *Geibel/Süßmann*, § 10 WpÜG Rn. 32; Bundesaufsichtsamt, Jahresbericht 2000, S. 25; Schreiben des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel vom 08.02.2001. Dem Veröffentlichungspflichtigen bleibt gleichwohl ein Zeitraum belassen, in welchem er das Vorliegen der Voraussetzungen zur Veröffentlichung prüfen und ggf. mit externen Beratern abstimmen kann, vgl. Emittentenleitfaden 2005, IV.6.3. (zur Ad-hoc-Publizität).

<sup>277</sup> Begr. RegE (WpÜG), BT-Drs. 14/7034, S. 39; *Thaeter*, in: *Thaeter/Brandi*, Teil 2 Rn. 43 ff.; *Geibel*, in: *Geibel/Süßmann*, § 10 WpÜG Rn. 3.

<sup>278</sup> Der Bieter hat die Angebotsunterlage innerhalb von vier Wochen an die BaFin zu übermitteln. Diese hat sodann 10 Tage Zeit um das Angebot zu prüfen.

<sup>279</sup> *Bosch/Meyer*, in: *Assmann/Pöttsch/Schneider*, § 11 Rn. 7 ff.

Kenntnis dieser konkreten Informationen ein Insidergeschäft daher ohne Zweifel als lohnend darstellen. Die Eckpunkte des Angebotsinhaltes stellen folglich Insiderinformationen dar. Dies ergibt sich zudem aus einem Umkehrschluss zu § 14 Abs. 2 Satz 1 WpÜG. Hiernach ist die Angebotsunterlage unverzüglich nach der Genehmigung durch die BaFin zu veröffentlichen. Sinn und Zweck der Regelung ist es, dass die Veröffentlichung der Angebotsunterlage in einem geordneten, die informationelle Chancengleichheit des Publikums wahren und zugleich die diffuse Verbreitung von Insiderinformationen verhindernden Verfahren erfolgt<sup>280</sup>. Sie dient damit – wie die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG – der Verhinderung von Insiderhandel. Bedarf es jedoch einer Veröffentlichung, um der Information den Charakter einer Insiderinformation zu nehmen, so stellt sie im Vorfeld der Veröffentlichung unzweifelhaft eine solche dar.

Gemäß § 23 Abs. 1 Satz 1 WpÜG ist der Bieter darüber hinaus verpflichtet, die Anzahl der von ihm gehaltenen Aktien nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage wöchentlich und in der letzten Woche vor Ablauf der Annahmefrist täglich, sowie unverzüglich nach Ablauf der Annahmefrist und unverzüglich nach Ablauf der ggf. weiteren Annahmefrist zu veröffentlichen. Soweit eine solche Veröffentlichung Rückschlüsse auf die Erfolgswahrscheinlichkeit des Angebots zulassen würde, würde auch ihr ein Preisbeeinflussungspotential zukommen. Im Regelfall wird diese jedoch nicht als Insiderinformationen zu qualifizieren sein, da mit der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebots bereits die wesentlichen Informationen in den Kurs der Aktie eingepreist sind<sup>281</sup>.

### ccc) Ergebnis

Die Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Wertpapiererwerbsangebotes zum Erwerb einer Finanzbeteiligung stellt mangels Preiserheblichkeit keine Insiderinformation dar. Diese ist dagegen bei Übernahme- und Pflichtangeboten zu bejahen. Bei wesentlichen Beteiligungen kommt es auf die besonderen Umstände des Einzelfalls an. Die Eckpunkte des Angebotsinhaltes stellen regelmäßig eine Insiderinformationen dar.

---

<sup>280</sup> Assmann, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, § 14 Rn. 28.

<sup>281</sup> Vaupel/Uhl, WM 2003, 2126, 2131.

cc) Angebotsphase

Zwischen der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und dem Ablauf der Annahmefrist liegt die sog. Angebotsphase<sup>282</sup>. Während dieser 4 – 10 Wochen kann es immer wieder zu preiserheblichen Informationen kommen, welche im Falle ihrer Nichtöffentlichkeit Insiderwissen darstellen. Denkbar sind hier etwa Informationen über den aktuellen Wertpapier- und Stimmrechtsbestand sowie dem Bieter zugegangene Annahmeerklärungen. Diese sind gemäß § 23 Abs. 1 Satz 1 Ziff. 1 WpÜG aus Gründen der Transparenz nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage wöchentlich zu veröffentlichen, in der letzten Woche vor Ablauf der Angebotsfrist sogar täglich<sup>283</sup>. Da hierdurch Rückschlüsse auf den weiteren Verlauf und den Erfolg oder Misserfolg des öffentlichen Angebotes möglich sind, stellen die Angaben über die Akzeptanz des Angebots, solange sie noch nicht veröffentlicht sind, Insiderinformationen dar.

Einen weiteren Ansatzpunkt für denkbare Insiderinformationen bieten konkurrierende Angebote im Sinne des § 22 WpÜG. Dies sind Angebote, die während der Annahmefrist von einem Dritten abgegeben werden. Läuft in einem solchen Fall die Annahmefrist für das erste Angebot vor Ablauf der Annahmefrist des konkurrierenden Angebotes ab, so gilt für beide Angebote die Annahmefrist des konkurrierenden Angebotes. Ein solches konkurrierendes Angebot ist unzweifelhaft preiserheblich und führt ggf. sogar zu einer Erhöhung der Gegenleistung des ersten Angebotes<sup>284</sup>. Auch hierin ist demnach eine Insiderinformation zu erkennen.

Schließlich sind in diesem Zusammenhang Informationen über Abwehrmaßnahmen zu nennen<sup>285</sup>. Gemäß § 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG kann der Vorstand der Zielgesellschaft unter bestimmten Voraussetzungen Maßnahmen ergreifen um die Übernahme abzuwehren. So kann der Vorstand etwa gemäß § 33 Abs. 1 Satz 2, 2. Alt. WpÜG nach einem weiteren Interessenten (sog. White Knight) suchen. Ist ein solcher gefunden und ist er gar bereit, ein konkurrierendes Angebot abzugeben, so wird hierdurch die Höhe der für die Wertpapiere der Zielgesellschaft gebotenen Gegenleistung maßgeblich beeinflusst. Das Wissen um solche Abwehrmaßnahmen stellt daher ebenfalls eine preisrelevante Insiderinformation dar.

---

<sup>282</sup> Assmann/Cramer, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 159.

<sup>283</sup> Vgl. Begr. RegE (WpÜG), BT-Drs. 14/7034, S. 50.

<sup>284</sup> Gemäß § 21 Abs. 1 Ziff. 1 WpÜG ist die Erhöhung der Gegenleistung bis zu einem Werktag vor Ablauf der Annahmefrist möglich.

<sup>285</sup> Etwa sog. Giftpillen, d.h. die Ausgabe einer Flut neuer Aktien, die die Übernahme für den Bieter prohibitiv teuer machen können.



dd) Nachangebotsphase

In der Nachangebotsphase, d.h. nach Ablauf der Angebotsfrist, hat der Bieter gemäß § 23 Abs. 1 Satz 1, Ziff. 2 WpÜG wiederum Informationen über den aktuellen tatsächlichen Wertpapier- und Stimmrechtsbestand sowie dem Bieter zugegangene Annahmeerklärungen – diesmal unverzüglich – zu veröffentlichen. Vor der Veröffentlichung stellen diese aufgrund ihrer Preiserheblichkeit wiederum Insiderinformationen dar. Im Falle eines erfolgreichen Übernahmeangebotes werden mit dieser Veröffentlichung zugleich die Angebotsadressaten, die das Angebot nicht angenommen haben, darüber informiert, dass nunmehr die Möglichkeit einer Annahme des Angebotes innerhalb der sog. weiteren Annahmefrist von zwei Wochen gemäß § 16 Abs. 2 WpÜG besteht. Die nach Ablauf der weiteren Annahmefrist gemäß § 23 Abs. 1 Satz 1, Ziff. 3 WpÜG zu veröffentlichen Informationen sind bis zu deren Veröffentlichung wiederum als Insiderinformationen zu qualifizieren.

b) Pflichtangebote

Pflichtangebote sind Angebote, die kraft Gesetzes abgegeben werden müssen, wenn eine Person unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt hat, vgl. §§ 35 Abs. 1, 29 Abs. 2 WpÜG. Bei der Abgabe eines Pflichtangebotes unterliegt der Bieter den gleichen regulatorischen Anforderungen des Übernahmerechtes wie bei einem Übernahmeangebot. §§ 35 Abs. 3, 39 WpÜG ordnen einen Gleichlauf von Übernahme- und Pflichtangeboten an<sup>286</sup>. Übernahmeangebote und Pflichtangebote unterscheiden sich demzufolge im Wesentlichen nur bei der Bestimmung über das „Ob“ des Angebots<sup>287</sup>. Hat sich der Bieter freiwillig entschieden, ein Übernahmeangebot abzugeben, ist das Verfahren dem eines Pflichtangebotes sehr ähnlich. Insbesondere ist jeweils dieselbe Mindestgegenleistung zu bieten und ein Vollangebot abzugeben, §§ 31, 32, 39 WpÜG<sup>288</sup>. Die Ausführungen zu den öffentlichen Übernahmeangeboten gelten daher mit der Maßgabe, dass als Anknüpfungspunkt die Kontrollerlangung an die Stelle der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes tritt, unter Beachtung des Nachstehenden entsprechend.

---

<sup>286</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 14/7034, S. 30.

<sup>287</sup> *Thaeter*, in: *Thaeter/Brandi*, Teil 2 Rn. 8.

<sup>288</sup> Gleichwohl wird es mit Blick auf die möglichen Sanktionsfolgen in der Regel sinnvoller sein ein Übernahmeangebot abzugeben, soweit die Kontrolle nicht schon vorher, sondern im Rahmen des Übernahmeangebots übernommen werden soll. Gemäß § 59 WpÜG verliert der Bieter die Rechte aus den ihm bereits gehörenden Aktien, soweit er seine Verpflichtungen aus den §§ 35 ff. WpÜG nicht erfüllt. Hieraus können sich jedoch, ähnlich wie beim Verstoß gegen die Meldepflichten aus §§ 21 ff. WpHG – hier: § 28 WpHG –, Anfechtungstatbestände für Hauptversammlungsbeschlüsse ergeben. Vgl. *Holzapfel/Pöllath*, Rn. 254, 256, 258.

#### aa) Planungsphase

Die Planungsphase beginnt hier ebenso mit den ersten Absichten und Plänen des Bieters. Diese sind jedoch nicht auf die Abgabe eines freiwilligen Übernahmeangebotes, sondern auf die Abgabe eines Pflichtangebotes bezogen. Die Phase endet demnach auch nicht mit der Entscheidung im Sinne des § 10 Abs. 1 WpÜG, sondern mit dem Eintritt der Kontrollerlangung im Sinne des § 35 Abs. 1 WpÜG. Während dieser Phase wird es zwangsläufig zu Vorerwerben kommen, welche letztlich die Kontrollerlangung bewirken werden. Entschließt sich der (zukünftige) Bieter dazu, kein Übernahmeangebot abzugeben, sondern erst mit Erlangung der Kontrolle ein öffentliches Pflichtangebot abzugeben, so ist die Absicht oder der Plan zur Kontrollerlangung so lange keine Insiderinformation, wie der Eintritt des zukünftigen Ereignisses (der Kontrollerlangung) nicht hinreichend wahrscheinlich ist, § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG. Eine solche hinreichende Wahrscheinlichkeit ist nach dem oben gefundenen Maßstab erst dann erreicht, wenn die Kontrollerlangung unmittelbar bevorsteht bzw. die Planung insgesamt nur einen kurzen Zeitraum umfasst. Die Angabe bestimmter Schwellenwerte ist hier jedoch nicht möglich, da die Fallgestaltungen hinsichtlich des ob und wie der Kontrollerlangung zu vielfältig sind. So kann ein Minderheits-Bieter einerseits die konkrete Möglichkeit eines großen – die Kontrollerlangung ermöglichenden – Paketerwerbs haben und damit bereits eine Insiderinformation bei geringer Beteiligungsquote vorliegen. Andererseits kann die hinreichende Wahrscheinlichkeit in einem solchen Falle zu verneinen sein, wenn Kleinst- und Blockerwerbe sowie eine unübersichtliche Aktionärsstruktur vorliegen.

Die Vorerwerbe selber können demnach im Einzelfall konkrete Informationen über Umstände darstellen. Ab wann diese als Insiderinformationen zu qualifizieren sind, bestimmt sich anhand des Merkmals der Preiserheblichkeit. Diesbezüglich kann auf die Ausführungen zu den freiwilligen Übernahmeangeboten verwiesen werden<sup>289</sup>.

#### bb) Vorangebotsphase

Die Vorangebotsphase beginnt im Rahmen von Pflichtangeboten mit der Kontrollerlangung und endet ebenso wie bei den Erwerbs- und Übernahmeangeboten mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage. Mit der Veröffentlichung des Umstands der Kontrollerlangung gemäß §§ 35 Abs. 2, 14 Abs. 2 Satz 1 WpÜG entfällt dessen Qualifizierung als Insiderinformation. Die Eckpunkte des Angebotsinhaltes sind auch im Rahmen von Pflichtangeboten als

---

<sup>289</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.a)bb)aaa).

Insiderinformationen zu qualifizieren, da § 39 WpÜG, § 11 WpÜG für entsprechend anwendbar erklärt. Insoweit kann auf die Ausführungen zu den Erwerbs- und Übernahmeangeboten verwiesen werden.

#### cc) Angebotsphase

Zwischen der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und dem Ablauf der Annahmefrist liegt auch bei Pflichtangeboten die Angebotsphase. Zu beachten ist jedoch, dass es im Rahmen der Pflichtangebote keine sog. weitere Annahmefrist (Zaunkönigregelung) gibt, da § 39 WpÜG die Regelung des § 16 Abs. 2 WpÜG ausdrücklich ausnimmt. Da bei einem Pflichtangebot der Bieter bereits die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt hat und dies den übrigen Aktionären auch bekannt ist, besteht die – für § 16 Abs. 2 WpÜG vorausgesetzte – besondere Schutzbedürftigkeit der Aktionäre aufgrund des sog. Gefangenendilemmas<sup>290</sup> nicht mehr<sup>291</sup>. Unter Berücksichtigung des Vorgenannten gelten daher die Ausführungen zu den Übernahmeangeboten entsprechend.

#### c) Ergebnis

Die insiderrechtliche Beurteilung von öffentlichen Angeboten nach dem WpÜG bedarf des besonderen Augenmerks. In der Planungsphase können bereits einzelne Zwischenschritte auf dem Weg zur Abgabe eines Übernahmeangebotes oder einer Kontrollerlangung Insiderinformationen darstellen. Auch in den nachfolgenden Phasen können immer wieder insiderrelevante Informationen entstehen. Um den Erfolg solcher Akquisitionen zu garantieren, bedarf daher der gesamte Ablauf derartiger Akquisitionen der ständigen Begleitung von erfahrenen Beratern.

## 2. Sonstige Unternehmensakquisitionen

Neben den öffentlichen Angeboten können auch im Rahmen von nicht öffentlichen Unternehmensakquisitionen insiderrelevante Sachverhalte auftreten. Die übernahmerechtlichen Veröffentlichungspflichten greifen hier nicht, so dass allein die präventive Ad-hoc-Publizitätspflicht des § 15 WpHG die Beteiligten zu einer Veröffentlichung der Akquisition zwingt. Bis zum Zeitpunkt der Veröffentlichung sind die im

---

<sup>290</sup> Es handelt sich hierbei um eine Figur aus der Spiel- und Entscheidungstheorie, die eine Situation beschreibt, in der sich Personen befinden, die ein drohendes Übel gemeinsam abwenden oder eine Entscheidungssituation gemeinsam optimieren können, jedoch mangels Absprache-, Koordinations- und Kooperationsmöglichkeit sich jeweils zu einem geringeren Übel entschließen, um nicht das größtmögliche Übel auf sich zu ziehen. Vgl. hierzu, *Liebscher*, ZIP 2001, 853, 856.

<sup>291</sup> *Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, § 34 Rn. 14; *Seiler*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, § 16 Rn. 30; *Witt*, NZG 2000, 809, 811.

Zusammenhang mit den öffentlichen Angeboten erarbeiteten insiderrechtlichen Grundsätze entsprechend anzuwenden. Aber auch danach können im Rahmen des weiteren Verlaufs der Akquisition immer wieder insiderrechtsrelevante Sachverhalte entstehen. Nachfolgend wird zunächst auf die Grundformen des Unternehmens- und Beteiligungskaufes und sodann auf die besonderen Modelle des Paketkaufes und Blockhandels eingegangen<sup>292</sup>.

#### a) Unternehmens- und Beteiligungskauf

Eine Unternehmensakquisition kann sowohl einen Teil, wie auch das gesamte Unternehmen erfassen<sup>293</sup>. Übertragbar sind dabei die zu einem Unternehmen gehörenden Sachen und Rechte, einschließlich immaterieller Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten (sog. Asset-Deal), und die Beteiligungsanteile am Rechtsträger des Unternehmens (sog. Share-Deal)<sup>294</sup>. Beim Kauf ohne Rechtsträger werden die zum Unternehmen gehörenden Aktiva und Passiva mit den dazu gehörigen Arbeits-, Vertrags- und Rechtsverhältnissen im Kaufvertrag unmittelbar und einzelgegenständlich erfasst und vom Verkäufer als bisherigem Rechtsträger auf den Käufer als neuen Rechtsträger im Wege der Einzelrechtsnachfolge übertragen<sup>295</sup>. Beim Kauf mit Rechtsträger wird vom Gesellschafter selbst unmittelbar rechtsgegenständlich die Beteiligung am Rechtsträger des Unternehmens veräußert und damit einhergehend die vermögens- und herrschaftsrechtliche Teilhabe an dem vom Rechtsträger gehaltenen Unternehmen<sup>296</sup>. Für die insiderrechtliche Betrachtung ist diese Unterscheidung wichtig, da nur beim Share-Deal Insiderpapiere (Aktien) veräußert werden und somit das Insiderhandelsverbot Anwendung findet.

Eine Insiderinformation liegt unzweifelhaft beim rechtsverbindlichen Abschluss des Unternehmenskaufvertrages vor<sup>297</sup>. Wann dagegen im Vorfeld eine Insiderinformation anzunehmen ist, bedarf der Prüfung im Einzelfall. Hierzu kann zunächst auf die zu den öffentlichen Übernahme- und Pflichtangeboten erarbeiteten Ergebnisse verwiesen werden. Auf die abweichenden Besonderheiten der Unternehmensakquisitionen wird nachfolgend im Einzelnen eingegangen.

---

<sup>292</sup> Nicht erläutert werden im Rahmen dieser Arbeit die Modelle des Unternehmenskaufs per Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage unter Ausschluss des Bezugsrechts sowie Maßnahmen nach dem Umwandlungsgesetz.

<sup>293</sup> Rechtsträger des Unternehmens ist die Gesellschaft. Da das Unternehmen als solches nicht rechtsfähig ist und damit nicht als Rechtssubjekt zu qualifizieren ist, sind die in einem Unternehmen verkörperten Rechte, Pflichten, vermögens- und immateriellen Faktoren, dem jeweiligen Inhaber, d.h. einer natürlichen oder juristischen Person oder einer Personengesellschaft zuzuordnen, vgl. *K. Schmidt*, HandelsR, § 4 I 1, 2.

<sup>294</sup> *Semler*, in: *Hölters*, Teil VII, Rn. 5; *Picot*, in: *Picot*, Unternehmenskauf, Teil I, Rn. 26 ff.; *Holzappel/Pöllath*, Rn. 131; *Rödder/Hötzel/Mueller-Thuns*, Teil I, § 1 Rn. 6 ff. Vgl. hierzu die Ausführungen zum sog. Paket- und Blockhandel, nachfolgend b) und c).

<sup>295</sup> *Holzappel/Pöllath*, Rn. 131.

<sup>296</sup> *Semler*, in: *Hölters*, Teil VI, Rn. 5.

<sup>297</sup> *Harbarth*, ZIP 2005, 1898, 1900.

aa) Non Binding Indicative Offer Letter

Im Rahmen der Vorbereitung einer Unternehmensakquisition kann der Käufer ein sog. nicht bindendes indikatives Angebotsschreiben (Non Binding Indicative Offer Letter) abgeben. Ein solches Angebotsschreiben dient dazu, erste Kontakte zu knüpfen und das Interesse am Kauf des Unternehmens anzuzeigen. Zumeist gehen dem erste Vorgespräche voraus und es werden ggf. bereits externe Berater mit der Erstellung des Non Binding Indicative Offer Letter beauftragt. Zusammenfassend lässt sich diese Zeitspanne der Phase der Vertragsanbahnung zuordnen.

Maßgeblich zur Bestimmung des Non Binding Indicative Offer Letter als Insiderinformation ist auch hier die Frage, ob das Angebotsschreiben bereits einen Schluss auf die Eintrittswahrscheinlichkeit zulässt. Das Angebotsschreiben ist jedoch noch derart unverbindlich, dass der börsenkundige Anleger den Eintritt des zukünftigen Erfolges, das heißt, den Abschluss der anvisierten Unternehmensakquisition, noch nicht als hinreichend wahrscheinlich einordnen wird. Ebenso wie die Aufnahme von Vorgesprächen und die Beauftragung von externen Beratern ist das Angebotsschreiben daher im Regelfall als eine Vorbereitungshandlung einzuordnen, welche noch nicht als Insiderinformation zu qualifizieren ist<sup>298</sup>. Nur im Falle von außergewöhnlichen Konstellationen, wie etwa bei einer Unternehmensakquisition von herausragender Bedeutung oder einem engen Marktzuschnitt, kann auch bereits ein Non Binding Indicative Offer Letter den Schluss auf den Eintritt des zukünftigen Ereignisses zulassen<sup>299</sup>.

bb) Letter of Intent (Absichtserklärung)

Im Vorfeld von Unternehmensakquisitionen wird häufig ein sog. Letter of Intent zwischen Erwerber und Veräußerer geschlossen. Bei öffentlichen Übernahmen schließt der Bieter dagegen im Allgemeinen mit der Zielgesellschaft einen Business Combination Agreement<sup>300</sup>. Soweit der Bieter im Vorfeld der öffentlichen Übernahme jedoch eine Sockelbeteiligung im Rahmen eines Paketkaufs erwirbt, gelten die nachstehenden Ausführungen sinngemäß.

---

<sup>298</sup> I.E. ebenso Emittentenleitfaden 2005, IV.2.2.14.; *Harbarth*, ZIP 2005, 1898, 1901.

<sup>299</sup> *Harbarth*, ZIP 2005, 1898, 1901.

<sup>300</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.a)aa)ddd).

### aaa) Begriff und Funktion

Bei einem Letter of Intent handelt es sich typischerweise um eine einseitige Absichtserklärung, die von der anderen Seite gegengezeichnet werden kann<sup>301</sup>. Ob ein Letter of Intent eine Insiderinformation darstellt, bedarf zunächst der genauen Begriffsdefinition. Ein Letter of Intent kann zum einen lediglich geschlossen werden, um wechselseitig die Vertraulichkeit sicherzustellen. Ein Letter of Intent kann zum anderen nach erfolgter Due Diligence zur Regelung des weiteren Vorgehens, etwa bei der Verhandlung über den Kaufpreis, geschlossen werden.

### bbb) Vereinbarung der Vertraulichkeit

Bloße Vertraulichkeitsvereinbarungen stellen mangels hinreichender Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Ereignisses (der Unternehmenstransaktion) keine Insiderinformationen dar<sup>302</sup>.

### ccc) Vereinbarung der weiteren Vorgehensweise

Dagegen ist hinsichtlich eines Letter of Intent, durch den der Rahmen für die weitere Vorgehensweise absteckt wird, danach zu differenzieren, ob es sich um ein Auktionsverfahren mit mehreren Käufern oder um bilaterale Verhandlungen handelt<sup>303</sup>.

Im Falle des Auktionsverfahrens wird häufig mit allen beteiligten Käufern ein Letter of Intent geschlossen. Auch die Eckpunkte der Unternehmensakquisition werden noch sehr abstrakt und generell formuliert sein, so dass der Ausgang des Verfahrens daher zu diesem Zeitpunkt noch völlig ungewiss ist. Mangels hinreichender Eintrittswahrscheinlichkeit fehlt es für die Tatbestandsmäßigkeit dieses Sachverhaltes folglich an der notwendigen Konkretheit der Information<sup>304</sup>.

Anders ist dies im Falle von bilateralen Verhandlungen zu beurteilen, an denen jeweils nur ein Käufer und Verkäufer an den Verhandlungen beteiligt ist. Hierzu sind auch die Fälle zu zählen, in denen einem Verhandlungspartner des Auktionsverfahrens Exklusivität zugestanden wurde<sup>305</sup>. Hier ist in der Regel eine konkrete Information anzunehmen. Es

---

<sup>301</sup> *Semler*, in: Hölters, Teil VII, Rn. 20 m.w.N.

<sup>302</sup> Vgl. 2. Kapitel, III. 1.a)aa)ccc).

<sup>303</sup> *Vaupel*, Finance v. 27.08.2005, S. 90.

<sup>304</sup> So auch Emittentenleitfaden 2005, IV.2.2.14.

<sup>305</sup> Durch die Vereinbarung der Exklusivität verpflichtet sich der Verhandlungspartner, innerhalb einer bestimmten Frist ausschließlich mit dem anderen Verhandlungspartner über die Akquisition zu verhandeln. Vgl.

handelt sich zwar terminologisch nach wie vor um eine bloße Absichtserklärung. Es kommt jedoch im Falle der Exklusivität zu einer vertraglich bindenden Vereinbarung zwischen den Vertragspartnern, sowie der Erklärung über die Abschlussbereitschaft der Parteien<sup>306</sup>. Ferner wird die Absichtserklärung aufgrund der durchgeführten Due Diligence auf Ergebnisse und Umstände gestützt werden, die die Absichtserklärung hinreichend konkretisieren (z.B. Vereinbarung der Eckpunkte des zukünftigen Vertrags sowie die Preisspanne<sup>307</sup>). Aus der Sicht des maßgeblichen börsenkundigen Anlegers ist in dieser Konstellation in aller Regel die hinreichende Wahrscheinlichkeit des Abschlusses des Unternehmenskaufvertrages zu bejahen. Zwar können auch im Folgenden noch unvorhergesehene Umstände die Unternehmensakquisition ausnahmsweise zum Scheitern bringen. In der Regel wird die Unternehmensakquisition jedoch nach einer erfolgreichen Due Diligence und nachfolgendem Letter of Intent zum Abschluss kommen.

Auch die Eignung zur Preiserheblichkeit ist in diesen Fällen zu bejahen, da die übliche Volatilität mit mehr als 50%iger Wahrscheinlichkeit derart überstiegen werden wird, dass hierdurch ein ausreichender Anreiz für den Abschluss eines Insidergeschäftes vorliegt<sup>308</sup>.

#### ddd) Ergebnis

Wird in einem Letter of Intent die bloße Vertraulichkeit der weiteren Vorgehensweise geregelt, stellt dieser keine Insiderinformation dar. Sind jedoch die weitere Vorgehensweise, sowie wesentliche Eckpunkte der Unternehmensakquisition Regelungsgegenstand, so ist regelmäßig eine Insiderinformation zu bejahen.

#### cc) Due Diligence

Eine Due Diligence im Vorfeld eines Unternehmens- oder Beteiligungskaufs ist mit einer solchen im Vorfeld von freundlichen Übernahmesachverhalten zu vergleichen. Insofern gelten die diesbezüglichen Ausführungen entsprechend<sup>309</sup>.

---

*Picot*, in: *Picot, Unternehmenskauf, Teil I*, Rn. 41; *Schlitt*, in: *Semler/Volhard*, § 6 Rn. 76; *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 655 f.

<sup>306</sup> Hier liegt der Unterschied zu einer Punktation („*Memorandum of Understanding*“). In dieser werden umfangreiche Verhandlungen abgeschichtet und Ergebnisse zusammengefasst. Die Punktation entfaltet keine Bindungswirkung. Die in ihr enthaltenen vertraulichen Informationen können gleichwohl, je nach Verhandlungsfortschritt, Insiderinformationen darstellen. Vgl. zur Punktation generell, *Schlitt*, in: *Semler/Volhard*, § 6 Rn. 92 ff.

<sup>307</sup> *Bouchon/Müller-Michaels*, in: *Hölters*, Teil X, Rn. 41.

<sup>308</sup> I.E. ebenso Emittentenleitfaden 2005, III.2.1.1.1.

<sup>309</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.a)aa)eee).

dd) Erwerbsentschluss

Der Entschluss zum Erwerb einer unternehmerischen Beteiligung oder des gesamten Unternehmens ist als Insiderinformation zu qualifizieren. Ist der Erwerb einer wesentlichen Beteiligung angestrebt, kommt es auf die jeweiligen Umstände des Einzelfalls an. Auch diesbezüglich kann auf die Ausführungen zu den Übernahmesachverhalten verwiesen werden<sup>310</sup>.

ee) Ergebnis

Auch im Falle von nicht öffentlichen Unternehmens- und Beteiligungskäufen bedarf es der Analyse des konkreten Einzelfalls. Zusammenfassend lässt sich jedoch folgendes festhalten. Je näher die Parteien dem Vertragsschluss kommen, desto eher lässt sich aufgrund des jeweiligen Umstands auf den Abschluss der Akquisition schließen. Ein NOL stellt in aller Regel noch keine Insiderinformation dar. Das gleiche gilt für den Abschluss eines Letter of Intent im Falle der bloßen Vertraulichkeitsvereinbarung. Wird mit dem Letter of Intent dagegen die weitere Vorgehensweise nach einer Due Diligence abgestimmt, so bedarf es der Differenzierung nach bilateralen Verhandlungen/Exklusivitätsabreden und Auktionsverfahren. Im ersteren Falle ist eine Insiderinformation regelmäßig anzunehmen, im letzteren dagegen nicht. Hinsichtlich der Due Diligence kann auf die Ausführungen zu den öffentlichen Übernahmeangeboten verwiesen werden. Zusammenfassend können folglich nicht nur Vorgänge im späten Verhandlungsstadium, sondern auch bereits vorgelagerte Zwischenschritte Insiderinformationen darstellen.

b) Pakethandel

Als besondere Form des Share-Deals ist der sog. Pakethandel zu nennen. Dieser kommt insbesondere im Rahmen der Vorbereitung eines Übernahmeangebotes in Betracht. Aufgrund der Pflicht zum Vollerwerb aus § 32 WpÜG ist es sinnvoll, im Vorfeld Aktien(paket)käufe zu tätigen, um sich hierdurch einen gewissen Einfluss auf die Zielgesellschaft zu sichern<sup>311</sup>.

aa) Definition

Unter dem Begriff Pakethandel wird die außerbörsliche Veräußerung größerer Beteiligungen (Pakete) verstanden<sup>312</sup>. Häufig wird auch der Begriff „*face-to-face-Geschäfte*“ verwandt. Beim Pakethandel ist eine Menge von Aktien Handelsgegenstand, die für den Erwerb einer

---

<sup>310</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.a)bb)aaa).

<sup>311</sup> Vgl. hierzu 3. Kapitel, III.1.a)aa)fff).

<sup>312</sup> Hölters, in: Hölters, Teil I, Rn. 26; Hammen, WM 2004, 1753, 1755.



strategischen Beteiligung ausreichend ist. Die untere Schwelle wird zum Teil schon bei 5 % gesehen<sup>313</sup>, jedenfalls aber bei 10 %<sup>314</sup>. Für die 5 % Schwelle lässt sich die Vorschrift des § 21 Abs. 1 WpHG ins Feld führen, bei deren Einführung der Gesetzgeber insbesondere den hohen kapitalmäßigen Wert einer solchen Beteiligung bei großen Aktiengesellschaften, die rückläufige Präsenz der Hauptversammlungen sowie die Bekämpfung des Missbrauchs von Insiderinformationen vor Augen hatte<sup>315</sup>. Für die 10 % Schwelle lässt sich anführen, dass das Gesetz in § 1 Abs. 9 KWG ab diesem Beteiligungsanteil selbst von einer „*bedeutenden Beteiligung*“ spricht. Des Weiteren sind bei einem Anteil von 10 % bereits weitgehende Initiativ-, Widerspruchs- und Antragsrechte gegeben<sup>316</sup>.

Eine Festlegung kann für den Bereich des Insiderrechts letztlich dahinstehen. Denn für das Insiderrecht ist entscheidend, dass die Investoren Einfluss auf die Zielgesellschaft nehmen können. Dies ist aber nach allen Ansichten Voraussetzung eines Pakethandels<sup>317</sup>. Charakteristikum des Pakethandels ist zudem, dass der für das Aktienpaket zu zahlende Kaufpreis nicht identisch mit der Summe der Einzelwerte der das Paket bildenden Aktien ist, sondern zumeist darüber liegt (sog. Paketzuschlag)<sup>318</sup>.

#### bb) Insiderinformation

Ob aber das Tatbestandsmerkmal der Insiderinformation erfüllt ist, ist im Lichte der Besonderheiten des Paketerwerbs zu prüfen. Die Frage des Vorliegens einer konkreten Information ist nach allgemeinen Kriterien zu beantworten. Dagegen liegt der preisbeeinflussende Umstand im Falle eines Paketkaufs zum einen in der Erwartung der (Groß-) Aktionäre auf die Zahlung eines Paketzuschlags durch den Käufer. Für den Pakethandel ist diesbezüglich, je nach Ausgestaltung, auf die Ausführungen zu den wesentlichen Beteiligungen (5 % - 29,9 %) bzw. den Übernahme- und Pflichtangeboten (30-100 %) entsprechend zu verweisen<sup>319</sup>. In der Praxis werden jedoch Paketkäufe, die einen Kontrollerwerb i.S.d. § 29 Abs. 2 WpÜG und damit die Abgabe eines Pflichtangebotes zur Folge hätten, zumeist unter die aufschiebende Bedingung des Erfolgs des

---

<sup>313</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 168; Liersch, 33.

<sup>314</sup> Hammen, WM 2004, 1753, 1755.

<sup>315</sup> Begr. RegE (2. FFG), BT-Drs. 12/6679, S. 52.

<sup>316</sup> Vgl. §§ 50, 93 Abs. 4, 120, 147 Abs. 2, 173, 302, 309 AktG.

<sup>317</sup> Assmann/Cramer, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 168; Hammen, WM 2004, 1753, 1755; Schlitt/Schäfer, AG 2004, 346, 347; Liersch, 30.

<sup>318</sup> Assmann, AG 1997, 50, 56; Wastl, NZG 2000, 505, 506; Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1809, 1810.

<sup>319</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.a)bb)aaa).

Übernahmeangebotest gestellt. Dies erfolgt mit dem Ziel, dem Bieter die Abgabe eines, formalrechtlich leichter handhabbaren, freiwilligen Übernahmeangebotest zu ermöglichen.

#### cc) Ergebnis

Die Kenntnis von einem Paketkauf kann je nach dessen Ausgestaltung eine Insiderinformation darstellen. Zu differenzieren ist hierbei nach wesentlichen Beteiligungen und Kontrollerwerben.

#### c) Blockhandel

Unter Blockhandel versteht man den Kauf oder Verkauf von kleineren oder mittleren Beteiligungen zwischen 2 % und 5 - 10 % an der zu Grunde liegenden Aktiengesellschaft<sup>320</sup>. Der Blockhandel ist für den Verkäufer besonders interessant, da er im Rahmen einer Privatplatzierung an institutionelle Investoren unter Einschaltung einer die Akquisition strukturierenden Bank bzw. eines Bankenkonsortiums erfolgt. Die Aktien werden den Investoren dabei typischerweise im Wege des beschleunigten Bookbuildings angeboten, so dass der Verkauf regelmäßig innerhalb eines Tages oder sogar weniger Stunden abgeschlossen ist<sup>321</sup>.

Aufgrund der geringen Beteiligungsgröße gelten für den Blockhandel die Ausführungen hinsichtlich der Wertpapiererwerbsangebote, welche auf eine reine Finanzbeteiligung gerichtet sind, entsprechend<sup>322</sup>. Die Kenntnis hiervon stellt demnach keine Insiderinformation dar.

### 3. Ergebnis

Im Bereich von Unternehmensakquisitionen bedarf es aufgrund deren Zeitraumbezogenheit der genauen Betrachtung der einzelnen Phasen. In der Planungsphase ist maßgeblich auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Umstands abzustellen. In den übrigen Phasen bedarf es der einzelfallbezogenen Prüfung sämtlicher Tatbestandsmerkmale.

## IV. Zusammenfassung

Die von der Literatur konstatierte erheblich weitere Reichweite des Begriffs der Insiderinformation gegenüber dem bisherigen Begriff der Insidertatsache ist im Ergebnis nicht

---

<sup>320</sup> Schlitt/Schäfer, AG 2004, 346, 346; Hammen, WM 2004, 1753, 1755; Liersch, 30 f.

