

**SCHRIFTEN ZUM
WIRTSCHAFTS- UND
MEDIENRECHT,
STEUERRECHT UND
ZIVILPROZESSRECHT**

Herausgegeben von Jürgen Castede
und Gerald Spindler

Band 37

Torben Speier

**Insiderhandel
und Ad-hoc-Publizität
nach Anlegerschutz-
verbesserungsgesetz**



PETER LANG Internationaler Verlag der Wissenschaften

Teil 1: Ziel und Gang der Untersuchung

A. Auslöser und Grundlagen gesetzgeberischer Aktivitäten und Regelungen im Bereich des Insiderrechts und der Ad-hoc-Publizität

Die Finanzmärkte haben in den zurückliegenden Jahren stürmische Zeiten erfahren. Nach einer Phase der Prosperität löste in jüngster Vergangenheit die Immobilienkrise Schockwellen aus. Sinnbildhaft für die Turbulenzen der letzten Jahre mag vor allem aber der Zusammenbruch des Neuen Marktes in den Jahren 2001/2002 stehen, der nach anfänglich überschwänglicher Euphorie – man ist fast geneigt, insoweit von einer Art Goldgräberstimmung zu reden – am 5. Juni 2003 nach nur sechs Jahren¹ endgültig eingestellt wurde. Trotz entsprechender gerichtlicher Aufarbeitung spektakulärer Fälle widerrechtlichen Verhaltens am Neuen Markt² ist der dadurch angerichtete und noch immer fortdauernde Schaden nicht zu unterschätzen. Immerhin verloren viele Marktteilnehmer hierdurch ihr investiertes Vermögen und gleichzeitig das Vertrauen in das Funktionieren der Märkte. Andererseits sind Krisen für die Weiterentwicklung des Rechts von erheblicher Bedeutung, gilt es doch aus den Erfahrungen zu lernen und die entsprechenden Defizite abzustellen, gleichsam ist die Krise also als Motor für Neuerungen zu begreifen und darüber hinaus auch tatsächlich zu nutzen.³ Die Reaktion der Politik auf die aufgetretenen Unternehmenskrisen, mithin also das „Nutzen des Motors“, hat in der Tat nicht lange auf sich warten lassen und wurde im 10-Punkte-Programm der Bundesregierung zur Stärkung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes zunächst in der Form eines Maßnahmenkatalogs manifestiert.⁴ Darin setzt sich die Regierung das Ziel, das Vertrauen der Anleger in den deutschen Kapitalmarkt durch verschiedene Maßnahmen, die u.a. die Transparenz, die persönliche Verantwortung von Organmitgliedern mitsamt deren Durchsetzung auf dem Klageweg durch die Aktionäre, die Wei-

1 Siehe http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/s/3B1D6FE969756D03874BCDE9F08D8262/de/kir/gdb_navigation/private_investors/70_Know_how/30_Glossary?glossaryWord=PI_glos_Neuer_Markt (19.6.2005).

2 Zu denken ist hier beispielsweise an: BGH Urt. v. 19.7.2004 – II ZR 218/03 NJW 2004, 2664; BGH Urt. v. 19.7.2004 – II ZR 217/03 NJW 2004, 2668; BGH Urt. v. 19.7.2004 – II ZR 402/02 NJW 2004, 2971 – ‘Infomatec’; BGH Urt. v. 16.12.2004 – 1 StR 420/03 NJW 2005, 445 – ‘EM.TV’; OLG München Beschl. v. 6.11.2003 – 2 Ws 583-592/03 BKR 2004, 29 – ‘ComRoad’.

3 Zur Bedeutung von Krisen für die Weiterentwicklung des Rechts siehe nur *Spindler* in Hopt u.a., Corporate governance in context, 2005, S. 105 ff.

4 Abrufbar unter www.bmj.de, Pressemitteilung vom 25.2.2003 (18.6.2005); dazu auch *Kümpel* Bank- und Kapitalmarktrecht Rn 8.7, 8.13.

terentwicklung des Deutschen Corporate Governance Kodexes und die Verbesserung des Anlegerschutzes auf dem „Grauen Kapitalmarkt“ betreffen, zu stärken bzw. zurückzugewinnen.⁵ Wichtige Bausteine zur Erreichung dieser Ziele sind unlängst mit dem Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)⁶ und dem Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG)⁷, die beide seit dem 1. November 2005 Gültigkeit beanspruchen, umgesetzt worden, andere, wie das Kapitalinformationshaftungsgesetz (KapInHG) sind jedoch (zunächst?) ins Stocken geraten. In dem Kontext dieser Gesetze und Gesetzesvorhaben ist auch das im Rahmen der vorliegenden Arbeit besonders interessierende, zeitlich frühere Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)⁸ zu sehen, das bereits im Namen auf eines der Hauptziele des 10-Punkte Programms rekurriert.⁹