<sup>321</sup> Vgl. zum Ganzen, Schlitt/Schäfer, AG 2004, 346, 346.

<sup>322</sup> Vgl. 3. Kapitel, III.1.a)bb)aaa)(1).

zu bestätigen. Der weite Begriff der Umstände wird durch die zusätzlichen Tatbestandsmerkmale der Konkretheit und Eintrittswahrscheinlichkeit wieder auf das bisherige Maß eingeschränkt. Auch hinsichtlich des Tatbestandsmerkmals des Emittenten- oder Insiderpapierbezugs ist keine Erweiterung eingetreten. Vielmehr wird durch die Ausführungen zur MMR und die Gesetzesbegründung zum AnSVG lediglich die bisherige Auslegung der herrschenden Meinung zu Marktinformationen bestätigt, so dass sowohl der unmittelbare, als auch der mittelbare Emittenten- oder Insiderpapierbezug tatbestandsmäßig sind. Kontur erhält der Tatbestand durch den nunmehr in § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG verankerten Maßstab des (börsenkundigen) verständigen Anlegers. Sowohl im Rahmen der Prognose der Eintrittswahrscheinlichkeit von zukünftigen Umständen, als auch bei der Prognose des Preisbeeinflussungspotentials ist dieser als Maßstab zu Grunde zu legen. Im Rahmen von Unternehmensakquisitionen ist daher insbesondere im Rahmen der Planungsphase neu anzusetzen. Nach neuer Rechtslage ist hier maßgeblich auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Ereignisses, das heißt den Abschluss der Akquisition, abzustellen.

### **Drittes Kapitel: Verbot von Insidergeschäften, § 14 WpHG**

Dem Missbrauch von Insiderinformationen wird durch das in § 14 WpHG normierte Verbot von Insidergeschäften und die Offenlegungspflicht von bedeutenden Beteiligungen gemäß §§ 21 ff. WpHG entgegengetreten<sup>1</sup>. Funktional sind diesem Bereich auch die Ad-hoc-Publizität sowie die Director's Dealings zuzuordnen. Innerhalb dieses Gefüges ist § 14 WpHG der zentrale Verbotstatbestand. Dieser ist in die drei Tathandlungsalternativen des Erwerbs und der Veräußerung von Insiderpapieren, der Weitergabe von Insiderinformationen sowie des Empfehls oder Verleitens zum Insiderhandel gegliedert, § 14 Abs. 1, Ziff. 1 - 3 WpHG. Nachfolgend werden die drei Tathandlungsalternativen im Einzelnen geprüft und jeweils eine allgemeine Definition aufgestellt, anhand derer praxisrelevante Problemfälle untersucht und für deren Regelfall Lösungen erarbeitet werden.

#### **I. Grundlagen der Strafbarkeit**

##### **1. Anwendungsbereich**

Die Anwendbarkeit des § 14 WpHG auf den börslichen Handel mit Wertpapieren war aufgrund des klaren Wortlautes des § 1 Abs. 1 WpHG a.F. unzweifelhaft. Nach alter Rechtslage war jedoch umstritten, ob die Veräußerung bedeutender Beteiligungen, die in Kenntnis von Insidertatsachen erfolgte, auch dann gegen § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG a.F. verstieß, wenn die Akquisition nicht auf einem organisierten Markt, sondern unmittelbar zwischen den Parteien abgewickelt wurde. Vereinzelt wurde vertreten, dass die Insiderregeln im Rahmen solcher Paketgeschäfte nicht gelten sollten<sup>2</sup>. Begründet wurde diese Ansicht mit dem Wortlaut des § 1 Abs. 1 WpHG a.F., welcher den Anwendungsbereich des WpHG auf den „*Handel*“ mit Wertpapieren beschränkte. Der nationale Gesetzgeber habe implizit von der Ermächtigung des Art. 2 Abs. 3 Satz 2 der Insiderrichtlinie Gebrauch gemacht, nach dem die Mitgliedsstaaten eine Ausnahme vom Verbot des Insiderhandels für solche Akquisitionen vorsehen konnten, die ohne Einschaltung eines Berufshändlers außerhalb des Wertpapiermarktes erfolgten. Darüber hinaus seien solche Wertpapiertransaktionen nicht vom Schutzzweck des WpHG erfasst. Ganz überwiegend wurde diese Auffassung jedoch bereits

---

<sup>1</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.407; *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 77 ff.

<sup>2</sup> *Claussen*, ZBB 1992, 267, 282; *Hammen*, WM 2004, 1753, 1759; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1. Auflage, 1995, Rn. 14.185; *Hopt*, ZGR 1991, 17, 44 (einschränkend: nur bei fehlender Bankbeteiligung).

nach alter Rechtslage abgelehnt, so dass das Insiderhandelsverbot mit der herrschenden Meinung auch auf den Paketgeschäfte anzuwenden war<sup>3</sup>.

Durch Art. 9 der MMR ist die vormalig von der Insiderrichtlinie vorgesehene Ausnahme, nach der die Mitgliedsstaaten vom Insiderhandelsverbot für Paketgeschäfte absehen konnten, aufgehoben worden, so dass diese nicht mehr als Argument ins Feld geführt werden kann. Ferner ist das WpHG ausweislich des klaren Wortlauts des § 1 Abs. 1 WpHG auf den „börslichen und außerbörslichen Handel mit Finanzinstrumenten“ anzuwenden. Der vorstehend dargestellte Streit ist daher nach neuer Rechtslage entfallen, das Insiderhandelsverbot somit unzweifelhaft auch auf Paketgeschäfte anwendbar.

## 2. Gefährdungs-/Erfolgdelikt

Der Erwerb und die Veräußerung von Insiderpapieren sowie das Verleiten hierzu stellen abstrakte Gefährdungsdelikte dar<sup>4</sup>. Im Gegensatz zu Erfolgsdelikten verlangt der Tatbestand der abstrakten Gefährdungsdelikte nicht den Eintritt einer Gefahr, sondern beschreibt ein bloßes Tun, das aber deshalb bestraft wird, weil es leicht eine konkrete Gefahr auslösen kann. Die Gefährlichkeit ist hier also nicht Merkmal des Tatbestands, sondern gesetzgeberischer Grund der Strafandrohung<sup>5</sup>. Im Rahmen der Ziffern 1 und 2 des § 14 Abs. 1 WpHG bedarf es also zur Strafbarkeit nicht des Eintritts eines irgendwie gearteten Erfolgs (z.B. Gewinn des Insiders). Ausreichend ist vielmehr die Verwirklichung der tatbestandlichen Handlungsformen.

Anders stellt sich die Situation im Rahmen des Weitergabeverbotes gemäß § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG dar. Hier bedarf es zur Verwirklichung der Verbotsnorm der tatsächlichen Kenntniserlangung durch den Dritten<sup>6</sup>. Da zur Tatbestandsverwirklichung somit ein von der Tathandlung zu trennender Erfolg notwendig ist, stellt § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG ein Erfolgdelikt dar.

---

<sup>3</sup> Assmann/Cramer, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 14 Rn. 28 f.; Assmann, AG 1994, 237, 246; Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1809, 1809; Irmen, in: BuB, Rn. 7/729; implizit auch Begr. RegE (2. FFG), BT-Drs. 12/6679, S. 47.

<sup>4</sup> Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 2.

<sup>5</sup> BGHSt 26, 121, 123; 43, 8, 12; Tröndle/Fischer, Vor § 13 Rn. 13a.

<sup>6</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 69; Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 2, 28; Schäfer, in: Schäfer, § 14 WpHG Rn. 17; Hopt, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rn. 38; Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 10.53; Weisgerber/Jütten, 204; a.A. Lückner, 105.

### 3. Gesetzssystematik

§ 14 Abs. 1 WpHG a.F. enthielt den Verbotstatbestand für Primärinsider und § 14 Abs. 2 WpHG a.F. denjenigen für Sekundärinsider. Während für Sekundärinsider nur ein Verbot des Erwerbs und der Veräußerung von Insiderpapieren unter Ausnutzung einer Insidertatsache galt, waren den Primärinsidern außerdem noch Verhaltensweisen im Vorfeld der eigentlichen Wertpapiertransaktion verboten (§ 14 Abs. 1, Ziff. 2, 3 WpHG a.F.). In § 38 WpHG a.F. waren sodann die strafbewehrten Rechtsfolgen des Insiderhandelsverbotes verankert.

Während nach alter Rechtslage daher für Sekundärinsider nur die Vornahme von Wertpapiergeschäften unter Ausnutzung einer Insidertatsache verboten war, sind ihnen nach dem neuen § 14 Abs. 1, Ziff. 2 und 3 WpHG auch Verhaltensweisen im Vorfeld der eigentlichen Wertpapiertransaktion verboten. Demgemäß findet auf der Tatbestandsebene zwischen Primär- und Sekundärinsidern keine Differenzierung mehr statt. Die in Absatz 1 Ziff. 1 bis 3 aufgeführten Verbote gelten für beide Insidergruppen unterschiedslos<sup>7</sup>. Die Differenzierung ist jedoch nicht gänzlich weggefallen. Sie findet sich nach neuer Rechtslage auf der Rechtsfolgenseite wieder und hat ihre Bedeutung daher nicht vollkommen verloren<sup>8</sup>. Im Übrigen ist § 14 Abs. 1 WpHG auch nach dem AnSVG unverändert in die drei insiderrechtlichen Verbotstatbestände gegliedert: das Verbot des Erwerbs und der Veräußerung von Insiderpapieren (Ziff. 1), das Verbot der unbefugten Weitergabe (Ziff. 2) und das Empfehlungsverbot (Ziff. 3). Letzteres ist um die Alternative des „Verleiten“ erweitert worden. Nachfolgend wird auf die drei Verbotstatbestände im Einzelnen eingegangen. Die Ergebnisse der allgemeinen Betrachtung werden sodann auf die besonderen Sachverhalte der Unternehmensakquisitionen angewendet.

## II. Tathandlungsalternativen

### 1. Erwerbs- und Veräußerungsverbot, § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG

#### a) Erwerb oder Veräußerung

Die Verwirklichung des Tatbestandsmerkmals des Erwerbs oder der Veräußerung von Insiderpapieren kommt durch aktives Tun und durch Unterlassen in Betracht.

---

<sup>7</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 34; *Kuthe*, ZIP 2004, 883, 884; *Ziemons*, NZG 2004, 537, 538.

<sup>8</sup> Vgl. hierzu 4. Kapitel.

aa) Aktives Tun

Die Frage, was unter der Tathandlung des Erwerbs oder der Veräußerung im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG zu verstehen ist, wird sowohl nach alter, als auch nach neuer Rechtslage unterschiedlich beantwortet.

aaa) Nach einer Ansicht bedarf es für die Verwirklichung des Tatbestandsmerkmals einer dinglichen Rechtsänderung<sup>9</sup>. Gegen die Ausdehnung auf bloße obligatorische Erwerbsverpflichtungen spreche der klare Wortlaut des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG und die bei Straftatbeständen gebotene restriktive Auslegung. Da § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG nicht die Termini Kauf oder Verkauf eines Insiderpapiers verwende, liege im Abschluss eines Verpflichtungsgeschäftes noch keine verbotene Insidertransaktion.

bbb) Nach der Gegenansicht ist der Abschluss eines auf die Übertragung des Eigentums an einem Insiderpapier gerichteten Verpflichtungsgeschäftes für die Verwirklichung des Tatbestandsmerkmals ausreichend<sup>10</sup>. Als Begründung wird zum einen angeführt, dass die insiderrechtlichen Bestimmungen des WpHG auf der Insider-Richtlinie und damit auf europäischem Recht basieren würden. Im Rahmen einer richtlinienkonformen Auslegung sei daher zu berücksichtigen, dass die Rechtsordnungen zahlreicher Mitgliedsstaaten die Trennung zwischen einem Verpflichtungs- und Verfügungsgeschäft gar nicht kennen würden. Zum anderen sei die Anknüpfung an das dingliche Geschäft nicht sachgerecht. Hierdurch werde eine Strafbarkeitslücke eröffnet, da Insiderwissen auch ausgenutzt werden könne, wenn der Insider weder Wertpapiereigentum noch Verfügungsmacht über Wertpapiere erlange.

ccc) Stellungnahme

Die erstgenannte Absicht kann im Ergebnis nicht überzeugen. Sinn eines Wertpapiergeschäftes ist es, dass der Käufer Eigentümer der veräußerten Wertpapiere wird und der Verkäufer den Kaufpreis erhält. Durch den Abschluss des Kaufvertrages, d.h. die Auftragserteilung und die Auftragsausführung, wird jedoch bereits sichergestellt, dass der Anleger den Gewinn realisieren kann. Denn nimmt eine Bank, Sparkasse oder Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Auftrag zum Kauf oder Verkauf eines

---

<sup>9</sup> Schäfer, in: Schäfer, § 14 WpHG Rn. 5; *Schlüter*, BörsHR, 162; *Soesters*, 151; *Casper*, WM 1999, 363, 364.

<sup>10</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.1.1.; *Assmann*, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 12; *Kümpel/Veil*, 3. Teil, Rn. 40; *Nack*, in: Müller-Gugenberger/Bieneck, § 69 Rn. 16; *Bergmann/Drees*, StraFo 2005, 364, 367; zur alten Rechtslage OLG Karlsruhe, AG 2004, 512, 513; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 16.159 ff.; *Schwark*, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 7; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 10.48; *Heise*, 135 ff.; *Friedrichsen*, Aktienoptionsprogramme, 249 ff.; *Dietborn*, in: Kessler/Sauter, Rn. 831; *Schneider*, ZIP 1996, 1769, 1774 f.

Wertpapiers an, so bedarf es keiner wesentlichen Zwischenschritte durch den Verkäufer oder Käufer mehr. Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist gemäß § 384 Abs. 1 HGB zur Ausführung verpflichtet<sup>11</sup>. Der zweiten Ansicht ist zuzugeben, dass das Abstraktionsprinzip in Europa wenig verbreitet ist. Die Qualifizierung bereits des Verpflichtungsgeschäftes als tatbestandskonform im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG wird daher dem Anliegen einer gemeinschaftsweiten einheitlichen Auslegung gerecht. Darüber hinaus bedarf es der Beachtung, dass Insiderwissen auch verwendet werden kann, wenn der Anleger weder Wertpapiereigentum noch eine solche Verfügungsmacht über Wertpapiere erlangt. In sog. Geschäften mit hinausgeschobener Fälligkeit schließt der Anleger etwa einen Kaufvertrag über die Insiderpapiere ab und verkauft diese rechtzeitig zum (hinausgeschobenen) Zeitpunkt der Fälligkeit seines Lieferanspruchs zwecks Realisierung des Kursgewinns, erlangt aber niemals Eigentum an den Insiderpapieren. Sein Lieferanspruch wird mit der korrespondierenden Lieferverbindlichkeit aus dem späteren Verkauf verrechnet<sup>12</sup>. Mit der zweiten Ansicht ist demnach eine Anknüpfung an das obligatorische Rechtsgeschäft als sachgerecht zu bezeichnen, da durch die Einbeziehung dieser Fälle eine Strafbarkeitslücke geschlossen werden kann.

#### ddd) Ergebnis

Ein Erwerb oder eine Veräußerung im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG liegt bereits dann vor, wenn der Anleger den schuldrechtlichen Teil des Wertpapiergeschäftes abgeschlossen hat.

#### bb) Unterlassen

Auch nach dem AnSVG ist ein strafbares Insiderhandeln mit der ganz herrschenden Meinung zum alten Recht<sup>13</sup> zu verneinen, wenn der Anleger aufgrund seines Insiderwissens den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren unterlässt<sup>14</sup>. In diesem Fall wird zwar eine Insiderinformation verwendet, um eine (Nicht-) Handlungsentscheidung zu treffen. Die klare Grenze ziehen jedoch auch hier der Wortlaut und das strafrechtliche Analogieverbot. Das strafrechtlich sanktionierte Insiderhandelsverbot lässt sich nicht auf Fälle ausdehnen, in denen ein Erwerb oder eine Veräußerung schlichtweg nicht stattgefunden hat. Es wird nicht durch

---

<sup>11</sup> *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 220.

<sup>12</sup> Beispiel basierend auf *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 16.160.

<sup>13</sup> *Assmann/Cramer*, in: *Assmann/Schneider*, 3. Auflage, § 14 Rn. 9 f.; *Assmann*, ZGR 1994, 494, 519; *Kümpel*, WpHG, 68; *Schäfer*, in: *Schäfer*, § 14 WpHG Rn. 6; *Soesters*, 153 f.; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 16.157; *Marsch-Barner*, in: *Semler/Volhard*, § 7 Rn. 119; **a.A.** *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 99.

<sup>14</sup> *Emittentenleitfaden 2005*, III.2.2.1.5.2.; *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 14 Rn. 17; *Claussen/Florian*, AG 2005, 745, 752; *Bergmann/Drees*, StraFo 2005, 364, 367; *Hasselbach*, NZG 2004, 1087, 1091.



Unterlassen gekauft oder verkauft, sondern das Kaufen oder Verkaufen wird unterlassen. Daher handelt es sich nicht um ein sog. unechtes Unterlassungsdelikt im Sinne des § 13 StGB. Eine Strafbarkeit kommt folglich nur in Betracht, wenn eine gesetzliche Bestimmung existiert<sup>15</sup>. Eine solche Bestimmung sieht das WpHG aber gerade nicht vor, so dass das Unterlassen nicht tatbestandsmäßig im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG ist. Neben dieser dogmatischen Unvereinbarkeit kommt hinzu, dass der gesamte Sachverhalt schwerlich zurückzuverfolgen und dann noch einem Insider zu beweisen sein wird<sup>16</sup>.

Einem Insider ist es daher auch nach neuer Rechtslage erlaubt, aufgrund von Insiderinformationen den Verkauf von bereits in seinem Depot befindlichen Finanzinstrumenten zu unterlassen bzw. von einem beabsichtigten Erwerb abzusehen.

#### cc) Eigen- oder Fremdgegeschäft

Um dem Insiderhandelsverbot weitestgehende Wirkung zu verschaffen, erstreckt sich das Erwerbs- und Veräußerungsverbot neben den Eigengeschäften des Insiders auf sämtliche Umgehungsmöglichkeiten. Nach dem eindeutigen Wortlaut der Norm sind daher sowohl die offene (“für einen anderen“) wie auch die mittelbare Stellvertretung (“für fremde Rechnung“) erfasst. Für einen anderen handelt insbesondere das Organ einer Kapitalgesellschaft oder der persönlich haftende Gesellschafter einer Personengesellschaft, so dass auch Transaktionen zugunsten eines Unternehmens erfasst sind<sup>17</sup>.

#### b) Verwendung der Insiderinformation

Bisher war es verboten, „unter Ausnutzung“ der Kenntnis von einer Insidertatsache mit Insiderpapieren zu handeln, § 14 Abs.1, Ziff. 1 WpHG a.F. Dabei wurde das Merkmal der Ausnutzung ganz überwiegend im doppelten Sinne verstanden. Die Insidertatsache musste zum einen ursächlich für den Erwerb und die Veräußerung sein. Zum anderen war eine sog. Sondervorteilsabsicht notwendig, d.h. der Täter musste seine Kenntnis zu dem Zweck nutzen, einen Sondervorteil zu erzielen, den er nicht hätte erlangen können, wenn die Information öffentlich bekannt gewesen wäre<sup>18</sup>. Nach neuer Diktion greift das Verbot bei einem Handel „unter Verwendung“ einer Insiderinformation ein, § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG. In der MMR

---

<sup>15</sup> Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 8.

<sup>16</sup> So selbst der Vertreter der Gegenansicht Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 99.

<sup>17</sup> Assmann/Cramer, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 21; Becker, 49; Schäfer, in: Schäfer, § 14 WpHG Rn. 4; Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 9.

<sup>18</sup> Assmann/Cramer, in Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 14 Rn. 24; Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 13; Irmén, in: BuB, Rn. 7/737; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 16.170; Weisgerber/Jütten, 203.

wird in Art. 2 Abs. 1 der inhaltsgleiche Begriff der „Nutzung“ gewählt. Fraglich ist, wie das neue Tatbestandsmerkmal auszulegen ist.

aa) Sondervorteilsabsicht

Unstreitig ist durch das neue Tatbestandsmerkmal das Erfordernis der Sondervorteilsabsicht weggefallen<sup>19</sup>. Die Begründung des Regierungsentwurfs führt hierzu aus, dass der Begriff des Ausnutzens in der Vergangenheit zu erheblichen Schwierigkeiten bei der Beweisführung geführt habe, weil er als zweckgerichtetes Handeln zu verstehen gewesen sei. Zudem sei das Ausnutzen als ein Alleinstellungsmerkmal interpretiert worden und habe bei Hinzutreten weiterer, oft kaum zu widerlegender Motive des Täters zur Straflosigkeit geführt. Demgegenüber mache der Begriff der Verwendung deutlich, dass ein solches subjektiv ausgerichtetes Handeln nicht mehr verlangt werde<sup>20</sup>. Dem ist zuzustimmen. Der Wegfall des schwer nachzuweisenden subjektiven Merkmals führt zu einer erheblichen Beweiserleichterung. Dem potentiellen Insider muss nun nicht mehr ein zweckgerichtetes Verhalten nachgewiesen werden. Der Zweck des Handelns, zum Beispiel die Erlangung eines wirtschaftlichen Vorteils, findet damit nicht mehr im Tatbestand, sondern nur noch bei der Straf- bzw. Bußgeldzumessung Berücksichtigung<sup>21</sup>.

bb) Ursächlichkeit

Umstritten ist in der jüngeren Literatur jedoch, ob nach neuem Recht auch das Erfordernis der Ursächlichkeit des Insiderwissens für das Wertpapiergeschäft weggefallen ist. Relevanz entfaltet dieser Streit insbesondere hinsichtlich der Frage der Zulässigkeit des Handels mit Insiderpapieren nach Durchführung einer Due Diligence<sup>22</sup>. Zur klären ist damit im Folgenden, ob nach neuem Recht das Ursächlichkeitserfordernis noch erforderlich ist.

aaa) Nach einer Ansicht<sup>23</sup> soll nunmehr bereits jedes Handeln in Kenntnis einer Insiderinformation zur Verwirklichung des Tatbestandsmerkmals der Verwendung

---

<sup>19</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 26; Dreyling, Der Konzern 2005, 1, 2; Cahn, Der Konzern 2005, 5, 8; DAV, NZG 2004, 703, 704; Caspari, NZG 2005, 98, 103; Claussen/Florian, AG 2005, 745, 751; Grothaus, ZBB 2005, 62, 63; Bergmann/Drees, StraFo 2005, 364, 367 f.; Fromm-Russenschuck/Banerjea, BB 2004, 2425, 2426 f.; Baur, Die Bank 2004, Nr. 10, S. 14; Holzborn/Israel, WM 2004, 1948, 1951; Bürgers, BKR 2004, 424, 425; Diekmann/Sustmann, NZG 2004, 929, 931; Ziemons, NZG 2004, 537, 538 f.; Kuthe, ZIP 2004, 883, 884; Spindler, NJW 2004, 3449, 3451; Merkner/Sustmann, NZG 2005, 729, 731 f.; Koch, DB 2005, 267, 269; Brandi/Süßmann, AG 2004, 642, 643, 645; Klawitter, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 25 Rn. 27; Schlitt/Schäfer, AG 2004, 346, 354.

<sup>20</sup> Begr. RegE, BT-Drs 15/3174, S. 34.

<sup>21</sup> Nack, in: Müller-Gugenberger/Bieneck, § 69 Rn. 17.

<sup>22</sup> Vgl. hierzu 3. Kapitel, III.1.

<sup>23</sup> Ziemons, NZG 2004, 537, 538 f.; so auch noch Entwurf-Emittentenleitfaden 2005, II.2.1.2.

ausreichend sein, eine Ursächlichkeit sei hingegen nicht erforderlich. Zur Begründung wird der Ausnahmetatbestand des Art. 2 Abs. 3 MMR sowie Erwägungsgrund 30 MMR angeführt<sup>24</sup>. Auch der bloße Handel in Kenntnis einer Insiderinformation müsse verboten sein, da ansonsten die vorgenannten Bestimmungen überflüssig seien. Angeführt wird ferner die Entstehungsgeschichte des Art. 2 Abs. 1 MMR. So habe der ursprüngliche Vorschlag der Kommission noch ein „Ausnutzen“ der Insiderinformation vorgesehen, das Europäische Parlament jedoch vorgeschlagen, „Ausnutzen“ durch „Verwendung“ zu ersetzen, um die bloße Verwendung einer Insiderinformation ahnden zu können. Infolgedessen sei bewusst jede auf einen Zweck oder Vorsatz weisende Komponente gestrichen worden.

Auch andere Stimmen aus Literatur und Praxis äußern sich hinsichtlich des Ursächlichkeitsmerkmals kritisch, wenngleich sie im Ergebnis dessen Erfordernis bejahen<sup>25</sup>. So wird zum einen der weite Wortlaut der Regierungsbegründung angeführt, der jedes Handeln in Kenntnis einer Insiderinformation erfasse. Gestützt werde eine solche Sichtweise zudem von Erwägungsgrund 18 der MMR, wonach ein „Ausnutzen“ von Insiderinformationen bereits dann vorliegen könne, wenn Finanzinstrumente erworben oder veräußert werden *„und der Betreffende dabei weiß oder hätte wissen müssen, dass es sich bei der ihm vorliegenden Information um eine Insiderinformation handelt“*.

bbb) Nach anderer Ansicht ist der neue § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG so zu verstehen, dass lediglich das Erfordernis der Gewinnerzielungsabsicht, nicht jedoch das des Ursachenzusammenhangs entfallen sei<sup>26</sup>. Soweit diese Ansicht begründet wird, erfolgt dies unterschiedlich.

Die BaFin führt lediglich aus, dass der Anleger Insiderinformationen verwende, wenn er in deren Kenntnis handle und diese in sein Handeln mit *„einfließen“* lasse und zitiert damit schlicht den Wortlaut der Begründung des Regierungsentwurfs<sup>27</sup>.

---

<sup>24</sup> Nach Art. 2 Abs. 3 der MMR findet das Insiderhandelsverbot keine Anwendung auf Geschäfte, die getätigt werden, um einer fällig gewordenen Verpflichtung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten nachzukommen, wenn diese Verpflichtung auf einer Vereinbarung beruht, die geschlossen wurde, bevor die betreffende Person die Insiderinformation erhalten hat. Nach Erwägungsgrund 30 MMR soll die Umsetzung eines eigenen Erwerbs- oder Veräußerungsentschlusses nicht als Verwendung von Insiderinformationen gelten.

<sup>25</sup> DAV, NZG 2004, 703, 704; Koch, DB 2005, 267, 269.

<sup>26</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.1.2.; Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 25; Klasen, AG 2006, 24, 26; Koch, DB 2005, 267, 269; Cahn, Der Konzern 2005, 5, 8 f.; Bergmann/Drees, StraFo 2005, 364, 368; Klawitter, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 25 Rn. 27; DAV, NZG 2004, 703, 704; Fromm-Russenschuck/Banerjee, BB 2004, 2425, 2426 f.; Baur, Die Bank 2004, Nr. 10, S. 14; Holzborn/Israel, WM 2004, 1948, 1951; Bürgers, BKR 2004, 424, 425; Diekmann/Sustmann, NZG 2004, 929, 931; Brandi/Süßmann, AG 2004, 642, 645; Schlitt/Schäfer, AG 2004, 346, 354; Spindler, NJW 2004, 3449, 3451; fragend Kuthe, ZIP 2004, 883, 884.

<sup>27</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.1.2.

Im Schrifttum wird das Erfordernis der Ursächlichkeit von einigen Autoren mit einer restriktiven Auslegung begründet<sup>28</sup>. Zum einen ergebe sich bereits aus dem Wortlaut, dass für die Erfüllung des Tatbestands mehr als der bloße Besitz von Insiderinformationen erforderlich sein müsse. So heiße es schließlich „*unter Verwendung*“ und nicht „*im Besitz*“. Zum anderen verlange der Gesetzgeber, dass die Informationen in das Handeln des Täters mit „*einfließen*“ müssten. Folglich müssten sie in irgendeiner Form Auswirkungen auf dessen Handeln haben und damit im Ergebnis ursächlich für dieses sein.

Andere Autoren halten eine derart restriktive Auslegung zwar für möglich, jedoch mit Unsicherheiten behaftet<sup>29</sup>. Sie favorisieren daher als dogmatischen Ansatz eine teleologische Reduktion. Als Anknüpfungspunkt führen sie im Kontext von Due Diligence-Prüfungen Erwägungsgrund 29 MMR an, welcher die Verwendung von Insiderinformationen über die Zielgesellschaft im Rahmen von Übernahmeangeboten erlaubt.

#### ccc) Stellungnahme

Für die erstgenannte Ansicht spricht, dass der Wortlaut und die Begründung des Regierungsentwurfs einer derart weiten Auslegung nicht entgegenstehen. So wird in der Begründung des Regierungsentwurfes ausgeführt, der Täter müsse, „*um den Tatbestand zu erfüllen, die Information in sein Handeln mit einfließen lassen. Die reine Erfüllung einer Verbindlichkeit, welche in gleicher Weise auch ohne Kenntnis der Insiderinformation erfolgt wäre, reicht, wie Art. 2 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie klarstellt, hierfür noch nicht aus*“<sup>30</sup>. Dieser unglücklichen Formulierung lässt sich durchaus abringen, dass ausschließlich im Falle der Erfüllung einer Verbindlichkeit ein Ursachenzusammenhang entfalle, in allen anderen Fällen demnach keine Ursächlichkeit erforderlich sei<sup>31</sup>. Auch sind hierdurch Auslegungsschwierigkeiten vorprogrammiert. Umso mehr muss sich eine Einordnung des neuen Rechtes an den klassischen Methoden der Auslegung orientieren.

Die grammatikalische Auslegung der Begriffe „*Verwendung*“ oder „*Nutzung*“ lässt zwar keinen zwingenden Schluss auf die Notwendigkeit eines Ursächlichkeitserfordernisses zu, jedoch wird hierdurch bereits deutlich, dass nicht jeder Erwerb oder jede Veräußerung in

---

<sup>28</sup> *Fromm-Russenschuck/Banerjea*, BB 2004, 2425, 2426 f.

<sup>29</sup> *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929, 931; *Koch*, DB 2005, 267, 269.

<sup>30</sup> Begr. RegE, BT-Drs 15/3174, S. 34.

<sup>31</sup> Vgl. zu dieser Kritik schon, *DAV*, NZG 2004, 703, 704.

bloßem passivem Besitz von Insiderinformationen erfasst sein kann. Vielmehr ist ein aktives Gebrauchmachen von der Insiderinformationen notwendig.

Im Rahmen einer richtlinienkonformen Auslegung ist sodann auf die MMR zurückzugreifen. Nach Art. 2 Abs. 1 MMR ist der Insiderhandel Personen untersagt, die „*über eine Insiderinformation verfügen*“, mit anderen Worten also solchen Personen, die hiervon Kenntnis haben. Unterstellt man, dass der Gesetzgeber keine Tatbestandsmerkmale ohne eigenen Anwendungsbereich schafft, so wird im Schrifttum zu Recht darauf hingewiesen, dass der Begriff der Verwendung im nationalen Recht nur dann einen eigenen Anwendungsbereich haben kann, wenn das Verwenden einer Insiderinformation im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG mehr ist, als die bloße Kenntnis von der Insiderinformation<sup>32</sup>. Man muss sich ansonsten fragen, warum in der MMR nicht einfach bestimmt worden ist, dass der Handel mit Finanzinstrumenten demjenigen untersagt ist, der über diesbezügliche Insiderinformationen verfügt.

Für eine derartige Auslegung lässt sich zudem § 38 Abs. 1, Ziff. 2 a.E. WpHG anführen. Hiernach wird bestraft, wer als Primärinsider „*über eine Insiderinformation verfügt und unter Verwendung dieser Insiderinformation eine in § 39 Abs. 2 Nr. 3 oder 4 WpHG bezeichnete vorsätzliche Handlung begeht*“. Auch der Gesetzgeber trennt hier deutlich zwischen der bloßen Kenntnis der Insiderinformation und der Verwendung. Sinn und Zweck der Schaffung des neuen Tatbestandsmerkmals kann daher nur die vorstehend unter lit. aa) angeführte Beweiserleichterung sein, nicht aber der Wegfall der Ursächlichkeit.

Darüber hinaus wird auch in der Gesetzesbegründung in Anlehnung an Art. 2 Abs. 3 MMR ausdrücklich festgestellt, dass die Erfüllung einer Verbindlichkeit, „*welche in gleicher Weise auch ohne Kenntnis der Insiderinformation erfolgt wäre*“, nicht gegen das Insiderhandelsverbot verstoße<sup>33</sup>. Wie im Schrifttum zu Recht festgestellt wird, handelt es sich hierbei aber um nichts anderes, als die Frage nach der Ursächlichkeit der Kenntnis der Insiderinformation für den anschließenden Handel<sup>34</sup>. Daher ist Art. 2 Abs. 3 MMR entgegen der erstgenannten Ansicht gerade nicht überflüssig, sondern stellt vielmehr eine Klarstellung dahingehend dar, dass ein Vertragspartner durch das Insiderhandelsverbot nicht gezwungen

---

<sup>32</sup> Cahn, Der Konzern 2005, 5, 8 f.

<sup>33</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 34.

<sup>34</sup> Fromm-Russenschuck/Banerjea, BB 2004, 2425, 2427; Spindler, NJW 2004, 3449, 3451 spricht missverständlich von „*zweckgeleitetem*“ Handeln.

ist, die Transaktion abubrechen, wenn er nach Abschluss des schuldrechtlichen Geschäfts von Insiderinformationen Kenntnis erhält<sup>35</sup>.

#### ddd) Ergebnis

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass eine teleologische Reduktion des Tatbestands nicht erforderlich ist, da sich das Erfordernis der Ursächlichkeit bereit aus der (restriktiven) Auslegung des Tatbestands selbst ergibt. Die Initiative des Insiders wird daher nur dann von seinem Insiderwissen – d.h. der Kenntnis von der Insiderinformation – ausgelöst, wenn die Insiderinformation ursächlich geworden ist.

#### cc) Ergebnis

Nach neuem Recht bedarf es auch künftig eines Ursachenzusammenhangs um eine tatbestandliche „*Verwendung*“ der Insiderinformation anzunehmen. Auf ein subjektiv ausgerichtetes Verhalten, wie es bisher erforderlich war, kommt es dagegen nur noch im Rahmen der Straf- bzw. Bußgeldzumessung an. Die Neuregelung führt daher zu einer Beweiserleichterung für die Strafverfolgungsbehörden.

#### c) Zeitpunkt der Kenntnis

Nach alter Rechtslage war nicht auf die Ausführung der Order, sondern auf die Ordererteilung abzustellen<sup>36</sup>. Erfolgte die Ordererteilung daher ohne Kenntnis einer Insiderinformation, so wurde auch dann keine solche verwendet, wenn der Anleger vor Ausführung der Order Insiderkenntnisse erlangt hatte. In diesem Punkt sind durch das AnSVG keine Änderungen erfolgt, so dass dem auch nach neuer Rechtslage nicht zu widersprechen ist<sup>37</sup>.

#### d) Subjektiver Tatbestand

##### aa) Vorsatz

Nach alter Rechtslage war zur Verwirklichung des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG a.F. ein vorsätzliches Handeln erforderlich<sup>38</sup>. Der Insider musste also positiv wissen und wollen, dass er bei einem Erwerb oder einer Veräußerung von Insiderpapieren eine Insidertatsache ausnutzt. Da sich das Kursbeeinflussungspotential einer Tatsache nicht sicher einschätzen

---

<sup>35</sup> So auch *Fromm-Russenschuck/Banerjea*, BB 2004, 2425, 2427.

<sup>36</sup> *Schwark*, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 14.

<sup>37</sup> Ebenso Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.1.3.; *Claussen/Florian*, AG 2005, 745, 751.

<sup>38</sup> *Assmann/Cramer*, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 14 Rn. 17.

lässt, war diesbezüglich kein sicheres Wissen zu fordern. Das AnSVG hat diesbezüglich keine Änderungen bewirkt, so dass das Vorstehende auch nach neuer Rechtslage fortgilt<sup>39</sup>.

#### bb) Leichtfertigkeit

Gemäß § 38 Abs. 1, Ziff. 1 und Abs. 4 WpHG ist neben dem vorsätzlichen, nach neuer Rechtslage auch der leichtfertige Verstoß gegen das Erwerbs- und Veräußerungsverbot strafbar.

#### aaa) Anwendbarkeit

Umstritten war früher, ob in Bezug auf das Merkmal der Insiderinformation *dolus eventualis* genügt<sup>40</sup>. Gemäß § 38 Abs. 4 WpHG reicht es nach dem AnSVG zur Tatbestandsverwirklichung bereits aus, dass der (Primär- und Sekundär-) Insider „*leichtfertig*“ nicht erkennt, dass es sich bei der ihm bekannten Information um eine Insiderinformation im Sinne des § 13 WpHG handelt. *A maiore ad minus* ist in Bezug auf das Merkmal der Insiderinformation nach neuer Rechtslage daher bedingter Vorsatz ausreichend und der vorgenannte Streit entfallen<sup>41</sup>.

Fraglich ist jedoch, ob das Merkmal der Leichtfertigkeit auf die weiteren Tatbestandsvoraussetzungen des Insiderhandelsverbotes, das heißt auch auf die Tathandlungen („*erwerben oder [...] veräußern*“) anwendbar ist. Zweifel könnten sich aufgrund des Art. 4 MMR ergeben, in dessen Umsetzung § 38 Abs. 4 WpHG entstanden ist. Dieser sieht vor, dass die Mitgliedsstaaten sicherstellen müssen, dass sämtliche Handlungsformen des Insiderhandelsverbotes<sup>42</sup> für Primär- und Sekundärinsider gelten, die „*wussten oder hätten wissen müssen, dass es sich um Insider-Informationen handelt*“. Nach dem Wortlaut bezieht sich das Tatbestandsmerkmal des „*hätten wissen müssen*“, welches der nationale Gesetzgeber mit „*leichtfertig*“ umgesetzt hat, daher lediglich auf die Voraussetzung der Insiderinformation und nicht auf die weiteren Voraussetzungen des Insiderhandelsverbotes.

Die BaFin nimmt zu diesem Problemkreis im Rahmen des § 38 Abs. 4 WpHG nicht ausdrücklich Stellung, bejaht aber im Rahmen des vergleichbaren § 39 Abs. 2, Ziff. 3 und 4

---

<sup>39</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 56.

<sup>40</sup> Assmann/Cramer, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 14 Rn. 18; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 16.178 jeweils m.w.N.

<sup>41</sup> I.E. ebenso, Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 58.

<sup>42</sup> § 14 Abs. 1, Ziff. 1-3 WpHG und Art. 2 und 3 MMR.

WpHG eine Anwendung auf sämtliche Tathandlungsalternativen<sup>43</sup>. Auch im neuen Schrifttum wird die Anwendung des Erfordernisses der Leichtfertigkeit auf alle Tathandlungsalternativen des § 14 Abs. 1 WpHG bejaht<sup>44</sup>.

Eine derartige Sichtweise erscheint im Ergebnis auch richtig. So bezieht sich die Leichtfertigkeit im Normtext des § 38 Abs. 4 WpHG ausdrücklich auf das Handeln und nicht nur auf die Insiderinformation („*Handelt der Täter in den Fällen des Absatzes 1 Nr. 1 leichtfertig*“). Hierdurch wird deutlich, dass sich die Leichtfertigkeit auch auf die übrigen Tatbestandsmerkmale des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG beziehen muss, da die Verweisung „*in den Fällen des Absatz 1 Nr. 1*“, ansonsten keinen Sinn machen würde. Im Ergebnis ist das Tatbestandsmerkmal der Leichtfertigkeit daher auch auf die weiteren Tatbestandsmerkmale des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG anzuwenden.

#### bbb) Definition

Der Begriff der Leichtfertigkeit ist im WpHG nicht näher definiert. Der Emittentenleitfaden gibt hierzu einen kurzen erläuternden Hinweis. So handle leichtfertig, „*wer die gebotene Sorgfalt in einem ungewöhnlich hohem Maße verletzt*“<sup>45</sup>. Im neuen Schrifttum wird von einem „*besonders schweren Sorgfaltsverstoß*“ ausgegangen<sup>46</sup>. Eine praxistaugliche Definition ist damit jedoch noch nicht gefunden.

Um eine einheitliche Rechtsanwendung sowie bestmögliche Rechtsicherheit zu gewährleisten, wird daher vorliegend zunächst ein Blick in andere nationale Strafgesetze geworfen. So hat der Gesetzgeber etwa im Tatbestand der Geldwäsche ebenfalls eine Herabsetzung des Strafmaßes bei leichtfertiger Verknennung der deliktischen Herkunft des Gegenstandes geregelt, § 261 Abs. 5 StGB<sup>47</sup>. Diese Regelung ist der des § 38 Abs. 3 WpHG insoweit vergleichbar. Auf die hierzu ergangene Rechtsprechung und Literatur kann daher im Rahmen des § 38 Abs. 3 WpHG zurückgegriffen werden. Ein leichtfertiges Verhalten wird hiernach bei einer Verletzung der gebotenen Sorgfalt in ungewöhnlich hohem Maße angenommen, welche etwa der groben Fahrlässigkeit des bürgerlichen Rechts entspricht, aber im Gegensatz

---

<sup>43</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.3.4. und III.2.4.

<sup>44</sup> Vogel, in: Assmann/Schneider, § 38 Rn. 16; Cahn, Der Konzern 2005, 5, 12; Bergmann/Drees, StraFo 2005, 364, 368.

<sup>45</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.3.4.

<sup>46</sup> Vogel, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 17.

<sup>47</sup> Weitere Beispiele finden sich etwa in §§ 97 Abs. 2, 109g Abs. 4, 138 Abs. 3, 176b, 178, 218 Abs. 2, Ziff. 2, §§ 239a Abs. 2, 293b Abs. 2, 251, 264 Abs. 3, 283 Abs. 4, Ziff. 2, Abs. 5, Ziff. 1, 2, §§ 307 Abs. 3, 308 Abs. 3, 309 Abs. 4, 312 Abs. 6, 316c Abs. 3, 330a Abs. 5, § 345 Abs. 2; § 30 Abs. 1, Ziff. BtMG.



dazu auf die persönlichen Fähigkeiten des Insiders abstellt<sup>48</sup>. Leichtfertigkeit liegt somit vor, wenn der Täter grob achtlos handelt und nicht beachtet, was sich unter den Voraussetzungen seiner Erkenntnisse und Fähigkeiten aufdrängen muss<sup>49</sup>. Auf das Insiderrecht übertragen, muss dem Insider daher vorgeworfen werden können, dass sich ihm unter Berücksichtigung seiner Erkenntnisse und Fähigkeiten hätte aufdrängen müssen, dass es sich bei der ihm bekannten Information um eine Insiderinformation im Sinne des § 13 WpHG handelt.

#### cc) Ergebnis

Der Tatbestand des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG kann nunmehr sowohl durch vorsätzliches, als auch durch leichtfertiges Handeln des Insiders verwirklicht werden. Ein leichtfertiges Handeln ist anzunehmen, wenn sich dem Insider die Insiderinformationseigenschaft unter Berücksichtigung seiner Erkenntnisse und Fähigkeiten hätte aufdrängen müssen. In diesem Fall wird jedoch das Strafmaß gemäß § 38 Abs. 3 WpHG, von den nach dem Grundtatbestand möglichen 5 Jahren, auf 1 Jahr Freiheitsstrafe oder Geldstrafe reduziert.

#### e) Rechtswidrigkeit und Schuld

Hinsichtlich der Rechtswidrigkeit und Schuld gelten die allgemeinen Regeln. Dementsprechend sind die allgemeinen Rechtfertigungs- und Entschuldigungsgründe grundsätzlich anwendbar<sup>50</sup>. Allein das durch die Insiderinformation betroffene Unternehmen kann nicht rechtfertigend in den Insiderhandel einwilligen. Das Insiderhandelsverbot schützt die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes als überindividuelles Rechtsgut, welches nicht zur Disposition des Emittenten steht<sup>51</sup>.

#### f) Ergebnis

Jedem, der über Insiderinformationen verfügt, ist es gemäß § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG untersagt, unter Verwendung dieser Informationen Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen anderen zu erwerben oder zu veräußern. Eine tatbestandliche „*Verwendung*“ setzt dabei die Ursächlichkeit der Insiderinformation für die Wertpapiertransaktion voraus. Das Tatbestandsmerkmal der Sondervorteilsabsicht ist dagegen *de lege lata* entfallen. Der subjektive Tatbestand ist nunmehr schon bei leichtfertigem Handeln des Täters erfüllt.

---

<sup>48</sup> BGHSt 14, 240, 255; 33, 66, 67; 43, 158, 168; *Tröndle/Fischer*, § 15 Rn. 20; *Rengier*, in: KK-OWiG, § 10 Rn. 49.

<sup>49</sup> BGHSt 33, 67; BGHZ 10, 14, 16; *Wessels/Beulke*, Rn. 662.

<sup>50</sup> *Hilgendorf*, in: Park, 3.Abschnitt, Rn. 160.

<sup>51</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 178.

## 2. Vorfeldtatbestände, § 14 Abs. 1, Ziff. 2 und 3 WpHG

Nach dem Entstehen einer Insiderinformation wächst die Gefahr für das Funktionieren des Kapitalmarktes mit der Zahl der Insider<sup>52</sup>. Daher werden in § 14 Abs. 1 WpHG bereits Handlungsweisen im Vorfeld der Verwendung des Insiderwissens zu einer Wertpapiertransaktion normiert. So ist gemäß § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG die unbefugte Weitergabe von Insiderinformationen verboten. Gemäß § 14 Abs. 1, Ziff. 3 WpHG ist es des Weiteren verboten, einem anderen auf Grundlage von Insiderkenntnissen derartige Geschäfte zu empfehlen oder ihn in sonstiger Weise dazu zu verleiten.

### a) Unbefugtes Mitteilen oder zugänglich Machen, § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG

Die Weitergabe<sup>53</sup> einer Insiderinformation führt in der Regel nicht dazu, dass diese öffentlich bekannt wird. Vielmehr beabsichtigt der Insider gerade, dass die Öffentlichkeit keine Kenntnis erhält<sup>54</sup>. Mit dem Verbot der Weitergabe von Insiderinformationen wird bezweckt, den Kreis der Insider möglichst klein zu halten. Er soll nicht weiter gezogen werden als es notwendig ist, um die Ausübung einer Arbeit, eines Berufs oder einer Aufgabe im normalen Rahmen zu ermöglichen<sup>55</sup>.

Durch das AnSVG ist im Wortlaut der Norm lediglich der Begriff der Insidertatsache durch den neuen Begriff der Insiderinformation ersetzt worden, die durch die Norm verbotenen Handlungsweisen sind dagegen unverändert geblieben<sup>56</sup>.

### aa) Mitteilen oder zugänglich Machen

Von § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG sind zum einen die Handlungsform des Mitteilens und zum anderen das zugänglich Machen einer Insiderinformation erfasst.

### aaa) Aktives Tun

#### (1) Definition

---

<sup>52</sup> Süßmann, AG 1999, 162, 163; Singhof, ZGR 2001, 146, 152 f.; Tippach, 171; Soesters, 185.

<sup>53</sup> Die Formulierung „Weitergabe“ wird im Folgenden als Oberbegriff genutzt und umfasst beide Handlungsformen des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG (unbefugtes Mitteilen und zugänglich Machen).

<sup>54</sup> Schneider, NZG 2005, 702, 703.

<sup>55</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 73; Kümpel/Veil, 3. Teil, Rn. 44; zur alten Rechtslage EuGH, NZG 2006, 60, 60 f.; Assmann, ZGR 1994, 494, 520; ; Caspari, ZGR 1994, 530, 545; Kümpel, WM 1996, 657; ders., Bank- und Börsenrecht, Rn. 16.180; Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1809, 1810; Marsch-Barner, in: Semler/Volhard, § 7 Rn. 106, 124.

<sup>56</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 34 („Nummer 2 [...] entspricht § 14 Abs. 1 Nr. 2 a.F.“).

Ein Mitteilen im Sinne der Norm liegt vor, wenn die Information unmittelbar an einen Dritten weitergegeben wird, der Dritte hierdurch also Insiderwissen erlangt<sup>57</sup>.

Für ein zugänglich Machen reicht es dagegen aus, dass der Insider die Voraussetzungen für eine Kenntniserlangung durch den Dritten schafft<sup>58</sup>. Auch diese Tatbestandsalternative ist jedoch nur verwirklicht, wenn der Dritte tatsächlich auf die Information zugreift. Denn systematisch sind die beiden Alternativen der Weitergabe gleich zu gewichten, so dass letztere nicht in ein unechtes Unternehmensdelikt umgedeutet werden darf<sup>59</sup>. Als Beispiel für ein zugänglich Machen lässt sich etwa die Übergabe eines Passwortes anführen, welches dem Dritten eine Zugriffsmöglichkeit auf Insiderinformationen ermöglicht<sup>60</sup>.

## (2) Nichtkenntnis des Dritten von der Insiderinformation

Hinsichtlich beider Tatbestandsalternativen ist umstritten, ob die Nichtkenntnis des Dritten von der Insiderinformation ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal ist. Relevanz entfaltet dieser Streit dahingehend, dass bei Kenntnis des Dritten entweder eine vollendete Tat vorliegt oder ein untauglicher Versuch.

(a) Zum Teil wird vertreten, dass die Kenntnis des Dritten unerheblich für den Verstoß gegen das Weitergabeverbot sei<sup>61</sup>. Zur Begründung wird vorgetragen, dass der Gesetzeszweck jegliche unbefugte Weitergabe von Insiderinformationen fordere. Geahndet werde daher das Verhalten und nicht der mit dem Verhalten tatsächlich verbundene Erfolg. Ferner hänge die Verwirklichung des Tatbestands ansonsten vom Zufall ab.

(b) Nach anderer Ansicht kann es nur dann zu einer tatbestandlichen Weitergabe kommen, wenn der Dritte die Insiderinformation noch nicht kenne<sup>62</sup>. Dass die Verwirklichung des Tatbestands vom Zufall abhängt, lasse sich nicht einwenden, da der Eintritt eines

---

<sup>57</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.2.1.; *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 14 Rn. 65; *Kümpel/Veil*, 3. Teil, Rn. 45.

<sup>58</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.2.1.; *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 14 Rn. 66; *Kümpel/Veil*, 3. Teil, Rn. 45.

<sup>59</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 14 Rn. 69; *Kümpel/Veil*, 3. Teil, Rn. 45; zur alten Rechtslage *Schwark*, in: *Schwark, KapitalmarktrechtsK*, § 14 WpHG Rn. 28; *Schäfer*, in: *Schäfer*, § 14 WpHG Rn. 17; *Hopt*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, § 107 Rn. 38; *Lenenbach*, *Kapitalmarkt- und Börsenrecht*, Rn. 10.53; *Weisgerber/Jütten*, 204; a.A. *Lücker*, 105.

<sup>60</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.2.1.; *Kümpel/Veil*, 3. Teil, Rn. 45; so schon die Begr. RegE (2. FFG), BT-Drs. 12/6679, S. 47.

<sup>61</sup> *Schäfer*, in: *Schäfer*, § 14 WpHG Rn. 18.

<sup>62</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 14 Rn. 70; *Schwark*, in: *Schwark, KapitalmarktrechtsK*, § 14 WpHG Rn. 29.

tatbestandlichen Erfolges oftmals von Umständen abhängen, die außerhalb der Einflussosphäre des Täters liegen.

(c) Stellungnahme

Entgegen der ersten Ansicht kommt eine Verwirklichung des Tatbestands nur in Betracht, wenn der Dritte die Information noch nicht kannte. Durch das Weitergabeverbot des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG soll der Kreis der potentiell zum Insiderhandel befähigten Personen möglichst klein gehalten werden<sup>63</sup>. Wird die Zahl der Personen, die einen Wissensvorsprung durch Erwerb oder Veräußerung von Insiderpapieren ausnutzen können, jedoch nicht erweitert, so ist dem Insider kein Unrechtsvorwurf zu machen. Soweit der Vertreter der ersten Ansicht vorbringt, dass zur Verwirklichung des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG gerade nur ein Handeln und kein Erfolg notwendig sei, verwundert dies. Selbiger vertritt nämlich zugleich die Ansicht, dass der Tatbestand nur dann verwirklicht sei, wenn der Dritte tatsächlich Kenntnis erlangt habe, d.h. die Mitteilung zur Kenntnis nimmt oder den ihm eingeräumten Zugang zur Kenntniserlangung nutzt<sup>64</sup>. Dies ist jedoch nichts anderes als der Eintritt eines Erfolges.

(d) Ergebnis

Mit der zweiten Ansicht ist der Tatbestand daher nur dann verwirklicht, wenn dem Dritten die Insiderinformation noch nicht bekannt war. Kannte er sie jedoch bereits, so liegt ein untauglicher Versuch vor. Dieser ist nach der ganz herrschenden Meinung strafbar<sup>65</sup>. Auch im Insiderrecht ist nach neuer Rechtslage der Versuch des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG unter Strafe gestellt, so dass bei Kenntnis des Dritten eine Versuchsstrafbarkeit in Betracht kommt. Zu beachten ist jedoch, dass das Verbot der versuchten Weitergabe ausweislich des klaren Wortlautes des § 38 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG nur für Primärinsider gilt<sup>66</sup>.

bbb) Unterlassen

Das Unterlassen der Weitergabe ist im Gegensatz zu § 14 Abs. 1, Ziff. 1 und 3 WpHG tatbestandsmäßig<sup>67</sup>. § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG stellt ein Erfolgsdelikt dar<sup>68</sup>. Diese können

---

<sup>63</sup> Vgl. 3. Kapitel, II.2.a).

<sup>64</sup> Schäfer, in: Schäfer, § 14 WpHG, Rn. 17.

<sup>65</sup> Schon RG 1, 439; diesem folgend BGHSt 3, 248; 30, 363; Tröndle/Fischer, § 22 Rn. 40.

<sup>66</sup> Vgl. weiterführend zur Versuchsstrafbarkeit 3. Kapitel, II.3.

<sup>67</sup> Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 2; Hopt, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rn. 38.

<sup>68</sup> Vgl. 3. Kapitel, I.2.

durch unechtes Unterlassen im Sinne des § 13 StGB begangen werden<sup>69</sup>. Eine solche Weitergabe durch Unterlassen kommt beispielsweise durch das Unterlassen von Schutzvorkehrungen in Betracht, nachdem ein, die Garantenstellung begründendes, fahrlässiges zugänglich Machen einer Insiderinformation erfolgt ist<sup>70</sup>.

### ccc) Ergebnis

Eine tatbestandliche Weitergabe ist sowohl durch aktives Tun, als auch durch Unterlassen möglich. Notwendig ist jedoch immer, dass der Dritte von der Insiderinformation noch keine Kenntnis hatte. Liegt diese Kenntnis im Zeitpunkt der Weitergabe jedoch vor, so greift die Rechtsfigur des strafbaren untauglichen Versuchs.

### bb) Unbefugt

Die Weitergabe von Insiderinformationen ist nur dann verboten, wenn sie „unbefugt“ erfolgt.

### aaa) Rechtliche Qualität

Fraglich ist, ob das Merkmal der Unbefugtheit als Merkmal des objektiven Tatbestands oder als an sich überflüssiger Hinweis auf das allgemeine Verbrechensmerkmal der Rechtswidrigkeit einzuordnen ist. Relevanz entfaltet diese Unterscheidung insoweit, als dass die Informationsweitergabe im Falle eines allgemeinen Verbrechensmerkmals stets tatbestandsmäßig wäre und ein Verstoß gegen das Weitergabeverbot nur dann entfielen, wenn ein Rechtfertigungsgrund vorläge.

Mit der einhelligen Meinung im Schrifttum ist das Tatbestandsmerkmal als ein solches der Tatbestandsbegrenzung einzuordnen, demzufolge nur eine solche Weitergabe untersagt ist, die die Weitergabe als Unrecht erscheinen lässt<sup>71</sup>. Hierfür spricht zunächst schon der Umstand, dass das Merkmal ausschließlich in § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG enthalten ist und daher eine besondere Bedeutung haben muss<sup>72</sup>. Ferner liegt ausweislich der jeweiligen Art. 3 lit. a) der Insiderrichtlinie sowie der MMR keine unbefugte Weitergabe vor, wenn die Insider die Informationen im normalen Rahmen ihrer Arbeit, ihres Berufes oder in Erfüllung ihrer Aufgaben weitergeben. Die befugte Weitergabe einer Insiderinformation erfolgt daher

---

<sup>69</sup> Tröndle/Fischer, vor § 13 Rn. 15 ff., § 13 Rn. 3.

<sup>70</sup> Beispiel basierend auf Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 2.

<sup>71</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 72; zur alten Rechtslage Schäfer, in: Schäfer, § 14 WpHG Rn. 19; Dreyling/Schäfer, Rn. 125; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 16.189; Marsch-Barner, in: Semler/Volhard, § 7 Rn. 123; Benner-Heinacher, DB 1995, 765, 766; Caspari, ZGR 1994, 530, 545; Götz, DB 1995, 1949, 1949 f.; Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1809, 1810; Singhof, ZGR 2001, 146, 152; Schneider/Singhof, in: FS Kraft, 585, 588; Soesters, 186.

<sup>72</sup> Götz, DB 1995, 1949, 1949 f.

zulässig und verkörpert keinen (ggf. gerechtfertigten) Unrechtsakt. Anders ausgedrückt wird der Tatbestand erst dann verwirklicht, wenn die Weitergabe ohne entsprechende Befugnis erfolgt.

#### bbb) Definition

Das Merkmal der Unbefugtheit wird im WpHG nicht weiter definiert. Es handelt sich um einen unbestimmten Rechtsbegriff, welcher der Auslegung bedarf.

#### (1) Rechtslage vor dem AnSVG

Die Abgrenzung von befugter und unbefugter Weitergabe wurde vor dem AnSVG aufgrund des offenen Wortlautes nicht einheitlich vorgenommen<sup>73</sup>. Im Grundsatz galt aber, dass im Rahmen einer richtlinienkonformen Auslegung des Merkmals, auf die Formel des Art. 3 lit. a) der Insiderrichtlinie abzustellen sei. Hiernach war Insidern die Weitergabe „*in einem normalen Rahmen in Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder in Erfüllung ihrer Aufgaben*“ erlaubt<sup>74</sup>. Der Gesetzgeber des 2. FGG hatte diese Vorgabe der Richtlinie nahezu wortgleich in die Regierungsbegründung übernommen<sup>75</sup>. Insofern bestand Einigkeit, dass der Kreis der Insider nicht weiter gezogen werden sollte, als es notwendig war, um die Ausübung einer Arbeit, eines Berufs oder einer Aufgabe im normalen Rahmen zu ermöglichen<sup>76</sup>. Der Emittentenleitfaden von 1989 sowie die damalige Literatur stellten daher klar, dass die Weitergabe von Insiderinformationen an unternehmensexterne Berater wie Rechtsanwälte, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer sowie Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute oder Ratingagenturen befugt im Sinne der Norm erfolgte, soweit dies zur Erfüllung der Berufs- oder Geschäftsausübungstätigkeit erforderlich war<sup>77</sup>. Zusammenfassend lässt sich also festhalten, dass nach alter Rechtslage die Weitergabe von Insiderinformationen in einem normalen Rahmen aus arbeits-, berufs- oder aufgabenbezogenen Gründen erforderlich sein musste, um nicht dem Verbot des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG a.F. zu unterfallen.

---

<sup>73</sup> Vgl. Assmann/Cramer, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 14 Rn. 48 ff.; von Falkenhausen/Widder, BB 2004, 165, 166 m.w.N.

<sup>74</sup> ABl. EG Nr. L 334/30 v. 18.11.1989, S. 30.

<sup>75</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 12/6679, S. 47.

<sup>76</sup> Assmann/Cramer, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 14 Rn. 48; Assmann, AG 1997, 55; Caspari, ZGR 1994, 530, 545; Kümpel, WM 1996, 657; Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1809, 1810; Marsch-Barnert, in: Semler/Volhard, § 7 Rn. 124.

<sup>77</sup> Leitfaden der BaFin und der Deutschen Börse AG zur Insiderüberwachung und Ad-hoc-Publizität, 21; Assmann/Cramer, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 14 Rn. 55; Assmann, AG 1997, 50, 55; Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 31; Roschmann/Frey, AG 1995, 449, 453; Kümpel, WM 1996, 653, 657; zur Megede, in: Assmann/Schütze, § 14 WpHG Rn. 51; Ziemons, AG 1999, 492, 497 f.; Hopt, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rn. 39 f.; Rozijn, NZG 2001, 494, 501; Lenenbach, Rn. 10.54.

## (2) Rechtslage nach dem AnSVG

Der Wortlaut des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG hat durch das AnSVG keine Änderung erfahren. Auch sind durch die MMR keine anderweitigen Zweck- oder Zielbestimmungen vorgegeben worden. Hieraus ließe sich folgern, dass durch die neue Rechtslage keine Änderung hinsichtlich des Weitergabeverbotes erfolgt ist, so dass die zur alten Rechtslage entwickelten Auslegungsgrundsätze Anwendung finden könnten. Dies wird in der neuen Literatur jedoch nicht einheitlich vertreten, worauf nachfolgend einzugehen sein wird. Zuvor bedarf es jedoch der genauen Betrachtung, auf wessen Perspektive im Rahmen der Auslegung abzustellen ist und worauf bei der Beurteilung der Befugtheit der Weitergabe maßgeblich abzustellen ist.

### (a) Auslegungsperspektive

Nach alter wie neuer Rechtslage wird zur Beurteilung der Frage, ob eine Weitergabe befugt erfolgt, vorherrschend auf die Sicht des Informationsempfängers abgestellt<sup>78</sup>. Dem ist jedoch entgegenzutreten. Sowohl die Insiderrichtlinie als auch die MMR stellen in den jeweiligen Art. 3 lit. a) auf denjenigen ab, der Insiderinformationen weitergibt. Nach dem klaren Wortlaut der Vorschriften soll es den Personen, die dem Weitergabeverbot unterliegen, verboten sein, Insiderinformationen an Dritte weiterzugeben, soweit dies nicht im normalen Rahmen der Ausübung „*ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder der Erfüllung ihrer Aufgaben geschieht*“<sup>79</sup>. Auch der EuGH hat in einer jüngeren Entscheidung auf den Weitergebenden abgestellt<sup>80</sup>. Auch wenn dieser Rechtsstreit noch nach Art. 3 lit. a) der Insiderrichtlinie zu beurteilen war, kann diese Rechtsprechung vorliegend herangezogen werden. Denn die Ausnahmebestimmung des Art. 3 lit. a) der Insiderrichtlinie ist mit deren nahezu wortgleichen Pendant in Art. 3 lit. a) MMR inhaltlich identisch.

Richtigerweise ist daher zur Beurteilung der Befugtheit der Weitergabe, ebenfalls auf den Weitergebenden und nicht auf den Informationsempfänger abzustellen<sup>81</sup>. Im Ergebnis werden sich durch diesen Perspektivenwechsel jedoch keine wesentlichen Änderungen einstellen, da die Erforderlichkeit der Kenntnis von der Insiderinformation in aller Regel wechselseitig korrelieren wird. Dennoch ist die Perspektive der Argumentation eine andere und deren eindeutige Festlegung daher erheblich.

---

<sup>78</sup> Vgl. nur Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.2.1.; Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 96; Kümpel/Veil, 2. Teil, Rn. 46.

<sup>79</sup> Hervorhebung durch den Verfasser.

<sup>80</sup> EuGH, Urt. 22.11.2005 – C – 384/02 (Knud Grøngaard/ Allan Bang), NZG 2006, 60, 60 ff.

<sup>81</sup> I.E. ebenso Schwintek, EWiR 2006, 155, 156; Zumbansen/Lachner, BB 2006, 613, 618; Hasselbach, NZG 2004, 1087, 1089.

Aus dem Wortlaut des Art. 3 lit. a) MMR lässt sich ferner bereits erkennen, dass die Frage der Befugtheit der Weitergabe maßgeblich von deren Zielsetzung abhängt. Die Ausübung einer Arbeit oder eines Berufs erfolgt ebenso wie die Erfüllung einer Aufgabe immer mit einem gewissen Ziel. Wäre dies nicht der Fall, so würde es sich nicht um eine Arbeit, Beruf oder Aufgabe handeln, sondern um rein willkürliches tätig sein. Hiervon unterscheiden sich jedoch die zuerst genannten Handlungsweisen durch die dahinter stehende bewusste Zielsetzung. Demzufolge lässt sich bereits vorab abstrakt zusammenfassen, dass im Rahmen der Prüfung der befugten Weitergabe i.S.d. § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG, aus der Sicht des Weitergebenden auf die mit der Weitergabe verfolgte Zielsetzung abzustellen ist.

(b) Änderungen durch das AnSVG

Zu prüfen ist aus dieser Perspektive sodann, ob aufgrund des AnSVG und der MMR eine Veränderung der hergebrachten Auslegungsgrundsätze erforderlich ist.

(aa) Erleichterung der Weitergabe

Eine solche Veränderung wird zum Teil mit Blick auf Vereinbarungen vertreten, die den Informationsempfänger zum vertraulichen Umgang mit Insiderinformationen verpflichten.

(aaa) Vertraulichkeitsvereinbarung

So sollen nach vereinzelter Stimmen im Schrifttum nunmehr Insiderinformationen nur dann befugt i.S.d. § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG weitergegeben werden können, wenn der Informationsempfänger zuvor eine Vertraulichkeitsvereinbarung unterzeichnet habe<sup>82</sup>. Begründet wird diese Auffassung mit der Regelung des § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG. Dieser sehe vor, dass eine Ad-hoc-Veröffentlichung von Insiderinformationen im Falle der befugten Weitergabe nur dann entbehrlich sei, wenn der Informationsempfänger rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet sei. Hieraus lasse sich schließen, dass es für eine zulässige – weil befugte – Weitergabe künftig notwendig sei, dass der Informationsempfänger zur Vertraulichkeit verpflichtet werde.

(bbb) Vertraulichkeitspflicht

Nach anderer Ansicht wird aus vorstehender Norm bzw. deren europarechtlichen Wurzel in Art. 6 Abs. 3 MMR sogar gefolgert, dass nach neuer Rechtslage nicht mehr auf die Berufs- oder Tätigkeitsbezogenheit der Weitergabe, sondern stattdessen nur noch auf das Vorliegen

---

<sup>82</sup> Grothaus, ZBB 2005, 62, 65; Liekefett, 183 f.



einer Vertraulichkeitspflicht abzustellen sei<sup>83</sup>. Im Vergleich zur bisherigen Rechtslage sei daher eine Erleichterung der Weitergabe erfolgt.

(ccc) Keine Änderung der Auslegung

Wieder andere Autoren des Schrifttums lehnen eine derartige Sichtweise ab<sup>84</sup>. Da der Verbotstatbestand des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG unverändert geblieben sei, könne nicht davon ausgegangen werden, dass der Gesetzgeber eine Änderung der Auslegungspraxis habe bewirken wollen.

(ddd) Stellungnahme

Den erstgenannten Ansichten kann nicht gefolgt werden. Auch nach neuer Rechtslage bedarf es des Merkmals der berufs- oder tätigkeitsbezogenen Erforderlichkeit der Weitergabe, um nicht dem Weitergabeverbot des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG zu unterfallen. Auf den Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung kommt es dagegen nicht an. Hierzu nachfolgend im Einzelnen.

Wie vorstehend unter Ziffer (1) aufgezeigt, ist das Merkmal der Befugtheit der Weitergabe aufgrund des offenen Wortlautes der Norm im Rahmen einer richtlinienkonformen Auslegung von Literatur und Praxis erarbeitet worden. Diese Auslegung war auch dem Gesetzgeber des AnSVG bekannt. Hätte er daran etwas ändern wollen, so wäre dies entweder explizit im Wortlaut des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG erfolgt oder es hätte sich zumindest eine Erläuterung in der Begründung des Regierungsentwurfes gefunden. Weder der Wortlaut, noch die Regierungsbegründung enthalten jedoch etwas Derartiges. Vielmehr wird auf europäischer Ebene sogar noch einmal die Voraussetzung der arbeits-, berufs- oder aufgabenbezogenen Erforderlichkeit der Weitergabe wiederholt. Art. 3 lit. a) der MMR knüpft insoweit nahtlos an die entsprechende Regelung der Insiderrichtlinie an. Dass die Regelung des § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG im Recht der Ad-hoc-Publizität Auswirkungen auf das nachgelagerte insiderrechtliche Verbot der Weitergabe von Insiderinformationen haben soll, erscheint daher schon aus diesem Grunde fern liegend<sup>85</sup>.

---

<sup>83</sup> Rodewald/Tüxen, BB 2004, 2249, 2251 f.

<sup>84</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 75 ff.; Falkenhausen/Widder, BB 2005, 225, 226; Bergmann/Drees, StraFo 2005, 364, 368.

<sup>85</sup> Ebenso Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 76; von Falkenhausen/Widder, BB 2005, 225, 227; Claussen/Florian, AG 2005, 745, 752; vgl. allgemein zur Wechselwirkung von Ad-hoc-Publizität und Insiderrecht, Einleitung, II.3.b).

Ein Blick auf die Entstehungsgeschichte des § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG verstärkt diese Sichtweise. Die Norm dient der Umsetzung des Art. 6 Abs. 3 Satz 2 MMR. Dieser stellt eine Ausnahme von der in Art. 6 Abs. 3 Satz 1 MMR normierten allgemeinen Regel auf, dass Insiderinformationen ad-hoc-publiziert werden müssen, wenn sie „*im normalen Rahmen der Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder der Erfüllung ihrer Aufgaben im Sinne von Artikel 3 Buchstabe a) an einen Dritten weiterge[ge]ben*“ werden. Dies gilt gemäß Satz 2 ausnahmsweise nicht, wenn der Informationsempfänger aus „*Rechts- oder Verwaltungsvorschriften, einer Satzung oder einem Vertrag*“ zur Vertraulichkeit verpflichtet ist.

Hieraus folgt zweierlei. Zum einen wird durch die ausdrückliche Verweisung und wortgleiche Anknüpfung des Art. 6 Abs. 3 Satz 1 MMR an die Regelung der Berufsbezogenheit in Art. 3 lit. a) der Insiderrichtlinie deutlich, dass das Merkmal der „*befugten*“ – d.h. arbeits-, berufs- oder tätigkeitsbezogen erforderlichen – Weitergabe nicht entfallen ist, sondern hieran weiter anzuknüpfen ist. Zum anderen wird erkennbar, dass das Weitergabeverbot des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG eine Vertraulichkeitsvereinbarung im Sinne des § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG darstellt und dass daher die Anknüpfung an eine Vertraulichkeitsverpflichtung zur Begründung der Befugtheit ad absurdum führen würde. Hierzu nachfolgend im Einzelnen.

Nach dem klaren Wortlaut des Art. 6 Abs. 3 Satz 2 MMR kann sich die Vertraulichkeitsverpflichtung auch aus „*Rechts- [...] vorschriften*“, d.h. aus dem Gesetz ergeben. Der Wortlaut des § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG ist zunächst unergiebig. „Rechtlich“ zur Vertraulichkeit verpflichtet kann jemand sowohl per Gesetz, wie auch per Vertrag sein. Letztlich gebietet aber hier das Telos eine Gleichstellung mit einer vertraglichen Verschwiegenheitsverpflichtung. Denn diese sind mit Blick auf den Sinn und Zweck solcher Vorschriften mindestens gleichwertig, da derjenige, der nicht durch eine Strafnorm von Insiderhandlungen abgehalten wird, wohl kaum durch vertragliche Verpflichtungen abgehalten werden kann. Dasselbe Ergebnis lässt sich ferner aus einem Umkehrschluss aus §§ 4 Abs. 8 sowie 10 Abs. 1 Satz 2 WpHG herleiten, da das Gesetz hier – im Gegensatz zu § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG – zwischen gesetzlicher Verschwiegenheitspflicht und einer solchen aufgrund des Berufs unterscheidet<sup>86</sup>.

---

<sup>86</sup> So zu Recht *Leuring*, NZG 2005, 12, 15.

Jemand, den insiderrechtlich das Weitergabeverbot trifft, ist daher als rechtlich zur Verschwiegenheit Verpflichteter im Sinne des § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG anzusehen. Hieraus folgt nun aber interessanter Weise, dass die Ausnahme des Art. 6 Abs. 3 Satz 2 MMR und des in dessen Umsetzung ergangenen § 15 Abs. 1 Satz 3, 2. HS WpHG immer erfüllt ist<sup>87</sup>. Da der Empfänger immer einer Vertraulichkeitsverpflichtung in Form des Weitergabeverbotes unterliegen würde, wäre unter Berücksichtigung des Vorstehenden somit die Weitergabe von Insiderinformationen immer erlaubt. Ein Verbot, dessen Ausnahme immer erfüllt ist, kann jedoch nicht Sinn der Regelung sein. Daher kommt § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG allenfalls eine klarstellende Funktion zu.

Entgegen der erstgenannten Ansichten ist demzufolge das Vorliegen einer Vertraulichkeitsvereinbarung nicht das maßgebliche Merkmal zur Abgrenzung zwischen befugter und unbefugter Weitergabe von Insiderinformationen. Untermauern lässt sich dieses Ergebnis durch ein systematisches Argument. Wie vorstehend bereits ausgeführt, fußen die Tatbestandsmerkmale „unbefugt“ in § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG und „im Rahmen der Befugnisse“ in § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG, auf derselben europarechtlichen Diktion in Art. 3 lit. a) und Art. 6 Abs. 3 MMR und sind daher identisch. Hieraus folgt, dass die Ad-hoc-Publizität dem Weitergabeverbot nicht flankierend zur Seite steht, sondern die Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG nur dann eingreift, wenn die Weitergabe befugt erfolgte<sup>88</sup>. Hält man nun aber mit der erstgenannten Ansicht das Tatbestandsmerkmal der Befugtheit für entbehrlich und stellt allein auf das Vorliegen einer Vertraulichkeitsverpflichtung ab, so ist die Ad-hoc-Publizität aus § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG auch dann zu bejahen, wenn die Weitergabe unbefugt erfolgte. Ein solches, dem US-amerikanischen Vorbild der SEC-Regulation entlehntes Modell der Ad-hoc-Publizität<sup>89</sup> sollte jedoch durch die Anknüpfung an die Weitergabe „im Rahmen der Befugnisse“, in § 15 Abs. 1 Satz 3 bzw. Art. 6 Abs. 3 MMR gerade nicht eingeführt werden<sup>90</sup>.

---

<sup>87</sup> von Falkenhausen/Widder, NZG 2005, 225, 227; Widdert/Gallert, NZG 2006, 451, 453; Simon, Der Konzern 2005, 13, 19; i.E. ebenso Leuering, NZG 2005, 12, 15, der hieraus allerdings folgert, dass das Weitergabeverbot aus § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG nicht als rechtliche Vertraulichkeitsverpflichtung im Sinne des § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG anzusehen sei. Unter Berufung auf die Regierungsbegründung sei vielmehr eine Verpflichtung zur besonderen Vertraulichkeit erforderlich. Dem lässt sich jedoch entgegenhalten, dass die Regierungsbegründung nur deshalb den Terminus „besonders“ wählt, um die umfassende Aufzählung der Möglichkeiten der Vertraulichkeitsverpflichtungen in Art. 6 Abs. 3 Satz 2 MMR abzudecken.

<sup>88</sup> Simon, Der Konzern 2005, 13, 18; Leuering, NZG 2005, 12, 16 f.; Widdert/Gallert, NZG 2006, 451, 453.

<sup>89</sup> Regulation FD: 17 CFR § 243.100 - § 243.103.

<sup>90</sup> Simon, Der Konzern 2005, 13, 18.

(eee) Ergebnis

Zusammenfassend ist daher festzustellen, dass es auch nach neuer Rechtslage der Prüfung bedarf, ob die Weitergabe zur Berufs- oder Geschäftsausübungstätigkeit erforderlich ist. Der bloße Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung ist weder zusätzlich erforderlich, noch alleine ausreichend, um die Weitergabe von Insiderinformationen als befugt im Sinne des § 14 Abs. 1 Satz 2 zu qualifizieren.

(bb) Verschärfung des Weitergabeverbots

Vertreten wird des Weiteren, dass es einer Verschärfung des Weitergabeverbots bedürfe.

(aaa) Literatur und EuGH

Einer bislang im Schrifttum vereinzelt gebliebenen Ansicht zufolge, ist nach neuer Rechtslage der Kreis der zulässigen Fälle der Weitergabe von Insiderinformationen grundsätzlich enger zu fassen als bisher<sup>91</sup>. Gestützt wird diese Rechtsansicht auf § 7 Ziff. 1 WpAIV, wonach vom Emittenten Vorkehrungen zu treffen sind, dass nur die Personen Zugang zu Insiderinformationen haben dürfen, für die der Zugang für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben innerhalb des Emittenten „*unerlässlich*“ ist.

Zum selben Ergebnis kommt der EuGH in der Entscheidung „Knud Grøngaard, Allan Bang“, welcher noch die Insiderrichtlinie von 1989 zu Grunde zu legen war<sup>92</sup>. Der Gerichtshof begründet diese Ansicht jedoch im Gegensatz zum vorgenannten Schrifttum mit den Zielen der Insiderrichtlinie und dem Umstand, dass die Bestimmung des Art. 3 lit. a) der Insiderrichtlinie als Ausnahme von einem allgemeinen Verbot und im Interesse der praktischen Wirksamkeit der Richtlinie eng auszulegen sei.

(bbb) Stellungnahme

Dem ist entgegenzutreten. Die Begründung des Schrifttums verkennt zweierlei. Zum einen ist zu beachten, dass die Regelung des § 7 Ziff. 1 WpAIV nur für den Fall der Befreiung von der Veröffentlichungspflicht gemäß § 15 Abs. 3 WpHG gilt, welche innerhalb des Rechts der Ad-hoc-Publizität eine Ausnahmestellung einnimmt. Demnach kann sie für den Normalfall der befugten Weitergabe (und der klarstellenden Regelung des § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG) keine Geltung beanspruchen. Zum anderen ist die vorgenannte Regelung gemäß des klaren Wortlautes ausschließlich auf die interne Informationsweitergabe beim Emittenten bezogen

---

<sup>91</sup> *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642, 647.

<sup>92</sup> EuGH, Urt. 22.11.2005 – C – 384/02 (Knud Grøngaard/ Allan Bang), NZG 2006, 60, 60 ff.

(„Personen [...], deren Zugang zu Insiderinformationen für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben beim Emittenten“) und ist daher auf die Weitergabe von Insiderinformationen an externe Dritte per se nicht anwendbar. Darüber hinaus legt auch die englische Übersetzung des § 7 Ziff. 1 WpAIV („[...] who require it for the exercise of their functions [...]“) keine solche Auslegung nahe<sup>93</sup>.

Hinsichtlich der Argumentation des EuGH ist zunächst festzustellen, dass diese auch nach neuer Rechtslage nichts an Aktualität eingebüßt hat. Die Ausnahmebestimmung des Art. 3 lit. a) der Insiderrichtlinie ist mit dessen nahezu wortgleichem Pendant in Art. 3 lit. a) MMR inhaltlich identisch, so dass die Argumente auf die aktuelle Rechtslage nach der MMR übertragbar sind.

Der Entscheidung ist jedoch inhaltlich entgegen zu treten. Eine Beschränkung der Weitergabe von Insiderinformationen auf unerlässliche Fälle ist weder durch den Telos der Insiderrichtlinie, noch den der MMR angelegt. In jedem Fall kann zumindest in Deutschland eine derartige Auslegung nicht greifen.

Der Wortlaut des Art. 3 lit. a) beschränkt in beiden Richtlinien die Ausnahme vom Verbot der Weitergabe auf Fälle, in denen die Weitergabe im normalen Rahmen der Arbeits- oder Berufsausübung oder zur Aufgabenerfüllung des Weitergebenden „geschieht“. Eine darüber hinausgehende Notwendigkeit der Unerlässlichkeit der Weitergabe ist dem Wortlaut nicht zu entnehmen. Auch der Zweck der Richtlinien (Funktionsschutz – Anlegerschutz)<sup>94</sup>, welcher dem gesamten Kapitalmarktrecht zu Grunde liegt, bedingt keine derart enge Auslegung. Diesem wird vielmehr bereits dann ausreichend Rechnung getragen, wenn eine im vorgenannten normalen Rahmen erfolgende Weitergabe von Insiderinformationen sachlich gerechtfertigt und in Abwägung mit dem durch die Ausweitung des Insiderkreises verbundenen erhöhten Risikos von Insidergeschäften erfolgt. So wird denn auch von den bisherigen Stimmen zur neuen Rechtslage die Weitergabe immer dann für zulässig erachtet, wenn sie „erforderlich“<sup>95</sup> sei oder schlicht „benötigt“<sup>96</sup> werde. Hinzu kommt, dass eine enge Auslegung des Tatbestandsmerkmals dazu führen würde, dass zukünftig der Informationsfluss zwischen dem Emittenten und seinen Beratern unangemessen beschränkt würde. Dies wird deutlich, wenn man die Besonderheiten des anwendbaren nationalen Rechts berücksichtigt, wie dies vom EuGH ausdrücklich angemahnt worden ist<sup>97</sup>. So haben die Mitglieder des Vorstands einer Aktiengesellschaft bei ihrer Geschäftsführung gemäß § 93 Abs. 1 Satz 1

---

<sup>93</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 89; i.E. so selbst Brandi/Süßmann, AG 2004, 642, 647.

<sup>94</sup> Vgl. Einleitung, I.3.

<sup>95</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 74; Falkenhausen/Widder, BB 2005, 225, 226.

<sup>96</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.2.1.; Kümpel/Veil, 2. Kapitel, Rn. 46.

<sup>97</sup> EuGH, NZG 2006, 60, 61 (Rn. 39).

AktG die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden. Aufgrund der durch das UMAG neu eingeführten und auf die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zurückgehenden<sup>98</sup> Business Judgement Rule (§ 93 Abs. 1 Satz 2 AktG), handelt der Vorstand diesbezüglich objektiv pflichtkonform, wenn er bei einer unternehmerischen Entscheidung u.a. „auf Grundlage angemessener Informationen“ entscheidet. Gemeint ist hier jedes Handeln oder Unterlassen der Vorstandsmitglieder, dem eine bewusste unternehmerische Entscheidung zu Grunde liegt<sup>99</sup> und nicht ausschließlich formale Beschlüsse, so dass die Weitergabe von Insiderinformationen regelmäßig erfasst sein wird. Als eine angemessene Informationsgrundlage ist diejenige anzusehen, die in der konkreten Entscheidungssituation als angemessen erscheinen kann, wobei die Perspektive des Entscheidenden zum Zeitpunkt der Entscheidungsfindung maßgeblich ist (ex ante)<sup>100</sup>. Der Gesetzgeber setzt hierzu zwar nicht generell eine Beratung durch externe Berater voraus<sup>101</sup>, deren Einbeziehung ausschließlich in unerlässlichen Fällen, man könnte auch formulieren, in Ausnahmefällen, wird jedoch schlechterdings nicht zu einer angemessenen Informationsgrundlage des Vorstands führen können. Schon aufgrund dieser Überlegungen kann – insbesondere nach deutschem Recht – die Weitergabe von Insiderinformationen daher nicht grundsätzlich auf unerlässliche Fälle beschränkt werden. Vielmehr erfolgt eine solche schon immer dann „befugt“ im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG, wenn sie erforderlich ist. Dies ist aus der maßgeblichen Perspektive des Weitergebenden dann der Fall, wenn die Weitergabe im normalen Rahmen der Arbeits- oder Berufsausübung oder zur Aufgabenerfüllung sachlich gerechtfertigt erfolgt.

#### (ccc) Ergebnis

Nach neuer Rechtslage ist der Kreis der zulässigen Fälle der Weitergabe von Insiderinformationen nicht auf unerlässliche Fälle zu beschränken, sondern schon dann insiderrechtlich als befugt anzusehen, wenn die Weitergabe erforderlich ist.

#### (c) Ergebnis

Auch nach dem AnSVG erfolgt eine Weitergabe von Insiderinformationen befugt, wenn sie aufgrund der Ausübung der Arbeit, des Berufes oder der Erfüllung einer Tätigkeit erforderlich ist. Aus § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG lässt sich ebenso wenig eine Erleichterung der Weitergabe

---

<sup>98</sup> BGHZ 135, 244, 253 („ARAG/Garmenbeck“).

<sup>99</sup> Begr. RegE (UMAG), BT-Drs. 15/5092, S. 11.

<sup>100</sup> Hüffer, § 93 Rn. 4g.

<sup>101</sup> Begr. RegE (UMAG), BT-Drs. 15/5092, S. 12.

durch Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen herleiten, wie aus § 7 Ziff. 1 WpAIV oder dem Telos des Weitergabeverbotes eine Verschärfung der zulässigen Weitergabe auf unerlässliche Fälle.

Die Prüfung hat die widerstreitenden Interessen der beteiligten Akteure abzuwägen. Namentlich steht hier auf der einen Seite die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, wonach eine Verbreitung von Insiderinformationen möglichst zu verhindern ist. Auf der anderen Seite steht das Bedürfnis der Emittenten, im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit Informationen an ihre Geschäfts- und Vertragspartner weiterzugeben, ohne diese gleichzeitig öffentlich bekannt zu machen. Da im Rahmen einer solchen Abwägung jeweils auf den konkreten Einzelfall abgestellt werden muss, sind im Schrifttum Fallgruppen gebildet worden<sup>102</sup>. Durch diese Vorgehensweise können zumindest innerhalb der betrachteten Fallgruppen allgemeingültige Aussagen getroffen werden. Entsprechend dem Thema dieser Arbeit wird die befugte Weitergabe von Insiderinformationen daher nachstehend im Rahmen der bei Unternehmensakquisitionen in Betracht kommenden Fallgruppen problematisiert<sup>103</sup>.

#### ccc) Ergebnis

Durch das AnSVG ist im Wortlaut des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG lediglich der Begriff der Insidertatsache durch den neuen Begriff der Insiderinformation ersetzt worden. Die durch die Norm verbotenen Handlungsweisen sind dagegen unverändert geblieben. Auch in einer Gesamtschau des AnSVG und der MMR bedarf die Norm keiner neuen Auslegung. Daher erfolgt eine Weitergabe von Insiderinformationen nach wie vor dann „befugt“, wenn dies für den Weitergebenden im normalen Rahmen seiner Arbeits- oder Berufsausübung oder seiner Aufgabenerfüllung erforderlich ist.

#### b) Empfehlen oder Verleiten, § 14 Abs. 1, Ziff. 3 WpHG

Der Verbotstatbestand des § 14 Abs. 1, Ziff. 3 WpHG hat durch das AnSVG eine Ergänzung erfahren. Zu dem bereits nach alter Rechtslage normierten Empfehlungsverbot ist die Tathandlungsalternative des Verleitens hinzugefügt worden.

---

<sup>102</sup> Vgl. Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 80 ff.; zur alten Rechtslage, Assmann/Cramer, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 14 Rn. 48d ff.; Schäfer, in: Schäfer, § 14 WpHG Rn. 22; Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 33 jeweils m.w.N.

<sup>103</sup> Vgl. hierzu 3. Kapitel, III. 1.

#### aa) Empfehlen

Das Empfehlungsverbot ist systematisch eng mit dem Weitergabeverbot des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG verknüpft. Es soll die Fälle erfassen, in denen der Insider dem Dritten keine Kenntnis von der Insiderinformation selbst verschafft, ihm aber ein bestimmtes Verhalten als vorteilhaft darstellt und ihm die Verwirklichung dieses Verhaltens anrät<sup>104</sup>. Dem Insider soll zudem die Möglichkeit genommen werden, sich zur Vornahme von Insidergeschäften eines Dritten zu bedienen, ohne selbst unmittelbar tätig zu werden<sup>105</sup>. Wird die Insiderinformation dennoch gleichzeitig übermittelt, so liegt ein tateinheitlicher Verstoß gegen das Weitergabeverbot vor, § 52 StGB<sup>106</sup>. Dagegen kann der Tippempfänger bei fehlender Kenntnis von der Insiderinformation der Empfehlung des Insiders folgen, ohne gegen das Insiderhandelsverbot nach § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG zu verstoßen<sup>107</sup>. Ein „Anderer“ im Sinne der Norm ist jede andere Person als der Empfehlende selbst<sup>108</sup>. Folglich kann auch jedes rechtlich selbstständige Konzernunternehmen Empfehlungsempfänger sein.

#### bb) Verleiten

##### aaa) Aktives Tun

Durch §§ 14 Abs. 1, Ziff. 3, 38 Abs. 1 a.E., 39 Abs. 2, Ziff. 4 WpHG ist in Umsetzung des Art. 3 lit. b MMR das Verleiten zum Erwerb oder zur Veräußerung von Insiderpapieren als neue Begehungsform des Insiderhandels eingeführt worden. Ausweislich des klaren Wortlautes ist das Verbot des Verleitens als allgemeiner Auffangtatbestand konzipiert („empfehlen [...] oder einen anderen auf sonstige Weise dazu zu verleiten“). Dies wird auch in der Regierungsbegründung noch einmal ausdrücklich klargestellt<sup>109</sup>. Daher werden nunmehr auch diejenigen Tathandlungsalternativen erfasst, in denen der Wille eines Dritten auf sonstige Weise beeinflusst wird<sup>110</sup>. Weiterhin folgt hieraus, dass die Tatbestandsalternative des Empfehlens nach neuer Rechtslage nur noch ein spezieller Unterfall des Verleitens ist<sup>111</sup>.

---

<sup>104</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 119; Schäfer, in: Schäfer, § 14 WpHG Rn. 26; Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 50 f.

<sup>105</sup> Begr. RegE (2. FGG), BT-Drs. 12/6679, S. 47 f.

<sup>106</sup> Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 50.

<sup>107</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 120; Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 52; dies verkennend Bergmann/Drees, StraFo 2005, 364, 370 (Ordnungswidrigkeit).

<sup>108</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 121.

<sup>109</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 34.

<sup>110</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.2.2.; Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 126; Nack, in: Müller-Gugenberger/Bieneck, § 69 Rn. 19; Schwintek, AnSVG, 27.

<sup>111</sup> Die Formulierung „verleiten“ wird im Folgenden daher als Oberbegriff genutzt und umfasst die Handlungsform des Empfehlens.



### bbb) Unterlassen

Ein Unterlassen des Verleitens ist als abstraktes Gefährdungsdelikt nicht tatbestandsmäßig<sup>112</sup>. Fraglich ist jedoch, ob der neue Auffangtatbestand nunmehr auch ein Verhalten erfasst, bei dem der Insider dem Dritten von dem Erwerb oder der Veräußerung eines Insiderpapiers abrät, diesen also zu einem Unterlassen der Transaktion verleitet.

Dies wurde zur alten Rechtslage überwiegend mit dem Argument des eindeutigen Wortlautes abgelehnt<sup>113</sup>. Nach neuer Rechtslage wird vereinzelt vertreten, dass nunmehr auch das Abraten von einer Wertpapiertransaktion den Tatbestand des § 14 Abs. 1, Ziff. 3 WpHG erfüllt<sup>114</sup>.

Dem ist jedoch entgegenzutreten. Nach wie vor spricht der Wortlaut gegen eine Erfassung derartiger Fälle. Gemäß § 14 Abs. 1, Ziff. 3 WpHG ist es verboten, „*einen anderen auf sonstige Weise dazu* [= Erwerb oder Veräußerung, Anm. d.V.] *zu verleiten*“. Auch die Handlungsalternative des Verleitens bezieht sich durch das Wort „*dazu*“ demnach eindeutig auf den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren und nicht auf deren Unterlassen. Soweit von der Gegenansicht darauf hingewiesen wird, dass der Dritte das Abraten von einer Veräußerung als Empfehlung zum Kauf des jeweiligen Finanzinstrumentes verstehen müsse, überschreitet eine solche – durchaus nachvollziehbare – Auslegung die Grenzen strafrechtlicher Tatbestandsauslegung. Der bei Straftatbeständen gebotenen restriktiven Auslegung steht es entgegen, derartige Tipps unter § 14 Abs. 1, Ziff. 3 WpHG zu subsumieren<sup>115</sup>. Die Begehungsalternative des Verleitens stellt dogmatisch vielmehr einen besonders geregelten Fall der mittelbaren Täterschaft dar, bei welcher der Dritte gleichsam als Werkzeug benutzt wird, jedoch nicht selbst bestimmt agiert<sup>116</sup>. Rät der Insider dem Dritten jedoch dazu, die Wertpapiertransaktion zu unterlassen, so ist dessen Unterlassen eine selbst bestimmte Reaktion.

### cc) Ergebnis

Der Verbotstatbestand des § 14 Abs. 1, Ziff. 3 WpHG ist durch das AnSVG als Auffangtatbestand ausgestaltet worden. Maßgebliches, d.h. auch das Empfehlen nach § 14

---

<sup>112</sup> Vgl. 3. Kapitel, II.1.a)bb).

<sup>113</sup> Assmann/Cramer, in Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 14 Rn. 72; Assmann, WM 1996, 1337, 1352, Schäfer, in: Schäfer, § 14 WpHG Rn. 26; Kümpel, WpHG, 84 f.; Becker, 56; Irmen, in: BuB, Rn. 7/750; Lücker, 115 f.; a.A. Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 44.

<sup>114</sup> Cahn, Der Konzern 2005, 5, 12.

<sup>115</sup> I.E. ebenso Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 123.

<sup>116</sup> Diekmann/Sustmann, NZG 2004, 929, 932.

Abs. 1, Ziff 3 WpHG a.F. umfassende, Tatbestandsmerkmal ist nunmehr das „*Verleiten*“. Hierunter sind sämtliche Begehungsweisen zu fassen, bei denen der Wille eines Dritten auf beliebige Weise beeinflusst wird. Voraussetzung ist jedoch jeweils, dass die Tat, zu der verleitet wird, einen Erwerb oder eine Veräußerung von Insiderpapieren im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG darstellt.

### c) Subjektiver Tatbestand

Vor dem AnSVG verlangte der subjektive Tatbestand des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 und 3 WpHG a.F. Vorsatz<sup>117</sup>. Hinsichtlich der Mitteilung musste der Insider also positiv wissen, dass es sich bei der mitgeteilten Tatsache um eine Insidertatsache handelt. Bei der Handlungsform des zugänglich Machens musste er wissen oder damit rechnen und dies in Kauf nehmen, dass der Dritte sich die Kenntnis von der Insidertatsache verschaffen wird. Hinsichtlich des Empfehlungsverbot es musste der Insider den Vorsatz haben, den Willen des anderen zu beeinflussen. Die Absicht, einen wirtschaftlichen Vorteil zu erzielen, war dagegen nicht erforderlich<sup>118</sup>. Durch das AnSVG haben sich auf der subjektiven Tatbestandsseite Änderungen ergeben. Es bedarf nunmehr der Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsidern<sup>119</sup>.

#### aa) Primärinsider

Die Weitergabe- und Verleitungsverbote sind für Primärinsider nur strafbar, wenn diese vorsätzlich handeln, § 38 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG i.V.m. § 15 StGB. Leichtfertigkeit reicht hierfür nicht aus, da § 38 Abs. 4 WpHG nur auf § 38 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG verweist. Jedoch greift bei Leichtfertigkeit § 39 Abs. 2, Ziff. 3, 4 WpHG ein, so dass das leichtfertige Verkennen der Insiderinformationseigenschaft auch für Primärinsider als Ordnungswidrigkeit geahndet werden kann<sup>120</sup>.

Am Vorsatz fehlt es beispielsweise, wenn ein Vorstandsmitglied einen Brief, der eine Insiderinformation enthält, auf seinem Schreibtisch liegen lässt, ohne daran zu denken, dass die Putzfrau vom Inhalt des Briefes Kenntnis nehmen könnte<sup>121</sup>. Jedoch sind derartige Verhaltensweisen nunmehr von der leichtfertigen Begehungsalternative des § 39 Abs. 2, Ziff.

---

<sup>117</sup> Assmann/Cramer, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 14 Rn. 67; Schäfer, in: Schäfer, § 14 WpHG, Rn. 24, 27; Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 48 f., 51.

<sup>118</sup> Hopt, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rn. 43.

<sup>119</sup> Vgl. zu dieser Differenzierung auf der Rechtsfolgenseite, 4. Kapitel, I.2.

<sup>120</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.4; Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 114, 131; Vogel, in: Assmann/Schneider, § 39 Rn. 9.

<sup>121</sup> Beispiel nach Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 115. Gleiches gilt etwa beim versehentlichen Anlassen des PCs oder Versenden einer Email mit falscher Adresse.

3 WpHG erfasst, so dass sie als Ordnungswidrigkeit geahndet werden können. Auch die insiderrechtlich relevante Unterhaltung zweier Vorstandsmitglieder im Fonds eines PKW, welche der Fahrer des Wagens mithört, ist daher wegen leichtfertigen zugänglich Machens von Insiderinformationen gemäß §§ 14 Abs. 1, Ziff. 2, 39 Abs. 2, Ziff. 3 WpHG als Ordnungswidrigkeit erfasst.

#### bb) Sekundärinsider

Nach neuer Rechtslage reicht die leichtfertige Begehungsweise für die Tatbestandsverwirklichung durch den Sekundärinsider aus. Für die Weitergabe- und Verleitungsverbote ergibt sich dies aus dem neuen § 39 Abs. 2, Ziff. 3 und 4 WpHG. Sowohl der vorsätzliche, wie auch der leichtfertige Verstoß des Sekundärinsiders gegen das Weitergabe- oder Empfehlungsverbot sind daher lediglich als Ordnungswidrigkeit zu ahnden.

#### cc) Ergebnis

Die Vorfeldtatbestände des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 und 3 WpHG sind nach neuer Rechtslage bereits durch leichtfertiges Handeln begehbar. Ein vorsätzlicher Verstoß ist für den Primärinsider strafbar und für den Sekundärinsider ordnungswidrig. Ist ihnen in Bezug auf das Tatbestandsmerkmal der Insiderinformation nur Leichtfertigkeit zur Last zu legen, so stellen die Verstöße für beide lediglich eine Ordnungswidrigkeit dar.

#### d) Rechtswidrigkeit und Schuld

Hinsichtlich der Rechtswidrigkeit und Schuld gelten die allgemeinen Regeln. Dementsprechend sind die allgemeinen Rechtfertigungs- und Entschuldigungsgründe grundsätzlich anwendbar<sup>122</sup>. Allein das durch die Insiderinformation betroffene Unternehmen kann nicht rechtfertigend in den Insiderhandel einwilligen. Das Insiderhandelsverbot schützt die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes als überindividuelles Rechtsgut, welches nicht zur Disposition des Emittenten steht<sup>123</sup>.

#### e) Ergebnis

Die Vorfeldtatbestände der unbefugten Weitergabe von Insiderinformationen und des Verleitens von Dritten zu dem Erwerb oder der Veräußerung von Insiderpapieren haben durch das AnSVG eine maßvolle Erweiterung erfahren. Auf der objektiven Tatbestandsseite ist dies durch die Einführung eines Auffangtatbestands in § 14 Abs. 1, Ziff. 3 WpHG erfolgt. So ist

---

<sup>122</sup> Hilgendorf, in: Park, 3.Abschnitt, Rn. 160.

<sup>123</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 178.

zunehmend jede Art der Willensbeeinflussung Dritter zu einem Erwerb oder einer Veräußerung von Insiderpapieren erfasst. Hierdurch hat der objektive Tatbestand des Insiderhandelsverbotes insgesamt eine Abrundung erfahren. Auf der subjektiven Seite ist es zunehmend ausreichend, dass der Insider leichtfertig handelt. Die Unterschiede des Handlungsunrechtes auf Seiten des Primär- und des Sekundärinsiders werden durch eine Differenzierung bei der Art der Sanktionierung berücksichtigt.

### 3. Strafbarkeit des Versuchs, § 38 Abs. 3 WpHG

Der Versuch des § 14 WpHG a.F. war nicht strafbar<sup>124</sup>. Durch das AnSVG ist in § 38 Abs. 3 WpHG nunmehr die Versuchsstrafbarkeit für alle Tathandlungsalternativen eingeführt worden. Die Bundesregierung begründet die Einführung der Versuchstrafbarkeit schlicht mit einem Hinweis auf die Sachgerechtigkeit. Der versuchte Insiderhandel sei ebenso wie die Vollendung geeignet, das Vertrauen in den Kapitalmarkt zu erschüttern und damit die Funktionsfähigkeit der Börsen und Märkte zu gefährden<sup>125</sup>. Dem ist im Ergebnis zuzustimmen. Dennoch soll nicht unerwähnt bleiben, dass in Art. 2 Abs. 1 Satz 1 und Art. 14 MMR lediglich die Strafbarkeit des versuchten Erwerbs und der Veräußerung von Insiderpapieren vorgesehen ist. Soweit § 38 Abs. 3 WpHG für Primärinsider auch die Verbote der Weitergabe und des Verleitens erfasst, geht die deutsche Umsetzung daher über die Vorgaben der MMR hinaus<sup>126</sup>.

Der Versuch des Erwerbs und der Veräußerung von Insiderpapieren ist sowohl für Primär-, als auch für Sekundärinsider strafbar, da § 38 Abs. 3 WpHG auf § 38 Abs. 1 verweist und dessen Ziff. 1 den Erwerb und die Veräußerung von Insiderpapieren für beide unterschiedslos unter Strafe stellt<sup>127</sup>. Das Verbot der versuchten Weitergabe und des versuchten Verleitens gilt dagegen ausweislich des klaren Wortlautes des § 38 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG nur für Primärinsider.

Einen Versuch nimmt vor, wer nach seiner Vorstellung von der Tat zur Verwirklichung des Tatbestands unmittelbar ansetzt<sup>128</sup>. Der Versuch des Erwerbs oder der Veräußerung von Insiderpapieren nach §§ 14 Abs. 1, Ziff. 1; 38 Abs. 3 WpHG ist daher zu bejahen, wenn der

---

<sup>124</sup> Assmann/Cramer, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 14 Rn. 91 m.w.N.

<sup>125</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 40.

<sup>126</sup> Cahn, Der Konzern 2005, 5, 12; kritisch Vogel, in: Assmann/Schneider, § 38 Rn. 13.

<sup>127</sup> a.A. (ohne Begründung) Diekmann/Sustmann, NZG 2004, 929, 932: nur Primärinsider.

<sup>128</sup> Tröndle/Fischer, § 22 Rn. 8 ff.

Insider die Order gegenüber der depotführenden Bank abgegeben hat<sup>129</sup>. Der Versuch der unbefugten Weitergabe oder des Verleitens nach §§ 14 Abs. 1, Ziff. 2, 3; 38 Abs. 3 WpHG ist zu bejahen, wenn unter Verwendung der Insiderinformation Handlungen vorgenommen werden, die unmittelbar dazu führen sollen, dass ein Dritter die Insiderinformationen erhält oder ein Insiderpapier erwirbt oder veräußert<sup>130</sup>. Die Insiderinformation oder die Empfehlung dürfen dem Adressaten dabei jedoch nicht zur Kenntnis gelangen<sup>131</sup>.

#### 4. Ausnahmen

Für den Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Stabilisierungsmaßnahmen<sup>132</sup> stellt § 14 Abs. 2 Satz 1 WpHG eine sog. Safe Harbour-Regel auf. Hiernach stellen diese Maßnahmen in keinem Fall einen Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot dar, soweit sie die Bedingungen der Verordnung EG/2273/2003 erfüllen.

##### a) Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen

§ 14 Abs. 2 Satz 1 WpHG basiert auf Art. 8 MMR. Zum Teil wird vertreten, dass die WpHG-Regelung nur deklaratorischen Charakter besitze, da der Ausnahmetatbestand bereits in der Verordnung EG/2237/2003 geregelt und auf Grund ihrer unmittelbaren mitgliedstaatlichen Wirkung auch in Deutschland Anwendung finden würde<sup>133</sup>. Dies ist jedoch nicht der Fall. In der vorgenannten Verordnung ist die Ausnahmeregelung selbst nicht geregelt, sondern lediglich die Bedingungen festgelegt, welche die Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen erfüllen müssen, um in den Genuss der Ausnahmeregelung des Art. 8 MMR zu kommen<sup>134</sup>. Folglich kommt § 14 Abs. 2 Satz 1 WpHG konstitutiver Charakter zu.

Da sich das deutsche Insiderhandelsverbot auch auf Finanzinstrumente bezieht, die im Freiverkehr gehandelt werden, hat der nationale Gesetzgeber in § 14 Abs. 1 Satz 2 WpHG, über die europäische Regelung hinausgehend, auch den Freiverkehr in die Regelung einbezogen<sup>135</sup>.

---

<sup>129</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.3.3.1.

<sup>130</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.3.3.2.

<sup>131</sup> Vogel, in: Assmann/Schneider, § 38 Rn. 13.

<sup>132</sup> Vgl. zum Begriff, Art. 2 Ziff. 7 VO EG/2273/2003.

<sup>133</sup> Bürgers, BKR 2004, 424, 425; Holzborn/Israel, WM 2004, 1948, 1952.

<sup>134</sup> Vgl. Art. 1 der Verordnung EG/2237/2003.

<sup>135</sup> Die Verordnung EG/2273/2003 gilt nur für geregelte Märkte im Sinne von Art. 1 Ziff. 13 der Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (Wertpapierdienstleistungsrichtlinie), ABIEG Nr. L 141, S. 27, also in Deutschland nur für den Amtlichen und den Geregelten Markt.

Die Ausnahme der Rückkaufprogramme vom Verbot des Insiderhandels ist sinnvoll, da es nahezu ausgeschlossen ist, dass eine Gesellschaft in dem Zeitpunkt, in dem sie Aktien zurückkauft, nicht über Insiderinformationen verfügt<sup>136</sup>. Die Verordnung EG/2273/2003 stellt klar, dass „*einzig und allein*“ Rückkaufprogramme zum Zwecke der Kapitalherabsetzung oder der Erfüllung von (a) Schuldtiteln, die in Beteiligungskapital umgewandelt werden können oder von (b) jeglichen Formen von Belegschaftsaktienprogrammen vom Verbot des Insiderhandels ausgenommen sind. Die ebenfalls in der Verordnung erfolgte Ausnahme für bestimmte Kursstabilisierungsmaßnahmen unterliegt einer zeitlichen Befristung.

#### b) Sonstige Maßnahmen

Fraglich ist, ob die Ausnahmeregelung des § 14 Abs. 2 Satz 1 WpHG abschließend ist oder auch für andere Maßnahmen eine Ausnahme vom Verbot des Insiderhandels gemacht werden kann.

In Erwägungsgrund 2 der Verordnung EG/2273/2003 sollen „*Maßnahmen zur Stabilisierung des Kurses von Finanzinstrumenten [...], auch wenn sie nicht im Einklang mit [dieser Verordnung, Anm. d.V.] erfolgen, nicht per se als Marktmissbrauch gewertet werden*“. Aufgrund der unmittelbaren Geltung dieser Verordnung in den Mitgliedsstaaten gilt daher auch für § 14 Abs. 2 WpHG, dass dieser nicht abschließend ist. Maßnahmen, die sich außerhalb des durch die vorgenannte EG-Verordnung gezogenen Rahmens bewegen, sind daher nicht per se unzulässig<sup>137</sup>. Es ist somit im jeweiligen Einzelfall zu prüfen, ob die Ausnahmeregelung des § 14 Abs. 2 WpHG zur Anwendung kommen kann.

#### c) Ergebnis

Die Ausnahmeregelung des § 14 Abs. 2 WpHG basiert auf Art. 8 MMR und der Verordnung EG/2237/2003. Aufgrund der unmittelbaren Geltung der Letztgenannten sind zum einen deren Voraussetzungen für eine Ausnahme vom Verbot des Insiderhandels zu beachten. Zum anderen ergibt sich aus deren Erwägungsgründen auch, dass § 14 Abs. 2 WpHG keinen abschließenden Charakter hat und daher dessen Anwendung auf konkrete Maßnahmen im Einzelfall zu prüfen ist.

---

<sup>136</sup> Ziemons, NZG 2004, 537, 540.

<sup>137</sup> Singhof/Weber, AG 2005, 549, 555, 562; i.E. ebenso Groß, in: GS Bosch, 49, 53; Holzborn/Israel, WM 2004, 1948, 1952, 1954 (jeweils zur vergleichbaren Safe Harbour-Regelung des § 20a Abs. 3 WpHG).

### III. Insiderhandelsverbot im Rahmen von Unternehmensakquisitionen

Will ein Unternehmen ein anderes Unternehmen zum Teil oder insgesamt erwerben, so hat der potentielle Erwerber hauptsächlich aus rechtlichen und wirtschaftlichen Gründen ein Interesse daran, möglichst umfassende Informationen über das Akquisitionsobjekt zu erhalten. Demzufolge ist es in der Praxis üblich, zumindest eine Due Diligence-Prüfung des Akquisitionsobjektes durchzuführen. Die Zielgesellschaft hat dabei jedoch die aktienrechtlichen Verschwiegenheitspflichten aus §§ 93 Abs. 1 Satz 3; 404 AktG zu beachten. Da die bisherige Prüfung gezeigt hat, dass im Vorfeld eines solchen Vorhabens regelmäßig Insiderinformationen existieren, hat die Zielgesellschaft darüber hinaus die besonderen insiderrechtlichen Geheimhaltungspflichten aus § 14 Abs. 1, Ziff. 2 und 3 WpHG zu beachten<sup>138</sup>.

Aufgrund dieses Spannungsfeldes stellen sich eine Vielzahl von insiderrechtlichen Fragen, so dass den einschlägigen Problemen besondere Beachtung geschenkt werden muss. Hinzukommt, dass insbesondere in Übernahmesituationen der schnelle Kauf von Aktien der Zielgesellschaft vor der Öffentlichkeit, der rechtzeitige Verkauf vor dem drohenden Zusammenbruch von Verhandlungen oder die entsprechende Weitergabe von Insiderinformationen an Dritte einen großen Reiz ausüben<sup>139</sup>. Die Anwendbarkeit des Insiderrechts ist daher in diesem Bereich besonders sensitiv<sup>140</sup>. Auf die Besonderheiten des Übernahmerechts im Rahmen von Unternehmensakquisitionen wird daher nachfolgend jeweils gesondert hingewiesen.

#### 1. Insiderhandel unter Verwendung von Insiderinformationen

Die Verwirklichung des Tatbestands des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG kommt im Rahmen von Unternehmensakquisitionen unter mehreren Gesichtspunkten in Betracht. So ist zunächst zu fragen, ob das Verwenden des eigenen Erwerbsentschlusses den Tatbestand des Insiderhandels erfüllt. Ferner kann die Verwendung von Informationen aus einer Due

---

<sup>138</sup> Die Zulässigkeit eines solchen Vorgehens nach Gesellschafts- und Dienstvertragsrecht, insbesondere die Vereinbarkeit mit der Verschwiegenheitspflicht des Vorstandes aus §§ 93 Abs. 1 S. 2, 404 AktG, ist nicht Gegenstand dieser Arbeit. Vgl. hierzu: *Marsch-Barner*, in: Semler/Volhard, § 7 Rn. 2 ff.; *Thiel*, in: Semler/Volhard, § 31 Rn. 87 ff.; *von Bülow*, in: KölnK-WpÜG, § 35 Rn. 174; *Hopt*, in: GroßK-AktG, § 93 Rn. 187 ff.; *Hüffer*, § 93 Rn. 8; *Becker*, in: Picot/Mentz/Seydel, Teil II, Rn. 6 ff.; *Rittmeister*, NZG 2004, 1032, 1033 f.; *Banerjea*, ZIP 2003, 1730 ff.; *Hopt*, ZGR 2002, 333 ff.; *Rozijn*, NZG 2001, 494, 495 ff.; *Ziemons*, AG 1999, 492, 493 ff.; *Jäger*, JZ 2003, 1048 ff.

<sup>139</sup> *Davies*, in: Hopt/Wymeersch, 243 nennt das Übernahmerecht gar den „*locus classicus*“ des Insiderhandels; vgl. auch *Hopt*, ZGR 2002, 333, 357.

<sup>140</sup> *Holzappel/Pöllath*, Rn. 293b; *Hasselbach*, NZG 2004, 1087, 1087.

Diligence insiderrechtlich relevant sein. Auf diese Fragestellungen wird nachfolgend im Einzelnen eingegangen.

a) Eigener Erwerbsentschluss

Der Erwerb bzw. die Veräußerung von Finanzinstrumenten basiert auf einem entsprechenden Entschluss des Erwerbers bzw. des Veräußerers. Fraglich ist, wie dieser insiderrechtlich einzuordnen ist.

aa) Verwendung des eigenen Erwerbsentschlusses

Zunächst müsste der Entschluss als Insiderinformation zu qualifizieren sein. Eine konkrete Information über einen Umstand im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG liegt nach vorliegend vertretener Auffassung nicht vor, wenn es sich um einen inneren Umstand ohne Drittbezug handelt<sup>141</sup>. Demzufolge ist der interne Erwerbsentschluss einer Person nicht bereits als Insiderinformation zu qualifizieren. Äußere Umstände, wie etwa in Kollegialorganen erörterte und gefasste Beschlüsse, stellen dagegen ohne Zweifel eine konkrete Information im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG dar. Die sodann erforderliche Preiserheblichkeit des Entschlusses ist regelmäßig zu bejahen, wenn die angestrebte Beteiligung mindestens als wesentliche Beteiligung einzuordnen ist<sup>142</sup>. Der Erwerbsentschluss ist in diesem Fall folglich als Insiderinformation zu qualifizieren.

Setzt der Erwerber diesen Entschluss in die Tat um, so verwendet er damit jedoch keine Insiderinformation. Ein Verwenden ist – im Gegensatz zum alten Ausnutzen – nach vorliegend vertretener Auffassung zwar immer schon dann zu bejahen, wenn die Insiderinformation ursächlich für den Erwerb geworden ist<sup>143</sup>. Entschlüsse werden jedoch in Handlungen umgesetzt und nicht verwandt. Dass die Umsetzung des eigenen Erwerbsentschlusses demzufolge nicht dem Insiderhandelsverbot unterfällt, war schon nach alter Rechtslage weitgehend anerkannt<sup>144</sup>. Auch die MMR stellt daher in Erwägungsgrund 30 nochmals ausdrücklich klar, dass „*dem Erwerb oder der Veräußerung von*

---

<sup>141</sup> 2. Kapitel, I.1.a)aa)bbb)(2).

<sup>142</sup> Vgl. hierzu 2. Kapitel, III.1.a)bb)aaa).

<sup>143</sup> Vgl. 3. Kapitel, II.1.a)aa)ccc).

<sup>144</sup> Begr. RegE (2.FFG), BT-Drs. 12/6679, S. 47; Assmann, ZGR 1994, 494, 518; ders., AG 1994, 237, 246; Cahn, ZHR 126 (1998), 1, 18 f.; Caspari, ZGR 1994, 530, 542; Hopt, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rn. 60; Immenga, ZBB 1995, 197, 204; Kümpel, WpHG, 71; ders., Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 16.165; Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 10.50; Vaupel/Uhl, WM 2003, 2126; 2128; zur Megede, in: Assmann/Schütze, § 14 Rn. 44; Wittich, Übernahmen, 381 f., i.E. ebenso auch Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 16 (Der Tatbestand sei zwar dem Wortlaut nach erfüllt, jedoch teleologisch zu reduzieren).



*Finanzinstrumenten notwendigerweise eine entsprechende Entscheidung der Person vorausgehen muss, die erwirbt bzw. veräußert, [so dass, Anm. d.V.] die Tatsache dieses Erwerbs oder dieser Veräußerung als solche nicht als Verwendung von Insider-Informationen gelten“ solle<sup>145</sup>.*

Dem ist mit dem Schrifttum zur neuen Rechtslage zuzustimmen<sup>146</sup>. Die Verwirklichung eigener Pläne und Entschlüsse kann schlechterdings nicht (insiderrechtlich) verboten sein, selbst wenn diese für Dritte eine Insiderinformation darstellen. Denn im Gegensatz zu Informationen werden diese schon vom Wortsinn her nicht “verwendet“, sondern von der Person, die den Entschluss gefasst hat, schlichtweg umgesetzt. Der Umstand des Erwerbs oder der Veräußerung von Finanzinstrumenten stellt als solcher keine Verwendung von Insiderinformationen dar, da dem Geschäft notwendigerweise eine entsprechende Entscheidung der handelnden Person vorausgeht. *Caspari* hat es bereits zur alten Rechtslage auf den Punkt gebracht, indem er ausführte, dass die Umsetzung einer unternehmerischen Planung keine Handlungsweise sei, die auf die Erlangung eines missbilligenswerten Vorteils abziele<sup>147</sup>. Dem ist unterstützend hinzuzufügen, dass sich jede andere Betrachtungsweise dem Vorwurf der formaljuristischen Denkweise aussetzen und darüber hinaus den Erwerb einer wesentlichen oder unternehmerischen Beteiligung in praxi unmöglich machen würde. Festzuhalten ist somit zunächst, dass die Umsetzung des eigenen Erwerbsentschlusses auch nach neuer Rechtslage nicht den Tatbestand des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG erfüllt.

Im Kontext von Übernahmesachverhalten sind jedoch die besonderen Bestimmungen des WpÜG zu beachten. Hat der Bieter die Entscheidung zur Abgabe eines Übernahme- oder Pflichtangebotes getroffen, so hat er diese gemäß §§ 10 Abs. 1 Satz 1; 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG unverzüglich zu veröffentlichen. Bis zur Veröffentlichung stellt die Entscheidung eine Insiderinformation dar, soweit sie Drittbezug aufweist<sup>148</sup>. Unterlässt der Bieter die Veröffentlichung, so hat er demzufolge Kenntnis von einer Insiderinformation. Der Bieter profitiert in diesem Fall von einem niedrigen Aktienkurs der Zielgesellschaft, der bei einer pflichtgemäßen Veröffentlichung nicht bestehen würde<sup>149</sup>. Der weitere Zukauf von Finanzinstrumenten der Zielgesellschaft erfolgt daher nicht mehr lediglich in Umsetzung des

---

<sup>145</sup> ABIEG Nr. L 96, S. 18.

<sup>146</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.1.5.2.; *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 14 Rn. 31; *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642, 644; *Cahn*, *Der Konzern* 2005, 5, 9; *Claussen/Florian*, AG 2005, 745, 752; *Hasselbach*, NZG 2004, 1087, 1091.

<sup>147</sup> *Caspari*, ZGR 1994, 530, 542.

<sup>148</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.a)bb)aaa)(3).

<sup>149</sup> *Vaupel/Uhl*, WM 2003, 2126, 2130.

Erwerbsentschlusses, sondern zugleich unter Verwendung einer Insiderinformation und ist damit als strafbarer Insiderhandel zu qualifizieren.

#### bb) Ausführung eines Gesamtplans

Im Rahmen von Unternehmensakquisitionen ist es ferner möglich, dass der Erwerber einen Gesamtplan fasst, dessen Umsetzung in mehreren Teilschritten zum Erwerb einer (zumeist unternehmerischen) Beteiligung oder eines gesamten Unternehmens führen soll. So kann ein potentieller Bieter etwa zunächst eine < 30 % Beteiligung an der potentiellen Zielgesellschaft durch nicht-öffentliche Angebote, also etwa Börsenkäufe oder Paketerwerbe, auf- oder ausbauen, ohne bereits die feste Entscheidung getroffen zu haben, ein Übernahmeangebote abzugeben<sup>150</sup>. Erlangt der Erwerber nun während des sukzessiven Erwerbvorganges, aber nach Fassung des Plans, Kenntnis von Insiderinformationen, so stellt dessen unveränderte Ausführung keinen Insiderhandel dar. Da der Erwerber den Gesamtplan schon vorher gefasst hatte, fehlt es nach neuer und alter Rechtslage an der Ursächlichkeit der Insiderinformationen für den Erwerb der Finanzinstrumente<sup>151</sup>. Wegen Verstoßes gegen § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG ist dagegen zu bestrafen, wer aufgrund der neuen Insiderinformation von seinem ursprünglichen Plan abweicht und eine größere Beteiligung an der Zielgesellschaft erwirbt als ursprünglich geplant.

Als Insiderhandel kommt ebenfalls der weitere Zukauf unter Verstoß gegen die Meldepflichten nach §§ 21 ff. WpHG in Betracht. Unterlässt der Erwerber die entsprechende Mitteilung und Veröffentlichung bei Erreichen oder Überschreiten der Schwellenwerte, kann dies seinerseits eine Insiderinformation darstellen. Die genannten Vorschriften sollen eine Informationsgleichbehandlung des Kapitalmarktes gewährleisten<sup>152</sup>. Missachtet der Erwerber diese Meldepflichten, so kann er sich unter Missachtung der Chancengleichheit der übrigen Anleger einen missbilligenswerten Vorteil verschaffen, da er einen (bei ordnungsgemäßer Veröffentlichung aller Wahrscheinlichkeit nach eintretenden) Kursanstieg vermieden hat<sup>153</sup>. Die überwiegende Ansicht zur alten und neuen Rechtslage qualifiziert daher das

---

<sup>150</sup> *Vaupel/Uhl*, WM 2003, 2126, 2127; *Hopt*, ZGR 2002, 333, 356.

<sup>151</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 14 Rn. 35; *Claussen/Florian*, AG 2005, 754, 752; *Cahn*, Der Konzern 2005, 5, 10; *Fromm-Russenschuck/Banerjea*, BB 2004, 2425, 2427; *Hasselbach*, NZG 2004, 1087, 1091 f.; *Singhof/Weber*, AG 2005, 549, 552; zur alten Rechtslage Begr. RegE (2.FFG), BT-Drs. 12/6679, S. 47; *Schwark*, in: *Schwark*, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 16; *Hopt*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, § 107 Rn. 60; *Kümpel*, WpHG, 71; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 10.50; zur *Megede*, in: *Assmann/Schütze*, § 14 Rn. 44; *Assmann*, ZGR 1994, 494, 518; *ders.*, AG 1994, 237, 246; *Vaupel/Uhl*, WM 2003, 2126, 2128; *Cahn*, ZHR 126 (1998), 1, 18 f.; *Caspari*, ZGR 1994, 530, 542; *Immenga*, ZBB 1995, 197, 204.

<sup>152</sup> *Schneider*, in: *Assmann/Schneider*, vor § 21 Rn. 12 ff.

<sup>153</sup> *Caspari*, ZGR 1994, 530, 542 f.

Überschreiten der meldepflichtigen Beteiligungsschwelle in einem solchen Falle pauschal als preiserhebliche Insiderinformation<sup>154</sup>. Dem ist jedoch in dieser Form entgegenzutreten.

Wie bereits an anderer Stelle erläutert, sind bloße Veränderungen in der Aktionärsstruktur nicht geeignet, den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen<sup>155</sup>, daher bedarf es auch hier der exakten Begründung, warum ein Überschreiten der Schwellenwerte eine preiserhebliche Insiderinformation darstellen soll. Wie schon im allgemeinen Teil erläutert, hängt dies maßgeblich von dem durch die jeweilige Beteiligung vermittelten Einfluss auf die Zielgesellschaft ab. Auf die diesbezüglichen Ausführungen kann deshalb an dieser Stelle verwiesen werden<sup>156</sup>. Der weitere Zukauf unter Verstoß gegen die Meldepflichten nach §§ 21 ff. WpHG ist dementsprechend nur dann als Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot zu qualifizieren, wenn dem Umstand ein Preisbeeinflussungspotential zukommt. Dies ist regelmäßig ab 25 % anzunehmen. Bei kleineren Beteiligungsgrößen kommt es dagegen auf die Umstände des Einzelfalls an, wobei die Preiserheblichkeit umso wahrscheinlicher ist, je höher die Beteiligung ist<sup>157</sup>.

#### cc) Ergebnis

Die Umsetzung des eigenen Erwerbsentschlusses stellt keinen strafbaren Insiderhandel dar. Dies gilt auch dann, wenn die Ausführung im Rahmen eines Gesamtplans sukzessive in mehreren Schritten erfolgt. Voraussetzung ist stets, dass der Bieter keine anderweitigen Insiderinformationen verwendet. Als solche kommen etwa die bewusste Nichtveröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahme- oder Pflichtangebotes oder das bewusste Passieren der Meldeschwellen des § 21 WpHG in Betracht. Bei Letzterem ist die Preiserheblichkeit der Information jedoch erst ab einer Schwelle von 25% anzunehmen.

#### b) Verwenden von Insiderinformationen aus einer Due Diligence

Soweit Informationen aus einer Due Diligence nach neuer Rechtslage als Insiderinformation zu qualifizieren sind<sup>158</sup>, ist deren Verwendung strafbar, soweit ein Ursachenzusammenhang zwischen deren Kenntnis und dem Erwerb oder der Veräußerung von Insiderpapieren zu

---

<sup>154</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 46; Krause/Pöttsch, in: Assmann/Schneider/Pöttsch, § 35 Rn. 243; zur alten Rechtslage Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 16; Kümpel, WpHG, 73; Hopt, ZGR 2002, 333, 351.

<sup>155</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.a)bb)aaa).

<sup>156</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.a)bb)aaa)(1)-(3).

<sup>157</sup> I.E. ebenso Vaupel/Uhl, WM 2003, 2126, 2130 (ab einem Schwellenwert von 25%).

<sup>158</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.a)aa)eee).

bejahen ist<sup>159</sup>. Die relevanten Fallgruppen werden nachfolgend im Einzelnen geprüft, wobei zwischen der Verwendung durch den Erwerber und einer solchen durch den Veräußerer zu differenzieren ist.

aa) Verwenden durch den Erwerber

aaa) Erwerbsentschluss mit Vorbehalt der Abstandsnahme

Behält sich der potentielle Erwerber vor, für den Fall der negativen Informationsgewinnung im Rahmen der Due Diligence von dem Erwerb Abstand zu nehmen, so stellt dieses Unterlassen keinen strafbaren Insiderhandel dar<sup>160</sup>. Führt der Erwerber die Transaktion im Falle von positiven Insiderinformationen ohne jegliche Veränderungen (Ursächlichkeit) an seinem ursprünglichen Erwerbsentschluss durch, ist auch diese – als bloße Umsetzung des eigenen Erwerbsentschlusses – insiderrechtlich nicht zu beanstanden. Dies ist nach alter und neuer Rechtslage unstreitig, soweit der Erwerbsentschluss vor der Due Diligence gefasst worden ist<sup>161</sup>. Für den Fall aber, dass der Erwerber über seinen gefassten Plan hinaus zusätzliche Finanzinstrumente der Zielgesellschaft erwirbt (sog. alongside purchases), stellt dies eine ursächliche Verwendung der Insiderinformationen und damit einen strafbaren Insiderhandel dar<sup>162</sup>.

bbb) Einfluss von Insiderinformationen auf das Zustandekommen oder die Bedingungen eines Unternehmenskaufs

Wird eine Due Diligence-Prüfung jedoch nach dem Erwerbsentschluss durchgeführt, ist es sehr wahrscheinlich, dass deren Ergebnisse in die weitere Ausführung der Transaktion einfließen. Aufgrund der gewonnenen Informationen können etwa der Preis angepasst oder zusätzliche Garantien in den Vertrag aufgenommen werden<sup>163</sup>. Da die Insiderinformationen aus der Due Diligence-Prüfung in einem solchen Fall also in den späteren Erwerb der Aktien

---

<sup>159</sup> Vgl. 3. Kapitel, I.1.b)bb).

<sup>160</sup> Vgl. 3. Kapitel, I.a)bb).

<sup>161</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 35, 45; Brandi/Süßmann, AG 2004, 642, 645; Cahn, Der Konzern 2005, 5, 10; Claussen/Florian, AG 2005, 745, 752; Hasselbach, NZG 2004, 1087, 1091; Fromm-Russenschuck/Banerjea, BB 2004, 2425, 2427; zur alten Rechtslage Assmann/Cramer, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 14 Rn. 31, 88b; Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 17; Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 10.50; Hopt, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rn. 61.

<sup>162</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.1.4.2.; Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 45; Cahn, Der Konzern 2005, 5, 11; Hasselbach, NZG 2004, 1087, 1091; Merkner/Sustmann, NZG 2005, 729, 732; Schlitt/Schäfer, AG 2004, 346, 354; Schwintek, AnSVG, 26; Zumbansen/Lachner, BB 2006, 613, 616.

<sup>163</sup> So hat eine empirische Studie aus dem Jahre 2001 ergeben, dass sich der Kaufpreis in 67,4% der Akquisitionen deutscher Käuferunternehmen, auf Grund einer Due Diligence verringert hat, vgl. Berens/Strauch, WPg 2002, 511 ff.

der Zielgesellschaft mit einfließen, wird von der BaFin sowie dem bisherigen Schrifttum konstatiert, dass, der Gesetzeshistorie und dem Wortlaut nach, ein tatbestandliches Verwenden der Insiderinformation vorliege. Ein solches Ergebnis der Auslegung brächte jedoch in der Praxis erhebliche Schwierigkeiten mit sich. Von BaFin und Schrifttum sind daher Lösungsansätze zu diesem Problem erarbeitet worden.

(1) Lösungsvorschläge der BaFin und des Schrifttums

Im Rahmen der bisherigen Äußerungen wird vorgeschlagen, § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG richtlinienkonform auszulegen bzw. teleologisch zu reduzieren, je nachdem, ob es sich um einen Erwerb von Wertpapieren über- oder unterhalb der Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG handelt.<sup>164</sup>

Für den Bereich der auf eine Kontrollbeteiligung zielenden öffentlichen Übernahmeangebote könne Erwägungsgrund 29 MMR als Anknüpfungspunkt herangezogen werden. Da dieser die Verwendung von Insiderinformationen bei einem öffentlichen Übernahmeangebot ausdrücklich von dem Verbot des Insiderhandels freistelle, sei im Rahmen der gebotenen richtlinienkonformen Auslegung zu dem Ergebnis zu kommen, dass auch in Deutschland Due Diligence-Prüfungen im Vorfeld öffentlicher Übernahmeangebote weiterhin zulässig seien. Die BaFin stellt jedoch sodann klar, dass Erwägungsgrund 29 keine Bereichsausnahme für das Übernahmerecht begründe<sup>165</sup>. Ziel der Erwägung sei es, den Informationsaustausch zwischen Bietergesellschaft und Emittent und die Durchführung von Übernahmeverfahren nach Maßgabe der EU-Übernehmerichtlinie<sup>166</sup> nicht durch die Harmonisierung des Insiderrechts zu beeinträchtigen. Dem Bieter sei es daher zwar auch nach neuer Rechtslage gestattet, Insiderinformationen aus einer Due Diligence-Prüfung zu nutzen, jedoch müsse der Emittent vor der Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes diese in einer entsprechenden Ad-hoc-Mitteilung nach § 15 WpHG veröffentlichen.

Bei Erwerben, die nicht auf eine Kontrolle an der Zielgesellschaft ausgerichtet sind, sondern zwischen den Parteien direkt ausgehandelt werden (sog. face-to-face Geschäfte) wird von der BaFin und dem Schrifttum dagegen eine teleologische Reduktion des Tatbestands angeführt.

---

<sup>164</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.1.4.; *Holzapfel/Pöllath*, Rn. 293b; *Koch*, DB 2005, 267, 269; *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 729, 732 f.; *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642, 645; *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929, 931; *Fromm-Russenschuck/Banerjea*, BB 2004, 2425, 2427; i.E. ebenso *Grothaus*, ZBB 2005, 62, 64.

<sup>165</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.1.4.3.

<sup>166</sup> Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABIEG Nr. L 142, S. 12 ff.

Nach dem Sinn und Zweck des Insiderrechtes würden die Parteien eines face-to-face Geschäftes keines Schutzes bedürfen, da nach der Due Diligence-Prüfung beide über denselben Informationsstand verfügen würden.

## (2) Stellungnahme

Dem Bestreben der BaFin und des Schrifttums ist im Ergebnis zuzustimmen. Hinsichtlich des dogmatischen Ansatzes ist jedoch zu fragen, ob – jedenfalls für die bloße Modifizierung von Vertragsparametern – nicht bereits eine restriktive Auslegung des Tatbestandsmerkmals der „*Verwendung*“ zum gleichen Ergebnis führt. Dem liegen folgende Erwägungen zu Grunde. Aufgrund des durch das AnSVG neu eingeführten Tatbestandsmerkmals der Verwendung ist (ausschließlich) eine Ursächlichkeit der Insiderinformation für den anschließenden Insiderhandel zu fordern<sup>167</sup>. Anknüpfungspunkte der Ursächlichkeit sind mithin die Insiderinformation und die spätere Wertpapiertransaktion. Daher lässt sich fragen, ob Insiderinformationen aus einer Due Diligence-Prüfung, durch die lediglich der Preis oder Garantiebestimmungen angepasst worden sind, überhaupt eine Ursächlichkeit in diesem Sinne zukommt. Ursächlich für den späteren Erwerb der Beteiligung ist nämlich primär der gefasste Erwerbsentschluss<sup>168</sup>.

Die Anpassung gewisser Vertragsparameter begründet dagegen streng genommen keine Ursächlichkeit des späteren Erwerbs. Entscheidend ist insofern die Perspektive. Stellt man auf den Erwerb als Ganzes ab, so ist auch die Anpassung der Vertragsparameter – wenn auch nur für Teilaspekte der späteren Wertpapiertransaktion – letztlich ursächlich im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG. Wählt man dagegen eine engere, alleinig auf den Erwerb als solchen abstellende Perspektive, so wäre die Ursächlichkeit dagegen zu verneinen.

Für eine restriktive Auslegung spricht, dass es nicht die Intention des deutschen Gesetzgebers gewesen sein kann, eine in der Praxis übliche und notwendige Maßnahme künftig im Ergebnis zu verbieten. Der Bieter oder Unternehmenskäufer muss eine Due-Diligence schon aufgrund seiner Verpflichtung zur sorgfältigen Unternehmensführung immer zum Zwecke der Chancenauswertung und Risikoabschätzung durchführen, § 93 Abs. 1 Satz 1, 2 AktG<sup>169</sup>. Wenn das Insiderrecht nicht zu einer faktischen Sperrung von Unternehmenstransaktionen führen soll, kann es daher nicht verboten sein, im Anschluss an Due Diligence-Prüfungen eine

---

<sup>167</sup> Vgl. oben 3. Kapitel, II.1.b)bb).

<sup>168</sup> Wobei im 3. Kapitel, III.1.a)aa) deutlich gemacht wurde, dass in diesem Falle gleichwohl keine Verwendung des Entschlusses i.S.d. § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG vorliegt, sondern lediglich eine Umsetzung.

<sup>169</sup> Vgl. hierzu 2. Kapitel, III.1.a)aa)eee).

Transaktion durchzuführen. Eine restriktive Auslegung ist demnach möglich, jedoch aufgrund der Maßgeblichkeit der Perspektive nicht gänzlich trittsicher. Im Folgenden sollen daher ebenfalls die von BaFin und Schrifttum vorgetragene dogmatischen Ansätze überprüft werden.

Für Kontrollerwerbe lässt sich eine richtlinienkonforme Auslegung des Erwägungsgrunds 29 der MMR anführen. Dieser sieht vor, dass *„Der Zugang zu Insider-Informationen über eine andere Gesellschaft und die Verwendung dieser Informationen bei einem öffentlichen Übernahmeangebot mit dem Ziel, die Kontrolle über dieses Unternehmen zu erwerben oder einen Zusammenschluss mit ihm vorzuschlagen“* als solche nicht als Insidergeschäft gelten sollten. Der Umstand, dass diese Ausnahme in einem Erwägungsgrund der MMR geregelt ist, gibt keinen Anlass zum Zweifel. So ist die Bedeutung der Erwägungsgründe deutlich über die frühere Funktion der Auslegungshilfe im Rahmen der historischen Auslegung<sup>170</sup> hinausgewachsen und Rat wie Parlament scheinen ihnen Normcharakter zuzuweisen<sup>171</sup>. Folglich kommt man für den Bereich der Kontrollerwerbe auch durch einen derartigen dogmatischen Ansatz zu dem Ergebnis, dass ein Übernahmeangebot unter Verwendung von Insiderinformationen aus einer Due Diligence-Prüfung auch nach neuer Rechtslage möglich ist. In einem Erst-Recht-Schluss gilt dies auch für die dem strengeren Regelungsregime der §§ 35 ff. WpHG unterliegenden Pflichtangebote.

Zur Begründung der teleologischen Reduktion bei face-to-face Geschäften unterhalb der Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG ist zunächst der Schutzzweck des Insiderrechts heranzuziehen. Sinn und Zweck des Insiderhandelsverbotes ist es, Sondervorteile durch Insiderinformationen zu verhindern<sup>172</sup>. Diese sind etwa gegeben, wenn einzelne Marktteilnehmer durch exklusive Informationen gegenüber anderen in ungerechtfertigter Weise privilegiert werden<sup>173</sup>. Im Rahmen von face-to-face Geschäften verfügen jedoch beide Parteien nach der Durchführung einer Due Diligence über denselben Kenntnisstand. Aus diesem Grund kann es nicht zu derartigen Sondervorteilen kommen.

---

<sup>170</sup> So noch Lutter, JZ 1992, 593, 560.

<sup>171</sup> Ziemons, NZG 2004, 537, 539 führt hierzu ein anschauliches Beispiel an: Der Vorschlag des Europäischen Parlaments, in Art. 2 MMR eine Ausnahme für die Verwendung von Insiderinformationen im Zuge von Übernahmen vorzusehen, wurde vom Rat mit der Begründung abgelehnt, diese Ausnahme sei ja bereits im Erwägungsgrund 29 MMR vorgesehen.

<sup>172</sup> Vgl. Einleitung, II.1.

<sup>173</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.1.4.2.

Weiterhin lässt sich Erwägungsgrund 29 der MMR anführen. Die Freistellung von öffentlichen Übernahmen beruht auf der Erwägung, dass aufgrund der Regelungen des Übernahmerechtes kein Informationsungleichgewicht zwischen den Aktionären der Zielgesellschaft und dem Bieter besteht<sup>174</sup>. Wie bereits ausgeführt, verfügen im Rahmen von face-to-face Geschäften jedoch beide Seiten über den gleichen Informationsstand. Aufgrund der vergleichbaren Interessenlage ist daher eine entsprechende Anwendung der oben genannten Erwägung geboten.

Gegen diese Schlussfolgerung könnte eingewandt werden, dass bei einer Veröffentlichung der Informationen auch alle übrigen Aktionäre der Zielgesellschaft die Chance wahrnehmen könnten, ihre Aktien (im Falle von positiven Insiderinformationen) günstiger zu verkaufen<sup>175</sup>. Eine solche Sichtweise würde jedoch zu kurz greifen. Der vorliegenden Arbeit liegt ein Verständnis des individuellen Anlegerschutzes als Teilaspekt des (Gesamt-) Funktionsschutzes des Kapitalmarktes zu Grunde<sup>176</sup>. Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes wird durch das hier in Rede stehende Erwerbsgeschäft aber nicht tangiert, da sich die Vertragsparteien unmittelbar gegenüber stehen. Folglich kann der vorgenannten Erwägung der Schutzzweck des Insiderrechtes entgegengehalten werden<sup>177</sup>. Die Ansicht der BaFin, Übernahmeangebote könnten erst dann abgegeben werden, wenn der Emittent zuvor den Markt durch eine entsprechende Ad-hoc-Mitteilungen informiert habe, bedarf demzufolge der kritischen Hinterfragung.

Zunächst wird bereits nicht deutlich, welche Informationen eine solche „entsprechende Ad-hoc-Mitteilung“ enthalten soll. Der Umstand der Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes kann es jedenfalls nicht sein. Für § 15 WpHG ist bei öffentlichen Übernahmeangeboten kein Raum, da bereits eine Veröffentlichung gemäß §§ 10 Abs. 1, 34 WpÜG erfolgen muss. Dies folgt aus § 10 Abs. 6 WpÜG, welcher die Ad-hoc-Publizität in Bezug auf Entscheidungen zur Abgabe eines öffentlichen Angebotes für nicht anwendbar erklärt<sup>178</sup>. Gemeint sein können daher lediglich Insiderinformationen, die der Emittent im Rahmen der Due Diligence weitergegeben hat. Der Emittent kann über solche jedoch nur dann zulässigerweise verfügen, wenn er bis dahin von der Veröffentlichungspflicht gemäß § 15 Abs. 3 WpHG abgesehen hat, mithin ein berechtigtes Interesse an der Befreiung für sich in Anspruch nehmen kann. Die von der BaFin angenommene grundsätzliche Pflicht zur

---

<sup>174</sup> Fromm-Russenschuck/Banerjea, BB 2004, 2425, 2427.

<sup>175</sup> Vgl. Überlegung bei Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1809, 1811 (i.E. jedoch ablehnend).

<sup>176</sup> Vgl. Einleitung, I.3.

<sup>177</sup> Assmann, AG 1994, 237, 246; Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1809, 1811.

<sup>178</sup> I.E. ebenso Merkner/Sustmann, NZG 2005, 729, 733.



Veröffentlichung dieser Informationen vor der Abgabe des Übernahmeangebotes kollidiert daher mit zweierlei. Zum einen nimmt sie dem Emittenten pauschal die Möglichkeit der Aufrechterhaltung der Befreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG und zwar unabhängig davon, ob ein berechtigtes Interesse nach wie vor besteht oder nicht. Zum anderen stellt sie den Emittenten vor eine rechtliche Zwickmühle. Denn müsste der Emittent die Insiderinformationen, welche er im Rahmen der Due Diligence weitergegeben hat, immer vor der Abgabe des Übernahmeangebotes durch den Bieter veröffentlichen, so müsste er sich im Vorfeld einer Due Diligence stets überlegen, ob er dem Bieter die Insiderinformationen überhaupt weitergibt. Hieran werden der Emittent bei positiven und der Bieter bei negativen Informationen schon aus wirtschaftlicher Sicht aber ein großes Interesse haben, da diese den Kaufpreis steigern oder mindern werden. Eine Mitteilung dieser Information an den ganzen Markt wird jedoch regelmäßig nicht im Interesse der Gesellschaft liegen, so dass diese gerade deshalb von der Veröffentlichung gemäß § 15 Abs. 3 WPHG abgesehen hat.

Letztlich steht einer derartigen Veröffentlichungspflicht auch § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG entgegen. Dieser sieht vor, dass eine Ad-hoc-Veröffentlichung von Insiderinformationen im Falle der befugten Weitergabe dann entbehrlich ist, wenn der Informationsempfänger rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet ist. Wie bereits an anderer Stelle ausgeführt, ist der Insiderinformationsempfänger jedoch aufgrund des Weitergabeverbotes aus § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG immer "rechtlich" zur Vertraulichkeit verpflichtet<sup>179</sup>. Da die Weitergabe von Insiderinformationen im Rahmen einer Due Diligence-Prüfung befugtermaßen geschieht, folgt somit aus § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG die Entbehrlichkeit der diesbezüglichen Ad-hoc-Pflicht.

Für ein derartiges Auslegungsergebnis spricht abschließend auch eine konsequente richtlinienkonforme Auslegung aufgrund des Erwägungsgrundes 29 der MMR. Wenn nämlich in diesem die Weitergabe und das Verwenden von Insiderinformationen im Rahmen von Übernahmesachverhalten vom Verbot des Insiderhandels gänzlich ausgenommen werden, so steht es dem entgegen, wenn ein Verwenden (d.h. die Abgabe des Übernahmeangebots) „erst möglich“<sup>180</sup> sein soll, wenn zuvor eine Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht wird. Aus vorstehenden Erwägungen ist daher der Schluss zu ziehen, dass der von der BaFin angenommenen Ad-hoc-Publizitätspflicht vor Abgabe eines Übernahmeangebots zu widersprechen ist.

---

<sup>179</sup> Vgl. 3. Kapitel, II.2.a)bb)bbb)(2)(b)(aa).

<sup>180</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.1.4.3.

### (3) Ergebnis

Zusammenfassend lässt sich demnach feststellen, dass Insiderinformationen aus einer Due Diligence verwandt werden dürfen, um im Rahmen von Unternehmensakquisitionen Finanzinstrumente der Zielgesellschaft zu erwerben oder zu veräußern. Dies lässt sich für die bloße Modifikation von Vertragsparametern schon aus einer restriktiven Auslegung des Tatbestandsmerkmals der Verwendung herleiten. Darüber hinaus folgt dies für die öffentlichen Übernahme- und Pflichtangebote aus einer richtlinienkonformen Auslegung des Erwägungsgrunds 29 der MMR und für face-to-face Geschäfte unterhalb der Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG, aus einer teleologischen Reduktion des Tatbestands des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG. Eine besondere Ad-hoc-Publizitätspflicht für Insiderinformationen aus der Due Diligence vor Abgabe eines Übernahmeangebotes besteht darüber hinaus nicht.

#### ccc) Erwerbsentschluss nach Due Diligence

Fraglich ist, ob das vorstehend unter lit. bbb) gefundene Ergebnis auch gilt, wenn der Bieter den Erwerbsentschluss erst nach der Due Diligence-Prüfung fasst. Dies wird in der Literatur bislang vereinzelt mit Blick auf Erwägungsgrund 29 der MMR vertreten<sup>181</sup>. Zur Begründung wird ausgeführt, dass der Ausgleich eines im Übernahmeverfahren üblicherweise gegebenen Informationsvorsprungs nicht Sache des Insiderrechtes, sondern des Übernahmrechtes sei. Eine solche Auslegung geht jedoch zu weit. Aus Erwägungsgrund 29 lässt sich keine Bereichsausnahme für das Übernahmerecht ableiten. Ziel des Erwägungsgrundes ist es vielmehr, ausschließlich den Informationsaustausch zwischen Bietergesellschaft und Emittent, sowie die Durchführung von Übernahmeverfahren nach Maßgabe der europäischen Übernahmerrichtlinie nicht durch die Harmonisierung des Insiderrechtes zu beeinträchtigen<sup>182</sup>. Daher ist auch nach neuer Rechtslage die Informationsweitergabe im Rahmen von Due Diligence-Prüfungen zulässig. Eine Entschlussfassung, welche jedoch erst nach einer solchen Prüfung erfolgt, ist nicht mehr von Erwägungsgrund 29 erfasst. Hierbei handelt es sich nicht mehr um einen für die Akquisition notwendigen Informationsaustausch, sondern vielmehr um eine ungerechtfertigte Privilegierung einzelner Marktteilnehmer, welche dem Insiderhandelsverbot des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG unterfällt.

---

<sup>181</sup> *Fromm-Russenschuck/Banerjea*, BB 2004, 2425, 2427.

<sup>182</sup> *Emittentenleitfaden* 2005, III.2.2.1.4.3.

ddd) Ergebnis

Auch im Rahmen von Due Diligence-Prüfungen stellt die unveränderte Umsetzung des eigenen Erwerbsentschlusses keinen strafbaren Insiderhandel dar. Darüber hinaus ist es dem Erwerber gestattet, Insiderinformationen aus einer Due Diligence im Rahmen der nachfolgenden Transaktion zu verwenden. Dies gilt mit unterschiedlichen Begründungen sowohl für Kontroll-, als auch für Nicht-Kontrollerwerbe. Soweit der Erwerbsentschluss jedoch erst nach der Due Diligence-Prüfung gefasst wird, stellt die nachfolgende Akquisition ein strafbares Verwenden von Insiderinformationen dar.

bb) Verwenden durch den Veräußerer

Erlangt der Veräußerer (Aktionär) im Rahmen einer Due Diligence oder auf sonstige Weise rechtmäßig Kenntnis von Insiderinformationen und modifiziert er daraufhin gewisse Vertragsparameter (Kaufpreis, Umfang), so macht auch er sich nicht nach § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG strafbar<sup>183</sup>. Bei den hier allein in Betracht kommenden Face-to-Face Geschäften wird in aller Regel eine Due Diligence vor der Akquisition durchgeführt werden. Aufgrund dieser verfügen beide Parteien zum Zeitpunkt des Erwerbsgeschäftes über den gleichen Kenntnisstand, so dass der Schutzzweck des Insiderrechts – Sondervorteile durch Insiderinformationen zu verhindern – nicht tangiert wird. Insofern kann auf die entsprechenden Ausführungen zur Verwendung von Insiderinformationen durch den Erwerber verwiesen werden<sup>184</sup>.

Hat der Erwerber jedoch keine Due Diligence durchgeführt, der Veräußerer aber Kenntnis von Insiderinformationen, so erfolgt die Veräußerung nur dann nicht unter Verstoß gegen § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG, wenn der Veräußerer dem Erwerber die Insiderinformationen vorher mitteilt. Ob er dies darf, richtet sich wiederum nach § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG<sup>185</sup>.

c) Verwenden durch andere Erwerber (Warehousing)

Die insiderrechtliche Zulässigkeit des sog. Warehousing ist umstritten. Hierunter wird eine besondere Vorgehensweise des Bieters bei öffentlichen Übernahmeangeboten verstanden, mit der er bezweckt, die Erfolgchancen seines späteren Übernahmeangebots zu erhöhen. Der Bieter informiert hierzu befreundete Aktionäre oder Banken von der geplanten

---

<sup>183</sup> *Fromm-Russenschuck/Banerjea*, BB 2004, 2425, 2428; zur alten Rechtslage *Schmidt-Diemitz*, DB 1996, 1809, 1811.

<sup>184</sup> Vgl. 3. Kapitel, III.1.b)aa)bbb).

<sup>185</sup> Vgl. 3. Kapitel, III.2.b).

Unternehmensübernahme und fordert sie dazu auf, Wertpapiere der Zielgesellschaft vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebotes zu erwerben.

Eine solche Vorgehensweise wurde früher als insiderrechtlich unzulässig abgelehnt<sup>186</sup>. Nach Erlass des WpÜG bedarf es jedoch einer differenzierten Betrachtungsweise. Der Gesetzgeber des WpÜG hat in §§ 2 Abs. 5, 11 WpÜG i.V.m § 2 Ziff. 1 WpÜG-AngebotsVO das gemeinsame Handeln bei der Vorbereitung und Durchführung einer Unternehmensübernahme legitimiert. Die Zulässigkeit dessen wurde jedoch an die Voraussetzungen gebunden, dass die Beteiligten als Bietergemeinschaft auftreten und in der Angebotsunterlage aufgeführt sind. Aufgrund der hierdurch geschaffenen Transparenz sind die Ziele des Insiderrechts nicht beeinträchtigt und die Chancengleichheit der Marktteilnehmer daher gewährleistet. Diese gesetzgeberische Entscheidung bedarf daher keiner Konterkarierung durch das Insiderrecht in dem Sinne, dass der gemeinsame Erwerb in Kenntnis von Insiderinformationen nach § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG zu untersagen wäre<sup>187</sup>. Das Handeln in Kenntnis von Insiderinformationen ist demzufolge in diesen Fällen nicht als strafbares Verwenden im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG zu qualifizieren<sup>188</sup>. Es gilt der Grundsatz, dass das, was übernahmerechtlich erlaubt oder gar geboten ist, auch insiderrechtlich zulässig sein muss<sup>189</sup>. Erfolgt die Verwendung von Insiderinformationen jedoch außerhalb des übernahmerechtlich zulässigen gemeinsamen Handelns, so ist diese auch insiderrechtlich zu sanktionieren.

#### d) Ergebnis

Die Umsetzung des eigenen Erwerbsentschlusses stellt schon begriffsnotwendig kein Verwenden von Insiderinformationen dar und ist somit insiderrechtlich unbedenklich. Ebenso ist die Durchführung eines Gesamtplans als sukzessive Umsetzung des eigenen Erwerbsentschlusses mit dem Insiderhandelsverbot vereinbar, auch wenn der Erwerber währenddessen Kenntnis von Insiderinformationen erlangt. Im Rahmen von Due Diligence-Prüfungen ist es dem Erwerber und dem Veräußerer darüber hinaus gestattet, aufgrund hieraus gewonnener Insiderinformationen ihren vorher gefassten Erwerbsentschluss zu modifizieren. Das sog. Warehousing ist auch nach dem AnSVG zulässig, soweit es übernahmerechtlich als gemeinsames Handeln zu qualifizieren ist.

---

<sup>186</sup> Assmann/Cramer, in: Assmann/Schneider, 2. Auflage, § 14 Rn. 84; Assmann, WM 1996, 1337, 1355; Hopt, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 107 Rn. 60; Vaupel/Uhl, WM 2003, 2126, 2128 f., 2133 f.

<sup>187</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 147; Brandi/Süßmann, AG 2004, 642, 645; zur alten Rechtslage Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 55.

<sup>188</sup> Vgl. zur diesbezüglichen Weitergabe von Insiderinformation, 3. Kapitel, III.2.c)bb).

<sup>189</sup> Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 Rn. 53.

## 2. Weitergabe von Insiderinformationen

Im Folgenden werden die insiderrechtlichen Grenzen der Insiderinformationsweitergabe im Rahmen von Unternehmensakquisitionen untersucht. Mit Blick auf die Zielgesellschaft als primären Informationsträger sind als Informationsempfänger die potentiellen Erwerber, die Aktionäre, Betriebsinterne und -externe zu nennen. Auf die jeweiligen Konstellationen wird nachfolgend im Einzelnen eingegangen.

### a) Weitergabe durch die Zielgesellschaft

Der Charakter einer Information als Insiderinformation hängt nicht von der Person des jeweiligen Informationsempfängers ab<sup>190</sup>. Entscheidendes Merkmal für die insiderrechtliche Zulässigkeit der Insiderinformationsweitergabe ist vielmehr deren Befugtheit im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG<sup>191</sup>. Auf die problematischen Konstellationen wird nachfolgend im Einzelnen eingegangen.

### aa) Weitergabe an den Erwerber

Die Insiderinformationsweitergabe durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft im Rahmen einer Unternehmensakquisition ist der wichtigste Anwendungsbereich der Due Diligence<sup>192</sup>. Hierbei ist es Sache des Vorstands, nach pflichtgemäßem, kaufmännisch verständigem Ermessen zu entscheiden, ob eine Insiderinformationsweitergabe im Gesellschaftsinteresse zulässig und geboten sein kann. Dabei hat er das Interesse der Zielgesellschaft an einer Unternehmensakquisition gegenüber ihren Geheimhaltungsinteressen abzuwägen. Dagegen bedarf der potentielle Erwerber möglichst detaillierter Informationen über den Ist-Zustand und das Entwicklungspotenzial der Zielgesellschaft. So muss vor allem der Kaufpreis festgelegt und die damit korrelierenden Gewährleistungen und Garantien ausgestaltet werden<sup>193</sup>. Vor diesem Hintergrund wurde die Insiderinformationsweitergabe im Rahmen einer Due Diligence zum Zwecke des Erwerbs einer wesentlichen oder unternehmerischen Beteiligung nach alter Rechtslage nahezu einhellig für zulässig erachtet<sup>194</sup>.

---

<sup>190</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.1.a)cc).

<sup>191</sup> Vgl. 3. Kapitel, II.2.a)bb).

<sup>192</sup> *Stoffels*, ZHR 165 (2001), 362, 364; *Spill*, DStR 1999, 1786, 1792. Due Diligence-Prüfungen werden ferner im Rahmen von Börsengängen und Fusionen durchgeführt.

<sup>193</sup> Vgl. zu dieser Spannungslage schon 2. Kapitel, III.1.a)aa)ddd)(1).

<sup>194</sup> *Assmann/Cramer*, in: *Assmann/Schneider*, 3. Auflage, § 14 Rn. 88b; *Assmann*, AG 1997, 50, 56; *Irmen*, in: *BuB*, Rn. 7/737; *Götz*, DB 1995, 1949, 1950; *Müller*, NJW 2000, 3542, 3456; *Roschmann/Frey*, AG 1996, 449, 453; *Stoffels*, ZHR 165 (2001), 362; 380 f.; *Süßmann*, AG 1999, 162, 169; *Schroeder*, DB 1997, 2161, 2165; *Schmidt-Diemitz*, DB 1996, 1809, 1810; *Werner*, ZIP 2000, 989, 992; *Wittich*, Übernahmen, 382 f.; *Ziegler*, DStR 2000, 249, 253; *a.A. Schäfer*, in: *Schäfer*, § 14 WpHG Rn. 64.

Zu prüfen ist nunmehr, wie deren insiderrechtliche Beurteilung nach der MMR und dem AnSVG ausfällt. Hierzu ist zwischen solchen Akquisitionen, die auf die Erlangung der Kontrolle der Zielgesellschaft gerichtet sind, und solchen unterhalb dieser Schwelle zu unterscheiden.

aaa) Öffentliche Übernahmeangebote

Erwägungsgrund 29 der MMR stellt klar, dass der Zugang und die Verwendung von Insiderinformationen im Rahmen von öffentlichen Übernahmeangeboten nicht als Insidergeschäfte gelten sollen. Da der Zugang zu Insiderinformationen nur möglich ist, wenn diese zuvor zugänglich gemacht worden sind, ist die Weitergabe von Insiderinformationen als *actus-contrarius*-Handlung ebenfalls von dieser Regelung erfasst. In richtlinienkonformer Auslegung des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG erfolgt die Weitergabe von Insiderinformationen im Rahmen von Due Diligence-Prüfungen bei Übernahmeangeboten daher befugtermaßen<sup>195</sup>. Dieses Auslegungsergebnis lässt sich überdies durch die Anwendung der allgemeinen Definition des Merkmals „*unbefugt*“ festigen. So ist die Weitergabe von Insiderinformationen zum Zwecke des Kontrollerwerbs für die Zielgesellschaft regelmäßig im normalen Rahmen ihrer Berufs- und Tätigkeitsausübung erforderlich. Wirtschaftlich betrachtet ist der Zielgesellschaft an einer frühzeitigen Abstimmung der unternehmerischen Ziele gelegen, da der Bieter als potentieller Mehrheitsaktionär kontrollierenden Einfluss auf die Gesellschaft ausüben kann und wird<sup>196</sup>. Rechtlich betrachtet wird der Vorstand der Zielgesellschaft im Rahmen der gebotenen Abwägung regelmäßig zu dem Ergebnis kommen, dass das Interesse an der Weitergabe der (Insider-) Informationen das Interesse an deren Geheimhaltung überwiegt. Die Weitergabe von Insiderinformationen ist daher jedenfalls im Rahmen von öffentlichen Übernahmeangeboten insiderrechtlich zulässig.

bbb) Paketerwerbe unterhalb der Beteiligungsschwelle

Die Zulässigkeit der Weitergabe von Insiderinformationen zum Zwecke des face-to-face-Erwerbs unterhalb der Kontrollschwelle ist dagegen differenzierter zu betrachten.

Soweit es sich um wesentliche Beteiligungen (5 - 29,9 %) handelt, kann eine Verständigung der Parteien über alle relevanten Aspekte im Einzelfall im Interesse der Zielgesellschaft

---

<sup>195</sup> i.E. auch Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.1.4.3.; *Kümpel/Veil*, 2. Teil, Rn. 47; *Claussen/Florian*, AG 2005, 745, 753; *Hasselbach*, NZG 2004, 1087, 1089 f.

<sup>196</sup> *Hasselbach*, NZG 2004, 1087, 1089.

liegen<sup>197</sup>. Dabei sind die Umstände des Einzelfalls genau zu prüfen, wobei in der Tendenz das Interesse an der Insiderinformationsweitergabe überwiegen dürfte, je höher die anvisierte Beteiligung ist. Hinsichtlich der diesbezüglichen Stufen der Beteiligung kann an dieser Stelle auf die entsprechenden Ausführungen zum Preisbeeinflussungspotential von öffentlichen Angeboten verwiesen werden<sup>198</sup>.

Bei bloßen Finanzbeteiligten (per definitionem < 5%) ist das Interesse der Zielgesellschaft an einer Insiderinformationsweitergabe dagegen regelmäßig zu verneinen. Grund hierfür ist der Umstand, dass dem Erwerber durch die Akquisition nur in geringem Umfang die Einflussnahme auf die Zielgesellschaft möglich sein wird. Insoweit kann auch hier auf die entsprechenden Ausführungen zum Kursbeeinflussungspotential von öffentlichen Angeboten verwiesen werden<sup>199</sup>.

Aufgrund dieser Argumentation wird deutlich, dass anhand des Merkmals der Unbefugtheit der Weitergabe eine Verzahnung von Kapitalmarkt- und Kapitalgesellschaftsrecht erfolgt. Immer dann, wenn der Vorstand im Rahmen seines unternehmerischen Ermessens zu dem Ergebnis gelangen muss, dass das Interesse der Zielgesellschaft an einer Insiderinformationsweitergabe im Rahmen der Due Diligence überwiegt (§ 93 Abs. 1 Satz 2 und 3 AktG), ist diese im Sinne des Insiderrechtes im normalen Rahmen der Tätigkeitsausübung oder Aufgabenerfüllung erforderlich und erfolgt daher befugtermaßen (§ 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG).

ccc) Ergebnis

Im Ergebnis lässt sich daher feststellen, dass die Weitergabe von Insiderinformationen an den Erwerber von unternehmerischen oder wesentlichen Beteiligungen auch nach der MMR und dem AnSVG zulässig ist. Lediglich im Rahmen von bloßen Finanzbeteiligungen ist sie für die Tätigkeitsausübung oder Aufgabenerfüllung der Zielgesellschaft nicht erforderlich, so dass auch das Insiderrecht der Weitergabe eine Grenze zieht.

---

<sup>197</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.2.1.; *Kümpel/Veil*, 2. Teil, Rn. 47; *Hasselbach*, NZG 2004, 1087, 1089; zur alten Rechtslage, *Schäfer*, in: Schäfer, § 14 WpHG, Rn. 64; *Marsch-Barner*, in: Semler/Volhard, § 7 Rn. 127; *Schroeder*, DB 1997, 2161, 2163 ff.

<sup>198</sup> 2. Kapitel, III.1.a)bb)aaa)(2)

<sup>199</sup> 2. Kapitel, III.1.a)bb)aaa)(1).

bb) Weitergabe an einen konkurrierenden Erwerber

Hat der Bieter mit der Zielgesellschaft Kontakt aufgenommen und dieser seinen Plan zur Abgabe eines Übernahmeangebotes mitgeteilt, so stellt die Kenntnis des Vorhabens für die Zielgesellschaft regelmäßig eine Insiderinformation dar<sup>200</sup>. Fraglich ist, ob die Zielgesellschaft diese Insiderinformation an einen sog. White Knight weitergeben darf. Hierunter wird im Übernahmerecht ein potentieller weiterer Bieter verstanden, welcher von der Zielgesellschaft ausgesucht wird, um eine nicht gewollte (feindliche) Übernahme durch den ersten Bieter (sog. Black Knight) zu verhindern. Befugt erfolgt auch eine solche Weitergabe nur, wenn sie gemäß der allgemeinen Definition im normalen Rahmen der Tätigkeitsausübung oder Aufgabenerfüllung erforderlich ist. Als Argument für eine im normalen Rahmen der Tätigkeitsausübung des Vorstands der Zielgesellschaft erforderliche Weitergabe lässt sich § 33 Abs. 1 WpÜG anführen. Nach dessen Satz 1 ist der Zielgesellschaft die Vornahme von Handlungen untersagt, durch die der Erfolg eines Übernahmeangebotes verhindert werden könnte. Satz 2 der Vorschrift nimmt jedoch ausdrücklich „die Suche nach einem konkurrierenden Angebot“ von dem vorgenannten Verbot aus. Nach dem Grundsatz, dass das, was übernahmerechtlich erlaubt oder gar geboten ist, auch insiderrechtlich zulässig sein muss<sup>201</sup>, ist daher die Weitergabe der Kenntnis vom Erwerbsentschluss des ungewollten Übernahmebieters an den White Knight nicht als Verstoß gegen § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG zu qualifizieren.

Fraglich ist weiterhin, ob die Zielgesellschaft an den konkurrierenden Bieter sodann Insiderinformationen im Rahmen einer Due Diligence-Prüfung weitergeben darf. Zunächst ist auch hier die ratio legis des § 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG anzuführen. Soll dieser praktische Geltung erlangen, so müssen dem konkurrierenden Bieter die gleichen Voraussetzungen gewährt werden wie dem ersten Bieter. Dies gebietet schon das Prinzip der Waffengleichheit. Im Rahmen der gebotenen Abwägung der widerstreitenden Interessen<sup>202</sup> ist ferner zu beachten, dass die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes durch eine solche Weitergabe gerade gefördert wird. Konkurrierende Bieter beleben den Übernahmemarkt und steigern damit den Wert des betroffenen Unternehmens. Ferner hat die Zielgesellschaft ein Interesse daran, an den konkurrierenden Erwerber im Rahmen des Übernahmeverfahrens Insiderinformationen weiterzugeben. Dieser muss sich in sehr kurzer Zeit ein Bild über die Zielgesellschaft machen, um über die Abgabe eines konkurrierenden Angebotes entscheiden zu können. Infolgedessen erfolgt die Weitergabe von Insiderinformationen im Rahmen einer

---

<sup>200</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.a)aa)bbb).

<sup>201</sup> Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 Rn. 53.

<sup>202</sup> Vgl. 3. Kapitel, III.2.a)bb)bbb)(2)(c).



Due Diligence-Prüfung auch hier befugtermaßen und verstößt nicht gegen § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG.

cc) Weitergabe an Aktionäre

Aktiengesellschaften, die sich über die Börse finanzieren, haben an sich keine Präferenz für dauerhafte Aktionäre. Auch aus Sicht der Anleger ist gerade die Fungibilität ein wesentlicher Aspekt von Aktien einer börsennotierten Aktiengesellschaft. Dennoch haben viele Unternehmen Großaktionäre mit starkem Einfluß. Derartige Anteilseigner sind aber viel weniger bereit zu verkaufen, wenn sie hinsichtlich der einzuschlagenden Geschäftspolitik anderer Ansicht sind als der Vorstand der Gesellschaft. Vielmehr versuchen sie, entweder den Vorstand auf sich zu verpflichten oder, wenn dies nicht gelingt, sich dessen zu entledigen. Gerade in jüngerer Zeit hat die Anzahl solcher „aktiven Aktionäre“ stark zugenommen und wird sich vermutlich zukünftig sogar noch erhöhen<sup>203</sup>. Die Beziehung zu Großaktionären ist daher heute eine Schlüsselfrage für Unternehmen. Vor allem große Konzerne werten aus diesem Grunde derzeit ihre Investor-Relations-Abteilungen auf<sup>204</sup>.

Auch die Weitergabe von Insiderinformationen an Aktionäre muss „befugt“ erfolgen, um nicht gegen § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG zu verstoßen. Auf die unterschiedlichen Fragestellungen wird nachfolgend im Einzelnen eingegangen.

aaa) Weitergabe an Kleinaktionäre

Als Kleinaktionäre sind solche Anleger zu definieren, welche nur über eine Finanzbeteiligung (< 5%) verfügen<sup>205</sup>. Bei einer solchen Beteiligung ist dem Aktionär nur in geringem Umfang die Einflussnahme auf die Zielgesellschaft möglich, so dass die Insiderinformationsweitergabe regelmäßig nicht im normalen Rahmen der Tätigkeitsausübung oder Aufgabenerfüllung erforderlich sein wird. Da die Weitergabe demzufolge nicht befugt im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG erfolgt, ist sie insiderrechtlich nicht zulässig<sup>206</sup>. Insofern besteht auch an dieser Stelle ein Gleichlauf zwischen Kapitalmarkt- und Kapitalgesellschaftsrecht, denn einem Aktionär steht ein individuelles Auskunftsrecht gemäß § 131 Abs. 1 AktG nur in der Hauptversammlung zu<sup>207</sup>. Das gilt auch dann, wenn er unter

---

<sup>203</sup> Vgl. etwa FAZ, v. 24.03.2006, S. 13 („Gute und schlechte Aktionäre“).

<sup>204</sup> Zu diesem Ergebnis kommt eine Untersuchung der Unternehmensberatung Towers Perrin, vgl. Handelsblatt, Finanzzeitung, v. 30.03.2006, S. 35.

<sup>205</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.a)bb)aaa)(1).

<sup>206</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 92; Hasselbach, NZG 2004, 1087, 1090; zur alten Rechtslage, Marsch-Barner, in: Semler/Volhard, § 7 Rn. 125.

<sup>207</sup> Vgl. zur Frage der Zulässigkeit der Insiderinformationsweitergabe in der Hauptversammlung, 3. Kapitel, III.2.a)cc)ccc).

Berufung auf ein aus § 53a AktG herzuleitendes Recht auf "informationelle Gleichbehandlung" die gleichen Informationen verlangt, welche einzelnen (Mehrheits-) Aktionären mitgeteilt worden seien. Ein Recht auf Gleichbehandlung lässt sich nur bei einem vergleichbaren Sachverhalt herleiten. Aus der maßgeblichen Sicht der Zielgesellschaft sind Minderheitsaktionäre jedoch mit Mehrheitsaktionären nicht zu vergleichen, wie aus den nachstehend zu lit. bbb) dargestellten Gründen deutlich wird.

#### bbb) Weitergabe an Großaktionäre/Familienpools

Fraglich ist des Weiteren, ob die Weitergabe von Insiderinformationen an Großaktionäre, d.h. solche mit einer wesentlichen oder unternehmerischen Beteiligung, zulässig ist. Zum Teil wurde nach alter Rechtslage die Weitergabe von Insiderinformationen an Großaktionäre oder Aktionärspools generell für zulässig erachtet<sup>208</sup>. Eine pauschale Zulässigkeit der Weitergabe kann jedoch nicht richtig sein, so dass diese Ansicht später wieder aufgegeben worden ist<sup>209</sup>. Richtigerweise fehlt es daher am Tatbestandsmerkmal der Unbefugtheit im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG nur dann, wenn die Insiderinformationsweitergabe für die Zielgesellschaft nach der allgemeinen Definition im normalen Rahmen für die Tätigkeitsausübung oder Aufgabenerfüllung erforderlich ist<sup>210</sup>. Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft haben regelmäßig ein berechtigtes Interesse daran, frühzeitig zu erfahren, wie sich ein Großaktionär zu wichtigen Entscheidungen stellt. Dies gilt ebenso für den Fall der Veräußerung der Unternehmensbeteiligung durch den Großaktionär. Die Zielgesellschaft hat in solchen Fällen ein eigenes Interesse an einer umfassenden Information des Erwerbers<sup>211</sup>. Erfolgt die Information des Erwerbers durch den Veräußerer, so hat die Zielgesellschaft dementsprechend ebenfalls ein Interesse an der Weitergabe von Informationen an den Veräußerer, da es sich hier um parallele Fragestellungen handelt<sup>212</sup>. Dementsprechend erfolgt die Weitergabe von Insiderinformationen an einen Aktionär mit kontrollierender Beteiligung stets, eine solche an einen Aktionär mit wesentlicher Beteiligung nur im konkreten Einzelfall befugt, wobei in der Tendenz das Interesse an der Insiderinformationsweitergabe überwiegen dürfte, je höher die Beteiligung ist. Auf die Ausführungen zur Weitergabe von

---

<sup>208</sup> Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 146.

<sup>209</sup> Hopt, ZGR 1997, 1, 15 f.

<sup>210</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 92; Schneider, FAZ, v. 27.01.2006, S. 11; zur alten Rechtslage Assmann, AG 1997, 50, 56 f.; Irmen, in: BuB, Rn. 7/738; Schäfer, in: Schäfer, § 14 WpHG Rn. 34; Schneider/Singhof, in: FS Kraft, 585, 603 f.; Hopt, ZGR 1997, 1, 15 f.

<sup>211</sup> Vgl. 3.Kapitel, III.2.a)aa).

<sup>212</sup> Hasselbach, NZG 2004, 1087, 1090; zur alten Rechtslage Assmann, AG 1997, 50, 56; Marsch-Barner, in: Semler/Volhard, § 7 Rn. 127; Süßmann, AG 1999, 162, 168 f.

Insiderinformationen an den potentiellen Erwerber einer wesentlichen oder unternehmerischen Beteiligung kann daher verwiesen werden<sup>213</sup>.

Für die Zulässigkeit der Weitergabe von Insiderinformationen an einen veräußernden Aktionär mit wesentlicher Beteiligung spricht darüber hinaus, dass dieser über denselben Kenntnisstand wie der Erwerber verfügen muss, damit das Erwerbsgeschäft aus Sicht des Veräußerers nicht gegen das Insiderhandelsverbot verstößt. Ein tatbestandliches Verwenden von Insiderinformationen liegt nämlich nach oben geführter Begründung nur dann nicht vor, wenn beide Parteien über denselben Kenntnisstand verfügen<sup>214</sup>. Demnach ist eine befugte Weitergabe von Insiderinformationen an Großaktionäre oder Aktionärspools insiderrechtlich zulässig.

#### ccc) Weitergabe an alle Aktionäre (Hauptversammlung)

Schließlich ist zu fragen, ob eine Insiderinformationsweitergabe an Aktionäre in der Hauptversammlung zulässig ist. Dies wird indes unterschiedlich beurteilt.

(1) Von einer weiten Ansicht wird als Argument für die Zulässigkeit einer solchen Weitergabe der Schutzzweck des Insiderrechtes angeführt. Dieses diene dem Schutz der Aktionäre, so dass deren Auskunftsanspruch aus § 131 Abs. 1 AktG einen Rechtfertigungsgrund für eine befugte Weitergabe darstelle<sup>215</sup>.

(2) Nach einer engeren Ansicht stellt § 131 Abs. 1 AktG keinen derartigen Rechtfertigungsgrund dar. Da der Vorstand sich durch die Weitergabe strafbar machen würde, stehe ihm ein Auskunftsverweigerungsrecht gemäß § 131 Abs. 2, Ziff. 5 AktG zu<sup>216</sup>.

(3) Nach einer vermittelnden Auffassung erfolgt die Weitergabe von Insiderinformationen in der Hauptversammlung nur dann befugt, wenn zuvor die Bereichsöffentlichkeit hergestellt, mithin eine den Grundsätzen der Ad-hoc-Publizität gerecht werdende Veröffentlichung stattgefunden habe<sup>217</sup>.

---

<sup>213</sup> Vgl. 3. Kapitel, III.2.a)aa).

<sup>214</sup> Vgl. 3. Kapitel, III.1.b)aa)bbb).

<sup>215</sup> *Benner-Heinacher*, DB 1995, 766, 766 f.; *Irmén*, in: BuB, Rn. 7/740.

<sup>216</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 14 Rn. 85; zur alten Rechtslage *Assmann*, in: AG 1997, 50, 57; *Schäfer*, in: *Schäfer*, § 14 WpHG Rn. 67; *Schwark*, in: *Schwark*, KapitalmarktrechtsK, § 14 Rn. 36; *Kümpel*, WpHG, 79 f.; *ders.*, WM 1994, 2137, 2138; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 10.54; *Marsch-Barner*, in: *Semler/Volhard*, § 7 Rn. 125; *Hartmann*, 240 f.; *Soesters*, 194; *Waldhausen*, 54.

<sup>217</sup> *Götz*, DB 1995, 1949, 1951; *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 157; *Schneider/Singhof*, in: FS Kraft, 585, 596 ff.; *Claussen*, Insiderhandelsverbote, 43.

#### (4) Stellungnahme

Die letztgenannte Ansicht verklausuliert Unzweifelhaftes. Selbstverständlich können ehemalige Insiderinformationen in der Hauptversammlung mitgeteilt werden, wenn zuvor die Bereichsöffentlichkeit hergestellt und den Informationen damit ihre Insiderinformationseigenschaft gemäß § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG genommen worden ist.

Auch die erstgenannte Ansicht kann nicht überzeugen. Zwar dient das Insiderrecht als Teilaspekt auch dem Schutz der Aktionäre<sup>218</sup>, jedoch gewährt das aktienrechtliche Auskunftsrecht dem Aktionär nach richtiger Ansicht keinen Anspruch auf unbeschränkte Rechenschaft über die Verwaltung des von ihm investierten Kapitals<sup>219</sup>. Sinn und Zweck des § 131 Abs. 1 AktG ist es, eine sachgerechte Ausübung der individuellen Mitgliedschaftsrechte zu gewährleisten. Ein individuelles Mitgliedschaftsrecht der Aktionäre auf Ausübung einer allgemeinen Kontrolle gegenüber dem Vorstand folgt hieraus jedoch nicht. Das Kompetenzgefüge der Aktiengesellschaft weist dem Aufsichtsrat die Kontrolle über den Vorstand zu und gibt dem Aktionär allenfalls das Recht auf Sonderprüfung gemäß § 142 AktG. Aus Sicht des Insiderrechtes ist im Übrigen zu beachten, dass die Zielgesellschaft nur dann zulässigerweise über Insiderinformationen verfügen kann, wenn sie, von der Veröffentlichungspflicht gemäß § 15 Abs. 3 WpHG abgesehen, mithin ein berechtigtes Interesse an einer Befreiung hat. Die von der erstgenannten Ansicht angenommene grundsätzliche Pflicht zur Weitergabe dieser Informationen im Rahmen der Hauptversammlung nimmt der Zielgesellschaft daher, pauschal und unabhängig davon, ob ein berechtigtes Interesse nach wie vor besteht oder nicht, die Möglichkeit der Aufrechterhaltung der Befreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG. Aus alledem folgt, dass aus § 131 Abs. 1 AktG kein Rechtfertigungsgrund für eine befugte Weitergabe von Insiderinformationen erwächst. Die Weitergabe von Insiderinformationen in der Hauptversammlung erfolgt daher nicht im normalen Rahmen der Tätigkeitsausübung oder Aufgabenerfüllung des Vorstands und damit unbefugt im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG.

---

<sup>218</sup> Vgl. Einleitung, I.3.

<sup>219</sup> *Zöllner*, in: KölnK-AktG, § 131 Rn. 3; *Decher*, in: GroßK-AktG, § 131 Rn. 10 ff.; *K. Schmidt*, Informationsrechte, 49; *Schneider/Singhof*, in: FS Kraft, 585, 595 ff.; *Groß*, AG 1997, 97, 99 f.; *Wilde*, ZGR 1998, 423, 442; *Reuter*, DB 1988, 2615, 2616; *Saenger*, DB 1997, 145, 146; *Spitze/Diekmann*, ZHR 158 (1994), 447, 459; *Barz*, BB 1957, 1253, 1253; *Wüsthoff*, 14, 134 ff.; *Meyer-Löwy*, 22; *Schäfer*, Auskunftsrecht, 109 f.; a.A. BGHZ 86, 1, 19; KG, ZIP 1995, 1585, 1587; BayObLG, WM 1996, 119, 121; *Kubis*, in: MünchK-AktG, § 131 Rn. 1; *Meilicke/Heidel*, DStR 1992, 72; *Ebenroth*, 4, 11.

#### (5) Ergebnis

Die Mitteilung von Insiderinformationen in der Hauptversammlung einer börsennotierten Aktiengesellschaft stellt einen Verstoß gegen § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG dar, so dass dem Vorstand ein Auskunftsverweigerungsrecht gemäß § 131 Abs. 1, Ziff. 5 AktG zusteht.

#### dd) Weitergabe an Betriebsinterne und -externe

Die Weitergabe von Insiderinformationen ist dann befugt, wenn sie nach oben gefundener Definition im normalen Rahmen arbeits-, berufs- oder tätigkeitsbezogen erfolgt.

#### aaa) Weitergabe an Betriebsinterne

Die Weitergabe von Insiderinformationen an Betriebsinterne erfolgt jedenfalls dann befugt, wenn sie gesetzlich vorgeschrieben ist<sup>220</sup>. Gibt der Vorstand daher im Rahmen seiner Mitteilungspflichten aus §§ 90, 111 Abs. 2 Satz 1, 170 AktG Insiderinformationen an den Aufsichtsrat weiter, so erfolgt diese Weitergabe nicht unter Verstoß gegen § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG. Auch die Weitergabe von Insiderinformationen an den Betriebsrat nach §§ 80 Abs. 2, 90, 92 Abs. 1, 111 BetrVG ist insiderrechtlich zulässig<sup>221</sup>.

Darüber hinaus ist die interne Weitergabe von Insiderinformationen dann nicht insiderrechtlich zu beanstanden, wenn sie im jeweiligen Einzelfall im betriebsorganisatorisch bestimmten und bedingten normalen Rahmen der Aufgabenerfüllung erfolgt<sup>222</sup>. Eine Verschärfung der Rechtslage dergestalt, dass vom Emittenten Vorkehrungen derart zu treffen sind, dass nur die Personen Zugang zu Insiderinformationen haben dürfen, für die der Zugang zur Wahrung ihrer Aufgaben innerhalb des Emittenten unerlässlich ist, ist durch das die MMR und das AnSVG nicht erfolgt<sup>223</sup>.

#### bbb) Betriebsexterne

Auch bezüglich der Weitergabe von Insiderinformationen an Betriebsexterne gilt zunächst, dass diese zulässig ist, wenn sie auf Grund gesetzlicher Gebote oder Obliegenheiten erfolgt. Daher verstößt die gemäß § 27 WpÜG gebotene Stellungnahme des Vorstands und die damit einhergehende Weitergabe der in § 27 Abs. 2 Satz 1 WpÜG genannten Informationen nicht

---

<sup>220</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 80.

<sup>221</sup> Kümpel/Veil, 3. Teil, Rn. 46.

<sup>222</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.2.1.; Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 89, 163.

<sup>223</sup> Vgl. hierzu 3. Kapitel, II.2.a)bb)bbb)(2)(b).

gegen das insiderrechtliche Weitergabeverbot. Gleiches gilt für gesetzliche Meldepflichten gegenüber Behörden oder Institutionen<sup>224</sup>.

Die Frage nach der Zulässigkeit der Weitergabe von Insiderinformationen an externe Berater<sup>225</sup> oder andere Dienstleister<sup>226</sup> ist mangels gesetzlicher Vorschrift nach der allgemeinen Definition zu lösen. Im Rahmen der Durchführung von Unternehmensakquisitionen erfolgt eine solche Weitergabe im normalen Rahmen der Aufgabenerfüllung des Vorstands oder des Fachbereichs des Emittenten. Ist sie für die Erfüllung der Aufgaben auch erforderlich, so ist sie insiderrechtlich unbedenklich<sup>227</sup>. Unproblematisch ist dies etwa in Bezug auf die rechtliche Akquisitionsberatung und die hierzu erforderlichen Unterlagen anzunehmen. Hinsichtlich der Informationsweitergabe innerhalb der Organisation der externen Berater gelten keine anderen Maßstäbe als innerhalb des Emittenten. Daher sind die vorstehend unter lit. aaa) gefundenen Lösungen entsprechend übertragbar.

Für die Weitergabe von Insiderinformationen an die Medien gelten ebenfalls die allgemeinen Grundsätze. Die nach alter Rechtslage diesbezüglich vorgenommene Unterscheidung zwischen Insidertatsachen und Ad-hoc-Tatsachen<sup>228</sup> kann nach der Aufhebung dieser Differenzierung durch das AnSVG keinen Bestand mehr haben<sup>229</sup>. Demzufolge erfolgt die Weitergabe an die Medien nach neuer Rechtslage auch nur dann befugt im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG, wenn dies zur Herstellung der Bereichsöffentlichkeit im Rahmen einer Ad-hoc-Mitteilung gemäß § 15 Abs. 1 WpHG i.V.m. § 5 Abs. 1, Ziff. 1 WpAIV erfolgt.

#### ee) Ergebnis

Die Weitergabe von Insiderinformationen durch die Zielgesellschaft an potentielle Erwerber, konkurrierende Erwerber und Veräußerer von unternehmerischen Beteiligungen ist insiderrechtlich zulässig. Bei wesentlichen Beteiligungen bedarf es einer Prüfung des konkreten Einzelfalls, wobei in der Tendenz das Interesse an der Informationsweitergabe überwiegen dürfte, je höher die Beteiligung ist. Ein solches ist für Finanzbeteiligungen gänzlich zu verneinen. Ebenso verstößt die Weitergabe von Insiderinformationen in der Hauptversammlung gegen § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG. Dem Vorstand steht daher ein

---

<sup>224</sup> Etwa gegenüber der BaFin und den Börsen (§§ 9, 15 Abs. 2, 21 WpHG), dem Bundeskartellamt (§ 39 GWB) oder Abschluss- und Sonderprüfern (§§ 320 Abs. 2 HGB, § 145 Abs. 2 AktG).

<sup>225</sup> Z.B.: Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater.

<sup>226</sup> Z.B.: Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, Elektronischer Bundesanzeiger, Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität mbH (DGAP), Investor Relations-Unternehmen.

<sup>227</sup> Emittentenleitfaden 2005, III.2.2.2.1.; Assmann, in: Assmann/Cramer, § 14 Rn. 149, 163; Claussen/Florian, AG 2005, 745, 752.

<sup>228</sup> BAWe/Deutsche Börse AG, 22; Assmann/Schneider, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 14 Rn. 58 m.w.N.

<sup>229</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 100.

Auskunftsverweigerungsrecht gemäß § 131 Abs. 2, Ziff. 5 WpHG zu. Die interne Informationsweitergabe aufgrund von gesetzlichen Pflichten oder Obliegenheiten erfolgt ebenso wie die tätigkeitsbezogen erforderliche Weitergabe an externe Berater befügtermaßen. Die Weitergabe an Medien ist nach der allgemeinen Definition zu beurteilen und genießt keinen Sonderstatus.

b) Weitergabe durch den Veräußerer an den Erwerber

Verfügt der veräußernde Aktionär über Insiderinformationen, so wird er diese, jedenfalls soweit sie positiv sind, dem Erwerber schon aus wirtschaftlichen Gründen mitteilen wollen. Die Informationsweitergabe kann dabei sowohl isoliert, als auch in einer Due Diligence erfolgen. Hinsichtlich der Frage der zulässigen, weil befugten Weitergabe durch den Veräußerer, ist zwischen der rechtmäßigen und unrechtmäßigen Kenntnis von Insiderinformationen zu unterscheiden<sup>230</sup>.

aa) Rechtmäßige Kenntnis von Insiderinformationen

Ist der Veräußerer ein Kleinaktionär, so wird er im Regelfall keine Kenntnis von nicht öffentlichen preiserheblichen Informationen über die Verhältnisse der Gesellschaft haben. Anders sieht die Situation jedoch bei Großaktionären aus, welche eine wesentliche Beteiligung an der Zielgesellschaft halten oder gar herrschende Gesellschafter sind. Häufig verfügen diese über einen Sitz im Aufsichtsrat, so dass sie aufgrund ihrer Mitgliedschaft bereits Kenntnis von Insiderinformationen erhalten. Des Weiteren können zumindest wesentlich oder unternehmerisch beteiligten Aktionären Insiderinformationen im Zusammenhang mit der Veräußerung ihrer Beteiligung mitgeteilt werden<sup>231</sup>.

Die im Rahmen der Erörterung der zulässigen Informationsweitergabe zwischen Zielgesellschaft und Erwerber bzw. Zielgesellschaft und Veräußerer erarbeiteten Grundsätze müssen in der Konstellation zwischen Veräußerer und Erwerber ebenfalls gelten<sup>232</sup>. Der Veräußerer hat als unmittelbarer Rechtsinhaber und Vertragspartner Erst-Recht ein Interesse daran, im Zuge der Verhandlungen den Erwerbsgegenstand betreffende Umstände offen zu legen, die für die Erwerbsentscheidung des Interessenten von wesentlicher Bedeutung sein können. Im Falle von negativen Informationen ist der Veräußerer hierzu sogar aufgrund des

---

<sup>230</sup> Vgl. zu dieser Differenzierung *Schmidt-Diemitz*, DB 1996, 1809 ff.

<sup>231</sup> Vgl. 3. Kapitel, III.2.a)cc)bbb).

<sup>232</sup> I.E. ebenso *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 14 Rn. 164; zur alten Rechtslage *Assmann*, AG 1997, 50, 56; *Irmen*, in: *BuB*, Rn. 7/736; *Fürhoff*, AG 1998, 83, 87; *Schmidt-Diemitz*, DB 1996, 1809, 1810.

vorvertraglichen Vertrauensverhältnisses (§ 311 Abs. 2 BGB) verpflichtet<sup>233</sup>. Ferner bedarf es des Informationsgleichklangs zwischen Veräußerer und Erwerber, damit der Veräußerer sich bei der nachfolgenden Transaktion nicht gemäß § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG strafbar macht<sup>234</sup>. Dementsprechend ist auch die Weitergabe von Insiderinformationen durch den Veräußerer für dessen Aufgabenerfüllung, d.h. die Veräußerung seiner wesentlichen oder unternehmerischen Beteiligung, erforderlich und damit befugt im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG.

#### bb) Unrechtmäßige Kenntnis von der Insiderinformation

Anders könnte dies im Falle der unrechtmäßigen Kenntnis von Insiderinformationen zu beurteilen sein. Sinn und Zweck des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG ist es, den Kreis der Insider möglichst gering zu halten. Dementsprechend muss die befugte, d.h. definitionsgemäß im “normalen Rahmen“ erforderliche Weitergabe teleologisch als im “rechtmäßigen Rahmen“ ausgelegt werden<sup>235</sup>. Die Weitergabe von unrechtmäßig erlangten Insiderinformationen, mithin die Erweiterung eines rechtswidrigen Zustands, kann nicht als rechtmäßig angesehen werden. Hieraus lässt sich daher folgern, dass der Veräußerer seine unrechtmäßig erlangte Kenntnis von Insiderinformationen nicht weitergeben darf.

Dem lässt sich jedoch entgegensetzen, dass der Veräußerer aufgrund eines vorvertraglichen Vertrauensverhältnisses zur Offenlegung von negativen Insiderinformationen verpflichtet ist. In dieser Konstellation stehen sich daher Insiderrecht und allgemeines Vertragsrecht unauflösbar gegenüber. Es bedarf daher einer Abwägung der widerstreitenden Interessen. Nur nach einer vereinzelt Ansicht<sup>236</sup> ist dem Insiderrecht pauschal eine Priorität gegenüber dem allgemeinen Vertragsrecht einzuräumen, so dass die Offenlegungspflicht aus § 311 Abs. 2 BGB in vorliegender Konstellation nicht zur Anwendung kommen würde. Als Begründung wird der Umstand angeführt, dass die c.i.c. dem übrigen kontinentaleuropäischen Recht fremd und es daher mit Blick auf den Geltungsvorrang der MMR bedenklich sei, eine Informationsweitergabe allein im Hinblick auf eine vorvertragliche Aufklärungspflicht zu gestatten.

---

<sup>233</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 166; differenzierend, Hasselbach, NZG 2004, 1087, 1090 (nur soweit mit dem Insiderrecht vereinbar); zur alten Rechtslage Schäfer, in: Schäfer, § 14 WpHG Rn. 62; Marsch-Barner, in: Semler/Volhard, § 7 Rn. 129; Assmann, AG 1997, 50, 56; Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1809, 1810 f.; Süßmann, AG 1999, 162, 168.

<sup>234</sup> 3. Kapitel, III.1.b)aa)bbb).

<sup>235</sup> Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1809, 1811.

<sup>236</sup> Hasselbach, NZG 2004, 1087, 1090.



Dem ist jedoch entgegenzutreten. Eine derartige Priorität des Insiderrechts ist nicht zu erkennen. Vielmehr bedarf es gerade im Rahmen des unbestimmten Rechtsbegriffs der Unbefugtheit stets der Abwägung der widerstreitenden Interessen<sup>237</sup>. Wie nachfolgend darzustellen sein wird, spricht entgegen der vorgenannten Ansicht sowohl die Aufklärungspflicht hinsichtlich negativer Insiderinformationen für eine Informationsweitergabe, als auch die Interessenlage der Parteien. Abzuwägen sind hier das Interesse an der Nichtweitergabe von Insiderwissen und das Interesse des Kaufinteressenten, über für ihn kaufentscheidende Umstände aufgeklärt zu werden. *Schmidt-Diemitz* führt schon zur alten Rechtslage zu Recht an, dass es auch in diesem Fall dem “normalen Rahmen“ entspreche, den Käufer pflichtgemäß über den Kaufgegenstand betreffende Umstände aufzuklären<sup>238</sup>. Dem ist hinzuzufügen, dass das Insiderrecht selbst bei unrechtmäßig erlangten Insiderinformationen nicht auf dem Rücken des Erwerbers ausgetragen werden darf. Der abstrakte Schutz der Funktionalität des Kapitalmarktes muss in diesen Fällen hinter dem konkreten Individualschutz des Anlegers zurücktreten. Blickt man einmal auf die Rechtsfolgen, so kommt hinzu, dass der Aktionär seine Aktien nicht verkaufen können würde, soweit man die Möglichkeit einer Insiderinformationsweitergabe verneint, da er ansonsten eine – zwischen den Parteien nicht bekannte – Insiderinformation verwenden würde. Will man diese (insiderrechtliche) Konsequenz vermeiden, so muss man dem allgemeinen Vertragsrecht den Vorrang einräumen. Es spricht daher letztlich eher mehr dafür, sich für eine Priorität des allgemeinen Vertragsrechtes zu entscheiden, d.h. der Offenbarungspflicht gegenüber dem Vertragspartner den Vorrang einzuräumen.

Begründet auf den vorstehenden Erwägungen ist daher die Weitergabe von negativen Insiderinformationen auch dann als befugt im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG anzusehen, wenn diese von dem weitergebenden Veräußerer unrechtmäßig erlangt worden sind. Dies gilt selbstverständlich nicht für positive Insiderinformationen, da für solche eine Offenbarungspflicht aus dem allgemeinen Vertragsrecht nicht besteht und eine Abwägung daher nicht erforderlich ist, so dass das Insiderrecht zur Anwendung kommt.

#### cc) Ergebnis

Der Veräußerer eines wesentlichen oder unternehmerischen Einfluss vermittelnden Aktienpaketes darf dem Erwerber Insiderinformationen mitteilen. Hat er diese zuvor unrechtmäßig erlangt, so gilt der vorstehende Grundsatz nur, soweit es sich um negative

---

<sup>237</sup> Vgl. 3. Kapitel, II.2.a)bb)bbb)(2)(c).

<sup>238</sup> *Schmidt-Diemitz*, DB 1996, 1809, 1811.

Insiderinformationen handelt. Im Falle von positiv wirkenden Insiderinformationen muss der Veräußerer daher solange von der Veräußerung Abstand nehmen, bis die Insiderinformation öffentlich bekannt geworden oder der Erwerber ebenfalls diesbezüglich (auf anderem Wege) Kenntnis erlangt hat.

c) Weitergabe durch den Erwerber bzw. Bieter

Der Erwerber kann über vielfältige Insiderinformationen verfügen. In Betracht zu ziehen sind hier insbesondere solche aus einer Due Diligence.

aa) Weitergabe an Zielgesellschaft und Veräußerer

aaa) Plan/Absicht

Der Plan oder die Absicht des Erwerbers/Bieters zum Beteiligungserwerb oder Unternehmenskauf kann bereits eine Insiderinformation darstellen<sup>239</sup>. Die Weitergabe derer an die Zielgesellschaft ist für den Erwerber bzw. Bieter regelmäßig von besonderem Interesse. Diese hat – ebenso wie die Zielgesellschaft und deren Aktionäre – regelmäßig ein Interesse an einer freundlichen Übernahme. Hierzu ist es sinnvoll und daher in der Praxis auch üblich, vor der Abgabe eines Erwerbsangebotes zunächst mit der Zielgesellschaft Kontakt aufzunehmen und diese über den Plan oder die Absicht zu informieren. Die vorherige Kontaktaufnahme erfolgt daher sachgemäß im normalen Rahmen der Unternehmensakquisition und dementsprechend befugt im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG<sup>240</sup>.

bbb) Eigener Erwerbsentschluss

Auch der eigene Erwerbsentschluss des Erwerbers/Bieters kann eine Insiderinformation darstellen, sofern er Drittbezug aufweist<sup>241</sup>. Die Frage zu stellen, ob der Erwerber den eigenen Erwerbentschluss im Falle eines nicht-öffentlichen Unternehmenskaufes an die Zielgesellschaft weitergeben darf, heißt sie zu bejahen. Denn selbstverständlich ist diese Weitergabe im normalen Rahmen der Tätigkeitsausübung erforderlich und damit befugt im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG. Der Erwerber muss sowohl mit der Zielgesellschaft als auch mit den Veräußerern Kontakt aufnehmen können, um seinen Erwerbsentschluss oder

---

<sup>239</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.a)aa)bbb)(4).

<sup>240</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 148, 163; zur alten Rechtslage Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 57.

<sup>241</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.a)bb)aaa) (Öffentliche Angebote) sowie III.2.a)dd) (Unternehmenskauf).

seine Absicht kundzutun. Die Veräußerer sind seine Vertragspartner und die Zielgesellschaft hat die maßgeblichen Informationen über das Erwerbsobjekt.

Im Kontext von Übernahmesachverhalten sind jedoch die besonderen Bestimmungen des WpÜG zu beachten. Bis zur Veröffentlichung stellt die Entscheidung zur Abgabe eines Übernahme- oder Pflichtangebotes eine Insiderinformation dar, soweit sie Drittbezug aufweist<sup>242</sup>. Gemäß §§ 10 Abs. 1 Satz 1, 35 Abs. 1 Satz 1 WpHG ist die Entscheidung daher unverzüglich zu veröffentlichen, um so die Chancengleichheit am Kapitalmarkt zu gewährleisten. Eine vorherige Mitteilung an die Zielgesellschaft würde daher diesen Gesetzeszweck konterkarieren. Die Mitteilung der Entscheidung an die Zielgesellschaft, ohne diese vorher veröffentlicht zu haben, kollidiert daher mit der Pflicht des Bieters aus §§ 10 Abs. 1 Satz 1, 35 Abs. 1 Satz 1 WpHG und ist daher unbefugt im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG.

#### ccc) Informationen aus einer Due Diligence

Die Weitergabe von Insiderinformationen aus einer Due Diligence an den veräußernden Aktionär ist in konsistenter Fortführung der bisherigen Auslegung zulässig, wenn dieser mindestens eine wesentliche oder eine unternehmerische Beteiligung verkauft.

#### ddd) Ergebnis

Der potentielle Erwerber bzw. Bieter eines Unternehmens oder einer Beteiligung, wird durch das Insiderrecht nicht gehindert, der Zielgesellschaft seine Pläne und Absichten mitzuteilen, um etwa eine freundliche Übernahme anzustreben. Die Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebotes hat der Bieter jedoch zunächst in Übereinstimmung mit dem WpÜG zu veröffentlichen, bevor er diese der Zielgesellschaft mitteilt.

#### bb) Weitergabe an andere Erwerber (Warehousing)

In Bezug auf das Warehousing ist wie schon im Rahmen der Prüfung des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG zu differenzieren. Soweit der Bieter sich im Rahmen des sog. gemeinschaftlichen Handelns im Sinne des § 2 Abs. 5 WpÜG bewegt, ist die Weitergabe von Insiderinformationen nicht zu beanstanden. Diese durch den Gesetzgeber übernahmerechtlich legitimierte Vorgehensweise kann nicht durch ein restriktives Insiderrecht konterkariert werden, indem die Weitergabe von für das gemeinsame Handeln notwendigen

---

<sup>242</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.1.a)bb)aaa)(3).

Insiderinformationen untersagt wird<sup>243</sup>. Vielmehr ist ein solches Vorgehen als im normalen Rahmen der Tätigkeitsausübung erforderlich anzusehen. Demzufolge ist die Weitergabe von Insiderinformationen zum gemeinschaftlichen Handeln im Sinne des § 2 Abs. 5 WpÜG auch insiderrechtlich befugt im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpÜG<sup>244</sup>.

Erfolgt eine Weitergabe jedoch außerhalb des übernahmerechtlichen gemeinsamen Vorgehens, so ist diese auch von Insiderrecht zu sanktionieren.

#### cc) Weitergabe an Betriebsinterne und -externe

Hinsichtlich der Weitergabe von Insiderinformationen durch den Erwerber bzw. Bieter an Betriebsinterne oder -externe gelten keine anderen Maßstäbe als bei der Zielgesellschaft. Auch der Erwerber bedarf insbesondere der rechtlichen und wirtschaftlichen Beratung. Auf die diesbezüglichen Ausführungen kann daher verwiesen werden<sup>245</sup>.

#### dd) Ergebnis

Der Erwerber bzw. Bieter darf sowohl an die Zielgesellschaft, als auch an den Veräußerer Insiderinformationen im Rahmen der Unternehmensakquisition weitergeben. Hierbei hat er jedoch die besonderen Veröffentlichungspflichten des WpÜG zu beachten. Die Weitergabe von Insiderinformationen durch das sog. Warehousing ist zulässig, soweit sie in Übereinstimmung mit dem Übernahmerecht erfolgt. Hinsichtlich der Weitergabe an Betriebsinterne

/-externe gelten die gleichen Maßgaben wie bei einer Weitergabe durch den Veräußerer.

#### d) Ergebnis

Die Weitergabe von Insiderinformationen muss auch im Rahmen von Unternehmensakquisitionen befugt, d.h. im normalen Rahmen der Arbeits- oder Berufsausübung oder zur Aufgabenerfüllung erforderlich sein. Hierbei ist insbesondere die im allgemeinen Teil zum Tatbestandsmerkmal der Preiserheblichkeit herausgearbeitete Differenzierung nach Beteiligungsschwellen zu beachten. Eine Weitergabe ist für die Aufgabenerfüllung nämlich regelmäßig nur dann erforderlich, wenn der Informationsempfänger Einfluss nehmen kann. Dies ist aber regelmäßig frühestens ab einer wesentlichen Beteiligung anzunehmen.

---

<sup>243</sup> Vgl. hierzu, 3. Kapitel, III.1.c).

<sup>244</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 147; Brandi/Süßmann, AG 2004, 642, 645; zur alten Rechtslage Schwark, in: Schwark, KapitalmarktrechtsK, § 14 WpHG Rn. 57; Vaupel/Uhl, WM 2003, 2126, 2133 f.

<sup>245</sup> Vgl. 3. Kapitel, III. 2.a)dd).

### 3. Verleiten zu einer Unternehmensakquisition

Hinsichtlich der dritten Handlungsalternative des § 14 Abs. 1 WpHG ist im Rahmen von Unternehmensakquisitionen darauf hinzuweisen, dass ein „*anderer*“ im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 3 WpHG auch jedes rechtlich selbständige Konzernunternehmen ist<sup>246</sup>. Eine Konstruktion dergestalt, dass etwa die Mutter als Insider im Konzernverbund der Tochter im Wege der Weisung „empfehl“, eine Unternehmensakquisition durchzuführen, um sodann die Tochter samt neuer Beteiligung auf sich zu verschmelzen, ist daher insiderrechtlich unzulässig<sup>247</sup>.

### 4. Ergebnis

Die Umsetzung des eigenen Erwerbsentschlusses stellt schon begriffsnotwendig kein Verwenden von Insiderinformationen dar und ist somit insiderrechtlich unbedenklich. Ebenso ist die Durchführung eines Gesamtplans als sukzessive Umsetzung des eigenen Erwerbsentschlusses mit dem Insiderhandelsverbot vereinbar, auch wenn der Erwerber währenddessen Kenntnis von Insiderinformationen erlangt. Im Rahmen von Due Diligence-Prüfungen ist es dem Erwerber und dem Veräußerer darüber hinaus gestattet, aufgrund hieraus gewonnener Insiderinformationen ihren vorher gefassten Erwerbsentschluss zu modifizieren. Das sog. Warehousing ist auch nach dem AnSVG zulässig, soweit es übernahmerechtlich als gemeinsames Handeln zu qualifizieren ist.

Die Weitergabe von Insiderinformationen durch die Zielgesellschaft an potentielle Erwerber, konkurrierende Erwerber und Veräußerer von unternehmerischen Beteiligungen ist insiderrechtlich zulässig. Bei wesentlichen Beteiligungen bedarf es einer Prüfung des konkreten Einzelfalls, wobei in der Tendenz das Interesse an der Informationsweitergabe überwiegen dürfte, je höher die Beteiligung ist. Ein solches ist für die Finanzbeteiligungen gänzlich zu verneinen. Ebenso verstößt die Weitergabe von Insiderinformationen in der Hauptversammlung gegen § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG. Dem Vorstand steht daher ein Auskunftsverweigerungsrecht gemäß § 131 Abs. 2, Ziff. 5 WpHG zu. Die interne Informationsweitergabe aufgrund von gesetzlichen Pflichten oder Obliegenheiten erfolgt ebenso befugtermaßen, wie die tätigkeitsbezogen erforderliche Weitergabe an externe Berater. Die Weitergabe an Medien ist nach der allgemeinen Definition zu überprüfen und genießt keinen Sonderstatus.

---

<sup>246</sup> Vgl. 3. Kapitel, II.2.b)aa).

<sup>247</sup> I.E. ebenso *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 14 Rn. 121.

Hinsichtlich der dritten Handlungsalternative des § 14 Abs. 1 WpHG ist im Rahmen von Unternehmensakquisitionen darauf hinzuweisen, dass ein „*anderer*“ im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 3 WpHG auch jedes rechtlich selbständige Konzernunternehmen ist<sup>248</sup>.

#### IV. Zusammenfassung

Auch nach dem AnSVG sind die Verbotstatbestände des § 14 Abs. 1 WpHG, wie der Erwerb und die Veräußerung, die unbefugte Weitergabe oder das Empfehlen gleich geblieben. Eine wesentliche Änderung ist jedoch in der Art und Weise der Begehung des Erwerbs- und Veräußerungstatbestands erfolgt. Bei diesem reicht nunmehr ein Handeln unter *Verwendung* der Insiderinformation aus. Im Rahmen von Unternehmensakquisitionen bleibt jedoch insbesondere die Durchführung einer Due Diligence zulässig.

Soweit die Voraussetzungen des Tatbestands des § 14 Abs. 1 WpHG erfüllt sind, gilt der gesamte *Verbotstatbestand* nunmehr sowohl für Primär- als auch für Sekundärinsider. Anders als der bisherige § 14 WpHG a.F., unterscheidet § 14 Abs. 1 WpHG nicht mehr danach, aus welchem Grund der Betreffende über Kenntnisse einer Insiderinformation verfügt. Eine Differenzierung findet jedoch auf der Rechtsfolgenseite statt (§§ 38 ff. WpHG), so dass es nach wie vor erforderlich sein wird, zwischen Primär- und Sekundärinsidern zu unterscheiden. Der Versuch des Insiderhandels sowie die leichtfertige Begehung sämtlicher Insidergeschäfte sind nunmehr strafbar.

Auf die Rechtsfolgen von Verstößen gegen die Verbotstatbestände des § 14 Abs. 1 WpHG wird nachfolgend eingegangen.

---

<sup>248</sup> Vgl. 3. Kapitel, II.2.b)aa).

## **Viertes Kapitel: Rechtsfolgen/ Haftung**

Verstöße gegen § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG sind nach § 38 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG für jedermann strafbewehrt. Daneben existiert eine nach Primär- und Sekundärinsidern differenzierte Sanktionierung für Verstöße gegen § 14 Abs. 1, Ziff. 2, 3 WpHG in §§ 38 Abs. 1, Ziff. 2 und 39 Abs. 2, Ziff. 3, 4 WpHG. Hintergrund dieser Differenzierung ist die europäische Vorgabe des AnSVG. Aufgrund von Art. 4 MMR ist von den Mitgliedsstaaten sicherzustellen, dass die Verbotsnorm des Insiderhandelsverbotes im Gegensatz zur alten Rechtslage unterschiedslos für Primär- und Sekundärinsider gilt. Dies ist durch das AnSVG in § 14 Abs. 1 WpHG umgesetzt worden<sup>1</sup>. Art. 4, 14 MMR lassen es den Mitgliedsstaaten jedoch offen, ob sie alle Insider strafrechtlich, d.h. auf der Seite der Sanktionierung der Verstöße gegen die Insiderhandelsverbote, gleich behandeln. Aufgrund des unterschiedlichen Unrechtsgehaltes hat der deutsche Gesetzgeber sich dazu entschieden, auf der Rechtsfolgenseite hinsichtlich des Weitergabe- und Verleitungsverbotes weiterhin zwischen Primär- und Sekundärinsidern zu unterscheiden<sup>2</sup>. Zum Gesamten nachfolgend im Einzelnen.

### **I. Straftatbestände**

Gemäß § 38 Abs. 1 WpHG wird der Täter mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft. Der Straftatbestand differenziert sodann zwischen einem Allgemein- und einem Sonderdelikt.

#### **1. Allgemeindelikt, § 38 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG**

Der Verstoß gegen das Verbot, Insiderpapiere unter Verwendung einer Insiderinformation zu erwerben oder zu veräußern (§ 14 Abs.1, Ziff. 1 WpHG) ist einheitlich für jedermann strafbar. Diesen allgemeinen Straftatbestand betreffend sind durch das AnSVG keine Änderungen im Vergleich zur alten Rechtslage erfolgt.

#### **2. Sonderdelikt, § 38 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG**

Der Verstoß gegen das Weitergabe- und Verleitungsverbot ist dagegen nur für die in § 38 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG aufgeführten Personenkreise (sog. Primärinsider) strafbar. Voraussetzung ist, dass diese aufgrund ihrer besonderen Eigenschaft über eine Insiderinformation verfügen und in Kenntnis derer sodann gegen das Weitergabe- oder Verleitungsverbot aus § 14 Abs. 1, Ziff. 2, 3 WpHG verstoßen.

---

<sup>1</sup> Vgl. 3. Kapitel, I.2.

<sup>2</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 40.

a) Primärinsider, § 38 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG

Die nach alter Rechtslage in § 13 Abs. 1 WpHG a.F. verorteten Primärinsider sind nunmehr in § 38 Abs. 1, Ziff. 2 lit. a)-d) aufgeführt.

aa) § 38 Abs. 1, Ziff. 2a)-c) WpHG

Lit. a)-c) entsprechen wörtlich dem § 13 Abs. 1 WpHG a.F. Es handelt sich hierbei um Personen, die aufgrund ihres Status (Organ oder Gesellschafter), ihrer Beteiligung oder ihrer Tätigkeit (Beruf, Tätigkeit oder Aufgabe) über eine Insiderinformation verfügen.

Hinsichtlich der Alternativen der Beteiligung und der Tätigkeit bedarf es aufgrund des klaren Wortlautes der Vorschriften jeweils der Kausalität zwischen der besonderen Eigenschaft des Insiders und der Erlangung der Insiderinformation<sup>3</sup>. Die Informationserlangung aufgrund der Tätigkeit muss darüber hinaus „bestimmungsgemäß“ erfolgt sein. Schon nach alter Rechtslage war anerkannt, dass dies in negativer Abgrenzung jedenfalls dann der Fall war, wenn die Kenntnis nicht bloß zufällig oder bei Gelegenheit erlangt worden war<sup>4</sup>. Da die Differenzierung zwischen Primär- und Sekundärinsidern nach neuer Rechtslage eine Frage der Rechtsfolgen und damit des Strafrechtes ist, bedarf es nunmehr einer restriktiven Auslegung<sup>5</sup>. Das Merkmal „bestimmungsgemäß“ erfasst daher nur die Kenntniserlangung, welche aufgrund des Berufs-, der Tätigkeit oder der Aufgabe vorgesehen ist und innerhalb dieser Bestimmung erfolgt.

bb) § 38 Abs. 1, Ziff. 2d) WpHG

Ein neuer Personenkreis wird durch § 38 Abs. 1, Ziff. 2 lit. d) WpHG erfasst. In Umsetzung von Art. 2 Abs. 1 Satz 2, lit. d) MMR ist hiernach auch derjenige Primärinsider, der aufgrund der Vorbereitung oder Begehung einer Straftat eine Insiderinformation erlangt hat<sup>6</sup>. Aufgrund des klaren Wortlautes muss auch hier die Sondereigenschaft des Insiders kausal für die Kenntniserlangung sein. Fraglich ist jedoch, ob der Tatbestand auf Delikte zu begrenzen ist, die gerade mit dem Ziel begangen worden sind, Insiderinformationen zu erlangen. Dies wird zum Teil mit Blick auf exempla ad absurdum vertreten<sup>7</sup>. Zur Lösung wird eine Anleihe bei § 38 Abs. 1, Ziff. 2c) WpHG angeführt, aus welchem das Tatbestandsmerkmal „bestimmungsgemäß“ zu übernehmen sei. So sei nur derjenige Primärinsider im Sinne der

---

<sup>3</sup> Vogel, in: Assmann/Schneider, § 38 Rn. 8; Kümpel/Veil, 3. Teil, Rn. 59 f.; zur alten Rechtslage Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 Rn. 14 m.w.N.

<sup>4</sup> Vgl. Assmann, in: Assmann/Schneider, 3. Auflage, § 13 Rn. 19b ff. m.w.N.

<sup>5</sup> Vogel, in: Assmann/Schneider, § 38 Rn. 8; Kümpel/Veil, 3. Teil, Rn. 27.

<sup>6</sup> In Betracht zu ziehen sind hier insbesondere die §§ 242 ff. StGB oder §§ 201 ff. StGB.

<sup>7</sup> So führt Vogel etwa den Raubmörder an, der in der Tasche seines Opfers ein Schreiben mit Insiderinformationen findet und diese zur Kenntnis nimmt, vgl. ders., in: Assmann/Schneider, § 14 Rn. 10.



Ziffer 2d), welcher die Insiderinformation bestimmungsgemäß durch Vorbereitung oder Begehung einer Straftat erlangt habe. Dem ist beizupflichten. Zum einen lässt schon die Regierungsbegründung erkennen, dass auch der Gesetzgeber wesentlich nur solche Eigentums- und Datenschutzdelikte im Blick gehabt hat, die gerade zur Erlangung von Insiderinformationen dienen<sup>8</sup>. Zum anderen bedarf es mit Blick auf das verfassungsrechtliche Bestimmtheitsgebot einer derartigen Auslegung, um den grammatikalisch sehr weitgehenden Tatbestand einzugrenzen.

#### b) Sekundärinsider

Eine Norm in welcher die Gruppe der Sekundärinsider definiert ist, existiert im WpHG nicht. Vielmehr ergibt sich im Umkehrschluss zu § 38 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG, das Sekundärinsider ist, wer auf sonstige Weise eine Insiderinformation erhalten hat<sup>9</sup>. Sekundärinsider sind demnach alle Personen, die Kenntnis von Insiderinformationen nicht im Wege des § 38 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG erhalten haben.

#### 3. Versuchsstrafbarkeit

Indem sämtliche Begehungsweisen des § 14 Abs. 1 WpHG, d.h. sowohl das Allgemein-, wie auch das Sonderdelikt nunmehr schon im Falle eines Versuchs bestraft werden, ist eine weitere Verschärfung des Sanktionsrechtes in § 38 Abs. 3 WpHG erfolgt. Insoweit geht § 38 Abs. 3 WpHG über die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie hinaus, da diese in Art. 3 nicht verlangt, dass die Mitgliedsstaaten auch den Versuch eines Verstoßes gegen das Weitergab- und/oder das Empfehlungsverbot untersagen<sup>10</sup>.

#### 4. Haftungsmaßstab

Strafbar ist sowohl die vorsätzliche Begehung des Allgemein-, wie auch des Sonderdeliktes. Dies ergibt sich aus § 15 StGB wonach zunächst nur vorsätzliches Handeln strafbar ist.

Nur wenn das Gesetz ausdrücklich fahrlässiges Handeln unter Strafe stellt, ist auch dieser Haftungsmaßstab strafbewehrt. Eine Regelung hierzu findet sich in § 38 Abs. 4 WpHG, welcher ausdrücklich die leichtfertige Begehungsweise des Allgemeindelikt unter eine (geringere) Strafandrohung stellt<sup>11</sup>. Der Tatbestand des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG kann daher nunmehr sowohl durch vorsätzliches, als auch durch leichtfertiges Handeln des Insiders

---

<sup>8</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, 40.

<sup>9</sup> Vogel, in: Assmann/Schneider, § 38 Rn. 11; Nack, in: Müller-Gugenberger/Bieneck, § 14 Rn. 24; zur alten Rechtslage Hilgendorf, in: Park, 3. Abschnitt, Rn. 56.

<sup>10</sup> Vgl. 3. Kapitel, II.3.

<sup>11</sup> Vgl. zur Leichtfertigkeit 3. Kapitel, II.1.d)bb).

verwirklicht werden. Ein leichtfertiges Handeln ist anzunehmen, wenn der Insider bei Zugrundelegung des Maßstabs eines verständigen Anlegers grob fahrlässig handelt.

## 5. Rechtsfolgen der Tat

### a) Freiheits- oder Geldstrafe

Gemäß § 38 Abs. 1 WpHG wird der Täter bei vorsätzlichem Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft. Handelt er leichtfertig, so reduziert sich die Strafandrohung gemäß § 38 Abs. 3 WpHG auf 1 Jahr Freiheitsstrafe oder Geldstrafe. Für die Strafzumessung ist die allgemeine Regelung des § 46 Abs. 2 Satz 2 StGB heranzuziehen. Namentlich sind hier das Maß der Pflichtwidrigkeit (bei Primärinsidern höher als bei Sekundärinsidern), die verschuldeten Auswirkungen der Tat (Vermögensschäden bei Anlegern) oder das Vorleben des Täters (Vorstrafen) zu nennen<sup>12</sup>.

### b) Sonstige Sanktionen

Das aus der Tat Erlangte (Insiderpapiere/Geld) unterliegt gemäß § 73 Abs. 1 Satz 1 WpHG dem Verfall. Die Einziehung von deliktisch erlangtem Eigentum als Nebenfolge einer strafrechtlichen Verurteilung gehört nach gefestigter Rechtsprechung des BVerfG zu den Schranken des Eigentums<sup>13</sup>. Des Weiteren können gegen natürliche Personen die wegen Insiderhandels verurteilt worden sind und bei denen eine Wiederholungsfahr besteht, strafrechtliche Maßnahmen zur Besserung und Sicherung, namentlich ein Berufsverbot angeordnet werden, § 70 StGB. Da Insiderhandel die börsenrechtliche Zuverlässigkeit des Täters berührt, kann schon bei begründetem Verdacht eine Anordnung des Ruhens der Zulassung zur Börse bis zu sechs Monaten und bei Feststellung des Verstoßes gar der Widderruf der Börsenzulassung erfolgen, §§ 16 Abs. 8 Satz 1, 20 Abs. 1 BörsG. Schließlich können gemäß §§ 30 Abs. 1 bzw. 130 OWiG, gegen das betreffende Unternehmen bzw. den Aufsichtspflichten vernachlässigenden Unternehmensinhaber, Geldbußen verhängt werden.

## II. Bußgeldtatbestand

### 1. Anwendungsbereich

---

<sup>12</sup> Vogel, in: Assmann/Schneider, § 38 Rn. 54.

<sup>13</sup> Vgl. BVerfGE StV 2004, 409, 410.

Der Gesetzgeber des AnSVG war gemäß Art. 4 MMR gehalten, das Weitergabe- und Verleitungsverbot auch auf Sekundärinsider auszudehnen. Diese Vorgabe ist durch den unterschiedslos anwendbaren § 14 Abs. 1, Ziff. 2, 3 WpHG umgesetzt worden. Auf der Rechtsfolgenseite stand es dem Gesetzgeber jedoch frei, nach wie vor zwischen Primär- und Sekundärinsidern zu differenzieren. Primärinsider trifft hinsichtlich des vorsätzlichen Verstoßes gegen das Weitergabe- und Verleitungsverbot die Strafbarkeit aus dem Sonderdelikt des § 39 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG. Aufgrund des geringeren Unrechtsgehaltes ist der vorsätzliche und leichtfertige Verstoß als allgemeiner Tatbestand für jedermann, d.h. auch für Sekundärinsider, gemäß § 39 Abs. 2, Ziff. 3, 4 WpHG mit einer Ordnungswidrigkeit belegt worden.

## 2. Haftungsmaßstab

Als Haftungsmaßstab sieht § 39 Abs. 2 WpHG sowohl vorsätzliches, als auch leichtfertiges Handeln vor<sup>14</sup>. Aus dem Gleichlauf von §§ 10, 11 Abs. 1 Satz 1 OWiG und §§ 15, 16 Abs. 1 Satz 1 StGB ergibt sich, dass der Vorsatzbegriff des Ordnungswidrigkeitenrechtes mit dem des Strafrechtes übereinstimmt. Gleiches gilt für die leichtfertige Begehungsweise von Ordnungswidrigkeiten, so dass auf die diesbezüglichen Ausführungen verwiesen werden kann. Praktische Bedeutung dürfte Letztere etwa in dem Fall haben, in dem sich der Insider darauf einlässt, er sei davon ausgegangen, die Information sei bereits öffentlich und daher keine Insiderinformation mehr gewesen<sup>15</sup>.

## 3. Rechtsfolgen

Der Verstoß gegen das Weitergabe- und Verleitungsverbot kann gemäß § 39 Abs. 4 WpHG i.V.m. § 17 Abs. 1 OWiG mit einer Geldbuße von bis zu 200.000,00 Euro geahndet werden. Gerechtfertigt wird der hohe Bußgeldrahmen mit Gründen der Prävention, da auch die Weitergabe von Insiderinformationen oder das Verleiten zum Insiderhandel durch Sekundärinsider, nachhaltig negative Folgen für das Vertrauen der Anleger in die Funktionsfähigkeit und Integrität des Kapitalmarktes haben<sup>16</sup>. Darüber hinaus können gemäß §§ 30 Abs. 1 bzw. 130 OWiG Geldbußen gegen das betreffende Unternehmen bzw. den Aufsichtspflichten vernachlässigenden Unternehmensinhaber verhängt werden.

---

<sup>14</sup> Aufgrund der Strafbarkeit der vorsätzlichen Begehungsweise in § 38 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG, kommt für Primärinsider jedoch nur noch Leichtfertigkeit in Betracht.

<sup>15</sup> Beispiel nach *Vogel*, in: Assmann/Schneider, § 39 Rn. 47.

<sup>16</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 41.

### III. Durchsetzung des Insiderhandelsverbotes

In praxi werden auffällige Kursverläufe und Handelsumsätze vor Übernahmeangeboten von der BaFin routinemäßig geprüft. Zunächst liegen die Daten über die Käufer nur anonymisiert vor. Sollte die BaFin feststellen, dass über eine bestimmte Bank ungewöhnlich viele Aktien gekauft worden sind, kann die Behörde eine formelle Untersuchung einleiten<sup>17</sup>.

Die hierzu bislang verstreuten Verwaltungsbefugnisse der BaFin fasst das AnSVG in Umsetzung der Art. 11 Abs. 1, 12 MMR nunmehr in der Ermächtigungsnorm des § 4 WpHG zusammen. Nachfolgend wird eine kurze Übersicht über die das Insiderhandelsverbot betreffenden Befugnisse der BaFin gezeichnet.

#### 1. Befugnisse zur Durchsetzung von Verboten, § 4 Abs. 2 WpHG

Gemäß § 4 Abs. 2 Satz 1 WpHG überwacht die BaFin die Einhaltung der Verbote und Gebote des WpHG und kann Anordnungen treffen, die zu deren Durchsetzung geeignet und erforderlich sind. Dazu zählt auch die im Gesetzgebungsverfahren kontrovers diskutierte Möglichkeit, ohne Vorliegen einer Gefährdung des Handels, Maßnahmen wie die Aussetzung des börslichen und außerbörslichen Handels zu ergreifen (§ 4 Abs. 2 Satz 2 WpHG)<sup>18</sup>. Auf Anregung des Bundesrates wurden die Anordnungsvoraussetzungen jedoch gegenüber den Vorgaben der MMR konkretisiert und auf Fälle beschränkt, in denen diese Maßnahme zur Durchsetzung des Insiderhandelsverbotes bzw. zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen geboten ist, was nach der Regierungsbegründung nur in Ausnahmefällen und als Ultima Ratio angezeigt sein soll<sup>19</sup>.

Anzumerken ist jedoch klarstellend, dass diese Befugnisnorm nicht auf die von Art. 12 Abs. 2 MMR genannten Fälle beschränkt ist, sondern über diese hinausgeht. Dies ergibt sich zum einen aus dem klaren Wortlaut des Art. 12 Abs. 2 MMR („*zumindest*“), zum anderen aus der Einzelbegründung der Beschlussempfehlung und dem Bericht des Finanzausschusses<sup>20</sup>. In richtlinienkonformer Auslegung ist die BaFin daher ebenfalls zu weiteren Maßnahmen, wie

---

<sup>17</sup> Anja Neukötter (Sprecherin der BaFin) zum Verlauf der Aktie der Schering AG im Rahmen des Übernahmeangebotes der Merck KGaA, in: FAZ, v. 14.03.2006, S. 16.

<sup>18</sup> Vgl. dazu die Stellungnahme des BR, BT-Dr. 15/3355, S. 1, und die Gegenäußerung der BReg, BT-Dr. 15/3355, S. 6; zuvor Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Dr. 15/3493, S. 9; Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses und des Bundesverbands Investment und Asset Management e.V. (BVI), S. 8.

Alle Stellungnahmen abrufbar unter:

<http://www.bundestag.de/parlament/gremien15/a07/protokolle/Anhoerungsprotokolle5/Stellungnahmen/index.html>.

<sup>19</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 15/3174, S. 30.

<sup>20</sup> BT-Dr. 15/3493, S. 62. Vgl. i.E. ebenso *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929, 938; *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948, 1949.

etwa vorübergehenden Berufsverboten, Einfrierungen oder Beschlagnahmen von Vermögen sowie der Einsicht in aufgezeichnete Telefongespräche, befugt. Wie schon Art. 12 Abs. 2 MMR ausführt, müssen diese jedoch „im Einklang mit dem innerstaatlichen Recht“ ausgeübt werden, so daß hierbei die verfassungsrechtlichen Schranken enge Grenzen ziehen. Im Ergebnis werden diese Maßnahmen in Konkordanz mit der Regierungsbegründung daher nur als Ultima Ratio in Betracht kommen<sup>21</sup>.

Indem die Befugnisnorm nicht nur börsliche, sondern auch außerbörsliche Märkte erfasst („Aussetzung des Handels“), ist es in § 4 Abs. 2 Satz 2 WpHG zu einer Erweiterung des Regierungsentwurfs gekommen<sup>22</sup>. Diese Änderung ist im Gesamtkontext des WpHG konsistent und daher zu begrüßen. Der Anwendungsbereich des WpHG erstreckt sich gemäß § 1 Abs. 1 WpHG zumindest nach neuer Rechtslage unstreitig auf den „börslichen und außerbörslichen Handel mit Finanzinstrumenten“<sup>23</sup>. Ist der gesamte Handel erfasst, bedarf es aber auch eines Gleichlaufs mit der diesen betreffenden Eingriffsbefugnissen, so dass die Befugnisnorm richtigerweise angepasst werden musste.

## 2. Auskunft, Vorlage und Überlassung von Unterlagen, § 4 Abs. 3 WpHG

Gemäß § 4 Abs. 3 WpHG kann die Bundesanstalt von jedermann Auskünfte, die Vorlage von Unterlagen und die Überlassung von Kopien verlangen sowie Personen laden und vernehmen; § 4 Abs. 9 WpHG enthält ein entsprechendes Auskunftsverweigerungsrecht. In Umsetzung von Art. 12 Abs. 2b der MMR setzt die Befugnis der Bundesanstalt jedoch das Vorliegen von „Anhaltspunkten für die Überwachung“ voraus. Da an einen Überwachungseingriff bei unbeteiligten Dritten höhere Anforderungen, als an einen solchen bei den Verbotsadressaten zu stellen sind und auf deren berechtigten Belange Rücksicht zu nehmen ist, muss der Begriff der Anhaltspunkte schon aus verfassungsrechtlichen Gründen restriktiv ausgelegt werden<sup>24</sup>. Die im Finanzausschuss vorgesehene redaktionelle Präzisierung des Gesetzestextes in „konkreter Anhaltspunkte“<sup>25</sup> wurde gestrichen, da Anhaltspunkte bereits nach herrschender Auffassung zu §§ 16, 20a WpHG a.F., immer einen konkreten Tatsachenkern voraussetzen<sup>26</sup>. Für ein Auskunftsverlangen sind somit bereits erste Indizien für einen Verstoß erforderlich.

---

<sup>21</sup> Der 1. Direktor der BaFin *Georg Dreyling* hält eine Befugnis der Bundesanstalt zu einem vorübergehenden Berufsverbot, jedoch wegen des außerordentlich hohen Haftungsrisikos für kaum vorstellbar, vgl. *Dreyling*, Der Konzern 2005, 1, 2.

<sup>22</sup> Vgl. § 4 Abs. 2 Satz 2 WpHG in der Fassung des RegE AnSVG, BT-Drs. 15/3174, S. 7 („Aussetzung des Börsenhandels“).

<sup>23</sup> Nach alter Rechtslage war dies umstritten, vgl. 3. Kapitel, I.1.

<sup>24</sup> *Spindler*, NJW 2004, 3449, 3450; *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948, 1950.

<sup>25</sup> Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 15/3493, S. 9, 51.

<sup>26</sup> Vgl. nur *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 20a Rn. 12 ff. m.w.N.

Eine Vermutung aufgrund allgemeiner Erfahrungswerte oder eine hohe Wahrscheinlichkeit sind dementsprechend nicht ausreichend<sup>27</sup>.

### 3. Betretungsrecht, § 4 Abs. 4 WpHG

Das Betreten von Grundstücken und Geschäftsräumen der nach § 4 Abs. 3 WpHG Auskunftspflichtigen, ist der BaFin gemäß § 4 Abs. 4 WpHG innerhalb der Vorgaben des Art. 13 Abs. 7 GG sowie der konkretisierenden verfassungsrechtlichen Rechtsprechung zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben zu gestatten. Ein Betreten außerhalb der regelmäßigen Arbeitszeiten ist von den Betroffenen dagegen nur zu dulden, wenn es zur Abwehr einer dringenden Gefahr für die öffentliche Sicherheit und Ordnung erforderlich ist und Anhaltspunkte bei den Auskunftspflichtigen vorliegen<sup>28</sup>.

### 4. Strafverfolgung, § 4 Abs. 5 WpHG

Die Strafverfolgung durch die Staatsanwaltschaft ist in § 4 Abs. 5 WpHG geregelt. Danach besteht eine Anzeigepflicht der BaFin schon bei Verdacht einer Straftat nach § 38 WpHG. Die Staatsanwaltschaft entscheidet sodann über die Vornahme von erforderlichen Ermittlungsmaßnahmen. Gemäß § 40a WpHG ist die BaFin alsdann im Rahmen des Vorgehens der Strafverfolgungsbehörden gegen Insiderverstöße zu beteiligen und ihr sind personenbezogene Daten mitzuteilen.

### 5. Schweigepflicht, § 4 Abs. 8 WpHG

Um Ermittlungen nicht zu gefährden, gilt für die von den Maßnahmen Betroffenen bezüglich der von der Bundesanstalt eingeleiteten Maßnahmen oder eines eingeleiteten Ermittlungsverfahrens, gemäß § 4 Abs. 8 WpHG ein Schweigegebot. Hiervon wird jedoch in § 4 Abs. 8, 2. HS WpHG für die Weitergabe von Informationen an Berufsheimnisträger<sup>29</sup> oder innerhalb eines Normadressaten bzw. innerhalb einer juristischen Person (z.B. einer Compliance-Abteilung) eine Ausnahme gemacht<sup>30</sup>.

## IV. Shaming, § 40b WpHG

In Umsetzung von Art. 14 Abs. 4 MMR ermächtigt § 40b WpHG die BaFin u.a. dazu, unanfechtbare Maßnahmen, die sie wegen Verstoßes gegen § 14 WpHG verhängt hat, auf

---

<sup>27</sup> *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948, 1950.

<sup>28</sup> Vgl. nur *Papier*, in: *Maunz/Dürig*, Art. 13 Rn. 15 f.

<sup>29</sup> Insbesondere der Strafverteidiger, § 137 StPO.

<sup>30</sup> Vgl. Begr. RegE, BT-Dr. 15/3174, S. 31.

ihrer Website öffentlich bekannt zu geben, soweit dies zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen nach § 4 Abs. 1 Satz 2 WpHG geeignet und erforderlich ist. Ausnahmen hiervon sind nur dann vorgesehen, wenn eine Gefährdung für die Finanzmärkte besteht oder ein unverhältnismäßiger Schaden bei den Beteiligten entstehen kann<sup>31</sup>. Ausweislich der Erläuterungen des von der Kommission vorgelegten Richtlinienvorschlages vom 30.05.2001 wird durch die hohe Abschreckungswirkung einer solchen Offenlegung, ein hohes Anlegerschutzniveau gewährleistet<sup>32</sup>.

Dem ist kritisch zu begegnen<sup>33</sup>. Diese Norm hat ohne Zweifel Prangerfunktion und ähnelt den Schandstrafen aus dem Europa des 18. Jahrhunderts. Schon damals dienten diese nicht der Besserung des Täters, sondern hatten vielmehr generalpräventiven Charakter. Des Weiteren sollten sie das individuelle Ehrgefühl des Delinquenten verletzen und ihn der öffentlichen Verspottung freigeben, um ihm letztlich des sozialen Ansehens zu berauben.

Wohl auch im Bewusstsein dieser Folgen, hat der deutsche Gesetzgeber im Gegensatz zu der wesentlich weiteren Vorgabe der MMR, zwei Schranken in das Gesetz aufgenommen. Zum einen müssen die Maßnahmen die veröffentlicht werden sollen unanfechtbar sein. Zum anderen muss die Veröffentlichung selbst zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen nach § 4 Abs. 1 Satz 2 WpHG geeignet sein. Hierdurch ist der deutsche Gesetzgeber zwar nicht den oben geäußerten Bedenken gegenüber Schandstrafen gerecht geworden, zumindest hat er die Bestimmung jedoch den Verfassungsprinzipien der Unschuldsvermutung und dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz unterworfen. Ausweislich der Gesetzesbegründung hat die BaFin aufgrund der in der Norm enthaltenen unbestimmten Rechtsbegriffe des Weiteren eine Güterabwägung zu treffen, bei der sie insbesondere das Grundrecht auf informationelle Selbstbestimmung zu berücksichtigen hat<sup>34</sup>. Diesbezüglich ist zu fordern, dass diese Güterabwägung strikt verhältnismäßig gehandhabt werden muss. Es ist dabei insbesondere zu beachten, dass sich die Eignung der Bekanntgabe zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen, nur auf einer Abschreckungswirkung, nicht jedoch auf rein repressiven Zwecken beruhen muss<sup>35</sup>.

---

<sup>31</sup> Dies wurde ausgenommen, damit nicht das rechtswidrige Verhalten einer natürlichen Person dazu führt, das der gesamten Organisation für die sie arbeitet, das Vertrauen entzogen wird, vgl. Komm/2001/0281, S. 11, in: ABl. C 240 E vom 28.8.2001.

<sup>32</sup> Komm/2001/0281, S. 11, in: ABIEG C 240 E vom 28.08.2001, S. 265.

<sup>33</sup> Kritisch auch Vogel, in: Assmann/Schneider, § 40b Rn. 2 („erheblicher Eingriff in das Recht auf informationelle Selbstbestimmung“)

<sup>34</sup> Vgl. Begr. RegE, BT-Dr. 15/3174, S. 41.

<sup>35</sup> Vogel, in: Assmann/Schneider, § 40b Rn. 3.

## V. Zusammenfassung

Neu in den Kreis der Primärinsider aufgenommen wurde derjenige, der auf Grund der Vorbereitung einer Straftat über eine Insiderinformation verfügt. Ein Verstoß gegen das Verbot des Erwerbs und der Veräußerung von Insiderpapieren ist nach wie vor mit Freiheits- oder Geldstrafe belegt. Die Neuregelung des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG („*Verwendung*“) führt jedoch aufgrund des Wegfalls des Erfordernisses der Sondervorteilsabsicht zu einer Beweiserleichterung für die Strafverfolgungsbehörden, so dass insgesamt eine Verschärfung des Straftatbestands erfolgt ist. Ein Verstoß gegen die Weitergabe- und Verleitungsverbote kann für Primär- und Sekundärinsider nunmehr erhebliche Sanktionen zur Folge haben. So kann etwa die unbefugte Weitergabe einer Insiderinformation mit einer Geldbuße von bis zu 200.000,00 Euro geahndet werden. Im Rahmen der Durchsetzung des Insiderhandelsverbotes kann die BaFin nach neuer Rechtslage auf einen umfassenden Katalog von Maßnahmen zugreifen. Die in § 4 WpHG transformierten Befugnisse sind zum Teil sehr weitgehend und bedürfen daher einer restriktiven Auslegung im Rahmen der innerstaatlichen Gesetze.



## **Fünftes Kapitel: Zusammenfassung**

### I. Zusammenfassung der Ergebnisse

Die Ergebnisse der Arbeit werden nachfolgend gemäß der Abfolge der Kapitel im Einzelnen kurz zusammengefasst.

#### 1. Anwendungsbereich

Durch § 1 Abs. 2 WpHG ist das Marktort- und Auswirkungsprinzip in das WpHG aufgenommen worden. Hiernach ist das Insiderhandelsverbot nunmehr auch auf Auslandssachverhalte anwendbar. Dies gilt in teleologischer Reduktion jedoch nur für solche (außereuropäischen) Sachverhalte, die eine Spürbarkeit und unmittelbare Wirkung für den inländischen Markt haben<sup>1</sup>.

#### 2. Insiderpapiere

Gegenstand einer Insiderhandlung können nunmehr neben Finanzinstrumenten, die auf einem organisierten Markt in einem der Mitgliedsstaaten zugelassen sind oder für die ein solcher Antrag gestellt wurde, auch Finanzinstrumente sein, die von einem der vorstehenden Finanzinstrumente abhängen (Derivate), auch wenn sie selbst nicht dessen Voraussetzungen (Zulassung, Antrag) erfüllen. Aufgrund des neuen Schlüsselbegriffs der Finanzinstrumente werden ferner sämtliche devisenbezogenen Derivate, Warenderivate, sowie Geldmarktinstrumente als Insiderpapiere erfasst, wodurch ein Gleichlauf zwischen § 12 und § 2 Abs. 2 WpHG entstanden ist. Ferner werden neben den schon bisher erfassten Wertpapieren im Sinne des WpHG, nunmehr auch sämtliche Gebilde für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren erfasst. Schließlich sind vom Auffangtatbestand der „sonstigen Umstände“ in § 2 Abs. 2b Satz 2 WpHG insbesondere auch Indexfonds erfasst<sup>2</sup>.

#### 3. Insiderinformationen

##### a) Konkrete Information über Umstände

Der Tatbestand des § 13 WpHG hat durch die MMR und das AnSVG keine Erweiterung erfahren. Unter Berücksichtigung von Richtlinie und Gesetz kann dem Tatbestand im Rahmen der Auslegung der einzelnen Tatbestandsmerkmale die von großen Teilen des Schrifttums

---

<sup>1</sup> Vgl. 1. Kapitel, IV.

<sup>2</sup> Vgl. 1. Kapitel, I-III.

prognostizierte Schärfe genommen werden. So füllt das Tatbestandsmerkmal der konkreten Information das ehemalige Tatbestandsmerkmal der Tatsache vollständig aus.

Zwar sind Werturteile von § 13 Abs. 1 WpHG erfasst, soweit sie preiserheblich sind, jedoch ist der Inhalt von Werturteilen nicht als Insiderinformationen zu qualifizieren.

Die konkrete Information über den Umstand, dass Gerüchte existieren, ist als Insiderinformation zu qualifizieren. Der Inhalt von Gerüchten ist dagegen nach neuem Recht schon begrifflich keine konkrete Information über Umstände und unterfällt damit auch nicht § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG.

Für die insiderrechtliche Beurteilung von Absichten und Plänen ist nunmehr auf die hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintrittes des zukünftigen Umstands abzustellen. Diese ist erreicht, wenn die Umsetzung der Pläne (der Eintritt des zukünftigen Ereignisses) unmittelbar bevorsteht bzw. die Planungen nur einen verhältnismäßig kurzen Zeitraum umfassen. Die Eintrittswahrscheinlichkeit nimmt dagegen ab, je weiter die Planungen in die Zukunft gerichtet sind. Hiervon unberührt bleibt die Prüfung der Eignung zur Preiserheblichkeit<sup>3</sup>.

#### b) Nicht öffentlich

Das Konzept der Bereichsöffentlichkeit hat auch nach dem AnSVG Bestand, so dass eine Regel-Veröffentlichung mittels eines allgemein zugänglichen, elektronisch betriebenen Informationssystems ausreichend ist<sup>4</sup>.

#### c) Emittenten- oder Insiderpapierbezug

Hinsichtlich des Tatbestandsmerkmals des Emittenten- oder Insiderpapierbezugs ist keine Erweiterung durch das AnSVG eingetreten. Durch die MMR und die Gesetzesbegründung wird vielmehr die bisherige Auslegung der herrschenden Meinung zu Marktinformationen bestätigt<sup>5</sup>.

#### d) Eignung zur erheblichen Beeinflussung des Börsen- oder Marktpreises

Eine konkrete Information über Umstände eignet sich für den Fall ihrer Veröffentlichung zur Preisbeeinflussung, wenn sich das Geschäft für den Insider mit mehr als 50%iger Wahrscheinlichkeit lohnt, d.h. einen ausreichenden Anreiz bietet. Die Prüfung des Tatbestandsmerkmals der Eignung zur erheblichen Beeinflussung des Börsen- oder

---

<sup>3</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.1.

<sup>4</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.2.

<sup>5</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.3.

Marktpreises hat dabei aus Sicht eines börsenkundigen und -informierten Anlegers in einer ersten Stufe abstrakt den jeweiligen Umstand zu erfassen, um diesen sodann in einer zweiten Stufe in den Gesamtkontext des Marktumfeldes zu stellen<sup>6</sup>.

#### e) Insiderinformationen im Rahmen von Unternehmensakquisitionen

Im Rahmen von Unternehmensakquisitionen stellt die Kenntnis von Vertraulichkeitsvereinbarungen keine Insiderinformation dar. Business Combination Agreements sind dagegen regelmäßig als Insiderinformationen einzuordnen. Das gleiche gilt für den Inhalt aus einer Due Diligence, insbesondere mit fortschreitendem Ablauf bei sog. gestufter Vorgehensweise. Die Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Wertpapiererwerbsangebotes zum Erwerb einer Finanzbeteiligung stellt mangels Preiserheblichkeit keine Insiderinformation dar. Diese ist dagegen bei Übernahme- und Pflichtangeboten zu bejahen. Bei wesentlichen Beteiligungen kommt es auf die besonderen Umstände des Einzelfalls an. Die Eckpunkte des Angebotsinhaltes stellen regelmäßig eine Insiderinformation dar. Wird in einem Letter of Intent die bloße Vertraulichkeit der weiteren Vorgehensweise geregelt, stellt dieser keine Insiderinformation dar. Sind jedoch die weitere Vorgehensweise, sowie wesentliche Eckpunkte der Unternehmensakquisition Regelungsgegenstand, so ist regelmäßig eine Insiderinformation zu bejahen<sup>7</sup>.

### 4. Insiderhandelsverbot

#### a) Tathandlungsalternativen

##### aa) § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG

Es bedarf auch künftig eines Ursachenzusammenhangs um eine tatbestandliche „*Verwendung*“ der Insiderinformation anzunehmen. Auf ein subjektiv ausgerichtetes Verhalten, wie es bisher erforderlich war, kommt es dagegen nur noch im Rahmen der Straf- bzw. Bußgeldzumessung an. Die Neuregelung führt daher zu einer Beweiserleichterung für die Strafverfolgungsbehörden

Der Tatbestand des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG kann nunmehr sowohl durch vorsätzliches, als auch durch leichtfertiges Handeln des Insiders verwirklicht werden. Ein leichtfertiges Handeln ist anzunehmen, wenn sich dem Insider die Insiderinformationseigenschaft unter

---

<sup>6</sup> Vgl. 2. Kapitel, I.4.

<sup>7</sup> Vgl. 2. Kapitel, III.

Berücksichtigung seiner Erkenntnisse und Fähigkeiten hätte aufdrängen müssen. In diesem Fall wird jedoch das Strafmaß gemäß § 38 Abs. 3 WpHG von den nach dem Grundtatbestand möglichen 5 Jahren, auf 1 Jahr Freiheitsstrafe oder Geldstrafe reduziert<sup>8</sup>.

bb) § 14 Abs. 1, Ziff. 2, 3 WpHG

Eine tatbestandliche Weitergabe ist sowohl durch aktives Tun, als auch durch Unterlassen möglich. Notwendig ist jedoch immer, dass der Dritte von der Insiderinformation noch keine Kenntnis hatte. Liegt diese Kenntnis im Zeitpunkt der Weitergabe jedoch vor, so greift die Rechtsfigur des strafbaren untauglichen Versuchs.

Auch nach dem AnSVG erfolgt eine Weitergabe von Insiderinformationen befugt, wenn sie aufgrund der Ausübung der Arbeit, des Berufes oder der Erfüllung einer Tätigkeit erforderlich ist. Aus § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG lässt sich ebenso wenig eine Erleichterung der Weitergabe durch Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen herleiten, wie aus § 7 Ziff. 1 WpAIV oder dem Telos des Weitergabeverbotes eine Verschärfung der zulässigen Weitergabe auf unerlässliche Fälle.

Der Verbotstatbestand des § 14 Abs. 1, Ziff. 3 WpHG ist durch das AnSVG als Auffangtatbestand ausgestaltet worden. Maßgebliches, d.h. auch das Empfehlen nach § 14 Abs. 1, Ziff. 3 WpHG a.F. umfassende Tatbestandsmerkmal ist nunmehr das „Verleiten“. Hierunter sind sämtliche Begehungsweisen zu fassen, bei denen der Wille eines Dritten auf beliebige Weise beeinflusst wird. Voraussetzung ist jedoch jeweils, dass die Tat, zu der verleitet wird, einen Erwerb oder eine Veräußerung von Insiderpapieren im Sinne des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG darstellt.

Die Vorfeldtatbestände des § 14 Abs. 1, Ziff. 2 und 3 WpHG sind nach neuer Rechtslage bereits durch leichtfertiges Handeln begehbar. Ein vorsätzlicher Verstoß ist für den Primärinsider strafbar und für den Sekundärinsider ordnungswidrig. Ist ihnen in Bezug auf das Tatbestandsmerkmal der Insiderinformation nur Leichtfertigkeit zur Last zu legen, so stellen die Verstöße für beide lediglich eine Ordnungswidrigkeit dar<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Vgl. 3. Kapitel, II.1.

<sup>9</sup> Vgl. 3. Kapitel, II.2.

cc) Versuch, § 38 Abs. 3 WpHG

Durch das AnSVG ist in § 38 Abs. 3 WpHG die Versuchsstrafbarkeit für alle Tathandlungsalternativen eingeführt worden. Der Versuch des Erwerbs und der Veräußerung von Insiderpapieren ist sowohl für Primär-, als auch für Sekundärinsider strafbar. Das Verbot der versuchten Weitergabe und des versuchten Verleitens gilt dagegen nur für Primärinsider<sup>10</sup>.

b) Insiderhandelsverbot im Rahmen von Unternehmensakquisitionen

aa) § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG

Die Verwirklichung des Tatbestands des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG kommt im Rahmen von Unternehmensakquisitionen unter mehreren Gesichtspunkten in Betracht. So ist zunächst zu fragen, ob das Verwenden des eigenen Erwerbsentschlusses den Tatbestand des Insiderhandels erfüllt. Ferner kann die Verwendung von Informationen aus einer Due Diligence insiderrechtlich relevant sein.

Die Umsetzung des eigenen Erwerbsentschlusses stellt keinen strafbaren Insiderhandel dar. Dies gilt auch dann, wenn die Ausführung im Rahmen eines Gesamtplans sukzessive in mehreren Schritten erfolgt. Voraussetzung ist stets, dass der Bieter keine anderweitigen Insiderinformationen verwendet. Als solche kommen etwa die bewusste Nichtveröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahme- oder Pflichtangebotes oder das bewusste Passieren der Meldeschwellen des § 21 WpHG in Betracht. Bei Letzterem ist die Preiserheblichkeit der Information jedoch erst ab einer Schwelle von 25% anzunehmen. Insiderinformationen aus einer Due Diligence dürfen verwandt werden, um im Rahmen von Unternehmensakquisitionen Finanzinstrumente der Zielgesellschaft zu erwerben oder zu veräußern. Dies lässt sich für die bloße Modifikation von Vertragsparametern bereits aus einer restriktiven Auslegung des Tatbestandsmerkmals der Verwendung herleiten. Darüber hinaus folgt dies für die öffentlichen Übernahme- und Pflichtangebote aus einer richtlinienkonformen Auslegung des Erwägungsgrunds 29 der MMR und für face-to-face Geschäfte unterhalb der Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG aus einer teleologischen Reduktion des Tatbestands des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG. Eine besondere Ad-hoc-Publizitätspflicht für Insiderinformationen aus der Due Diligence vor Abgabe eines Übernahmeangebotes besteht darüber hinaus nicht<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> Vgl. 3. Kapitel, II.3.

<sup>11</sup> Vgl. 3. Kapitel, III.1.

bb) § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG

Die Weitergabe von Insiderinformationen an den Erwerber von unternehmerischen oder wesentlichen Beteiligungen ist auch nach der MMR und dem AnSVG zulässig. Lediglich im Rahmen von bloßen Finanzbeteiligungen ist eine solche für die Tätigkeitsausübung oder Aufgabenerfüllung der Zielgesellschaft nicht erforderlich, so dass auch das Insiderrecht der Weitergabe eine Grenze zieht.

Auch die Weitergabe an einen White Knigh ist zulässig, dies folgt schon aus dem Prinzip der Waffengleichheit. Die Mitteilung von Insiderinformationen in der Hauptversammlung stellt einen Verstoß gegen § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG dar, so dass dem Vorstand ein Auskunftsverweigerungsrecht gemäß § 131 Abs. 1, Ziff. 5 AktG zusteht. Die Insiderinformationsweitergabe an Kleinaktionäre außerhalb der Hauptversammlung, ist insiderrechtlich ebenfalls unzulässig. Dagegen können an Großaktionäre oder Aktionärspools im Rahmen von Unternehmensakquisitionen Insiderinformationen weitergegeben werden.

Die interne Informationsweitergabe aufgrund von gesetzlichen Pflichten oder Obliegenheiten erfolgt ebenso wie die tätigkeitsbezogen erforderliche Weitergabe an externe Berater befugtermaßen. Die Weitergabe an Medien ist nach der allgemeinen Definition zu beurteilen und genießt keinen Sonderstatus.

Auch der Veräußerer eines wesentlichen oder unternehmerischen Einfluss vermittelnden Aktienpaketes darf dem Erwerber Insiderinformationen mitteilen. Hat er diese zuvor unrechtmäßig erlangt, so gilt der vorstehende Grundsatz nur, soweit es sich um negative Insiderinformationen handelt. Im Falle von positiv wirkenden Insiderinformationen muss der Veräußerer daher solange von der Veräußerung Abstand nehmen, bis die Insiderinformation öffentlich bekannt geworden oder der Erwerber ebenfalls diesbezüglich (auf anderem Wege) Kenntnis erlangt hat.

Schließlich wird der potentielle Erwerber bzw. Bieter eines Unternehmens oder einer Beteiligung nicht durch das Insiderrecht gehindert, der Zielgesellschaft seine Pläne und Absichten mitzuteilen, um etwa eine freundliche Übernahme anzustreben. Die Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebotes hat der Bieter jedoch zunächst in Übereinstimmung mit dem WpÜG zu veröffentlichen, bevor er diese der Zielgesellschaft mitteilt<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> Vgl. 3. Kapitel, III.2.

## 5. Rechtsfolgen und Haftung

Neu in den Kreis der Primärinsider aufgenommen wurde derjenige, der auf Grund der Vorbereitung einer Straftat über eine Insiderinformation verfügt. Ein Verstoß gegen das Verbot des Erwerbs und der Veräußerung von Insiderpapieren ist nach wie vor mit Freiheits- oder Geldstrafe belegt. Die Neuregelung des § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG („Verwendung“) führt jedoch aufgrund des Wegfalls des Erfordernisses der Sondervorteilsabsicht zu einer Beweiserleichterung für die Strafverfolgungsbehörden, so dass insgesamt eine Verschärfung des Straftatbestands erfolgt ist. Ein Verstoß gegen die Weitergabe- und Verleitungsverbote kann für Primär- und Sekundärinsider nunmehr erhebliche Sanktionen zur Folge haben. So kann etwa die unbefugte Weitergabe einer Insiderinformation mit einer Geldbuße von bis zu 200.000,00 Euro geahndet werden.

Schließlich kann die BaFin zur Durchsetzung des Insiderhandelsverbotes nach neuer Rechtslage auf einen umfassenden Katalog von Maßnahmen zugreifen. Diese, in § 4 WpHG transformierten Befugnisse sind zum Teil sehr weitgehend und bedürfen daher einer restriktiven Auslegung im Rahmen der innerstaatlichen Gesetze<sup>13</sup>.

## II. Bilanz

Das AnSVG hat eine signifikante Verstärkung der Schutzrechte und Verbesserung der Transparenzregelungen im WpHG bewirkt. Diese sind jedoch zum Teil mit erheblichen Mehrbelastungen der Emittenten und Ihrer Berater erkauft. Eklatant wirken sich die Neuerungen des Insiderhandelsverbotes aus. Auf diesem Gebiet sind erheblich gesteigerte Haftungsrisiken börsennotierter Gesellschaften und ihrer Organe festzustellen. Durch die Erweiterung des Anwendungsbereiches sowie die vielen unbestimmten Rechtsbegriffe herrscht auf diesem Gebiet noch Unsicherheit bei den Unternehmen und deren Beratern. Auch der Emittentenleitfaden konnte nur bedingt für Rechtssicherheit sorgen, so dass letztlich noch einige Jahre ins Land gehen werden, bis Berater gerichtsfeste Aussagen für Unternehmen tätigen können. Bei alledem ist zu vermeiden, unter dem Diktat der vermeintlichen Gleichberechtigung aller Anleger den Wirtschaftsalltag und das Wesen der Börse zu verkennen. So können die besten Informationen nicht zuverlässig vor Verlusten schützen und nicht immer macht derjenige den höchsten Gewinn, der das höchste Risiko eingeht. Daher darf nicht mit immer neuen Regulierungen der Eindruck erweckt werden, dass mit Gesetzen

---

<sup>13</sup> Vgl. 4. Kapitel.

Spekulation und Gerüchte aus den Handelssälen verbannt oder die dem Handel mit Finanzinstrumenten inhärenten Risiken ausgeschaltet werden könnten.



## Lebenslauf

Seit 09/06 Andörfer Rechtsanwälte, Köln, Rechtsanwalt

08/05 – 07/06 Linklaters LLP, Köln, Assessor

05/05 – 08/07 Universität zu Köln, Promotion bei Prof. Dr. Dauner-Lieb

04/04 – 04/05 Universität zu Köln, LL.M. oec.  
Schwerpunkt: Unternehmensrecht; Nebenfächer: BWL, VWL

10/03 – 01/04 Bayer AG, Leverkusen, Law and Patent, Referendar

12/01 – 12/04 Prof. Dr. Hümmerich & Dietrich, Bonn, wiss. Mitarbeiter/ Referendar

02/02 – 03/04 Rechtsreferendariat im Bezirk des Oberlandesgerichts Köln

03/03 – 05/03 Universität Bielefeld, Kompaktkurs der Anwalts- und Notartätigkeit.  
Studienfächer: Prozeßführung, Rechtsberatung, Rechtsgestaltung

03/02 – 06/02 Industrie- und Handelskammer Bonn, Praxis der Betriebswirtschaftslehre  
Studienfächer: BWL, Marketing, Controlling

08/99 – 09/99 McDermott, Will & Emery, Palo Alto/USA, Anwaltspraktikum

04/97 – 09/01 Universität Bonn, Studium der Rechtswissenschaften

08/87 – 06/96 Collegium Josephinum Bonn, Gymnasium

08/83 – 06/87 Kommunale Grundschule, Alfter