Einer der ganz maßgeblichen Beweggründe für die Bemühungen zur Rückgewinnung des Anlegervertrauens in die Integrität, Stabilität und Transparenz des Marktes ist in der für Unternehmen wichtigen sog. Allokationsfunktion¹⁰ zu sehen. Ein funktionsfähiger Kapitalmarkt erleichtert den Unternehmen den Zugang zu neuem Kapital und hilft damit bei der Senkung von Finanzierungskosten, so dass im Endeffekt mehr Potential für Investitionen besteht. Gerade das noch im Laufe der Bearbeitung ausführlich darzustellende Insiderrecht und auch die Ad-hoc-Publizität vermögen eine wichtige Rolle bei dieser Aufgabe zu spielen. Immerhin hat sich die Rechtsordnung zur weitestmöglichen Verringerung der Urkonflikte des Kapitalmarktes, der Informationsasymmetrie der Marktgegensenseiten und der Interessenkonflikte der Marktteilnehmer,¹¹ an den Geboten der Transparenz und Fairness am Markt zu orientieren und diese nach Möglich-

5 Ausführlich dazu das 10-Punkte Programm, abrufbar unter www.bmj.de, Pressemitteilung vom 25.2.2003 (18.6.2005); speziell zum Aspekt der Gleichbehandlung im Kapitalmarktrecht *Bachmann* ZHR 170 (2006), 144.

6 BGBl. I 2005 Nr. 60, S. 2802.

7 BGBl. I 2005 Nr. 50, S. 2437.

8 BGBl. I 2004 Nr. 56, S. 2630, abrufbar unter: <http://217.160.60.235/BGBL/bgb11f/bgb1104s2630.pdf> (17.6.2005); Inkraftgetreten gem. Art. 6 AnSVG am 30.10.2004.

9 Siehe *Rodewald/Tüxen* BB 2004, 2249, 2249, wonach insbesondere Punkt 2 und 5 des 10-Punkte Programms durch das AnSVG abgearbeitet wurden. Ausführlich zum 10-Punkte Programm *Seibert* BB 2003, 693.

10 Siehe dazu *Kupfer*, Die Verteilung knapper Ressourcen im Wirtschaftsverwaltungsrecht, S. 37 f.: Die Allokationsfunktion des Marktes bewirkt letztendlich, dass ein Gut dahin gelangt, wo es gebraucht wird.

11 Dazu *Caspari* NZG 2005, 98, 98; *Fleischer*, Gutachten zum 64. Deutschen Juristentag, F 23 f.; speziell zu Interessenskonflikten siehe auch *Mahoney*, 62 U. Chi. L. Rev. 1047 (1995).

keit zur Geltung zu bringen.¹² Von Märkten, in denen diese elementaren Spielregeln nicht gelten, werden sich sowohl private als auch institutionelle Anleger fernhalten und vielmehr ihre Investitionen an Märkten tätigen, die ihnen zum Schutz vor Übervorteilung entsprechende gesetzliche Vorschriften zur Seite stellen. Der AnSVG-Gesetzgeber erkennt dies, wenn er ausführt, dass zur Stärkung des Kapitalmarktes und der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland nicht nur praxisorientierte Rahmenbedingungen für einen derartigen Finanzmarkt gehören, sondern vielmehr das durch Unternehmenskrisen und –zusammenbrüche gebeutelte Vertrauen der Anleger eine entscheidende Rolle spielt und sich dieses Vertrauen nur durch mehr Transparenz auf dem Kapitalmarkt, Selbstregulierung der Marktteilnehmer und verbesserte Kontrolle von Unternehmen wiederherstellen lässt.¹³ Dennoch ist der im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes zu verstehende Anlegerschutz in Bezug auf Individualinteressen lediglich „Reflex“ des Funktionenschutzes des Kapitalmarktes bzw. nur eine Seite der zweiseitigen Medaille aus Funktionenschutz und Individualschutz.¹⁴ Für den so verstandenen Funktionenschutz ist vor allem auch ein effektives Insiderhandelsverbot¹⁵ maßgeblich, dessen Regelungsleitbild jedoch nicht wie im Mutterland des Insiderhandelsverbots, den USA, auf einen Theorienstreit zwischen „equal-access-theory“, „fiduciary duty-theory“ und „misappropriation-theory“¹⁶ verkürzt werden kann.¹⁷ Dem europäischen und somit auch deutschem Modell liegt – so banal es auch klingen mag – vielmehr die Vorstellung zugrunde, Insidergeschäfte verhindern, dass der Markt vollständig und wirklich transparent ist, was jedoch als Teilnahmevoraussetzung für alle Wirtschaftsak-

12 Wiederum *Caspari* NZG 2005, 98, 98 f.; *Caspari* ZGR 1994, 530, 532 f.; *Kümpel* Bank- und Kapitalmarktrecht Rn 8.418.

13 So fast wortwörtlich BT-Drucks. 15/3174, S. 26.

14 Zu einem derartigen Verständnis siehe nur *Hopt* in Bankrechts-Handbuch § 107 Rn 4; *Kümpel* Bank- und Kapitalmarktrecht Rn 8.388; weiter auch *Schwark/Schwark* KMRK vor § 12 Rn 8; *Assmann* AG 1994, 196, 203 f.; *Caspari* NZG 2005, 98, 98.

15 Die Bedeutung eines effektiven Insiderhandelsverbots für das Vertrauen der Anleger wird insbesondere dadurch belegt, dass bei 50% der geschädigten Unternehmen in der BRD durch Insiderhandel immaterielle Schäden, zu denen u.a. der Reputationsverlust für Unternehmen und Marke gezählt werden, eintreten. Siehe dazu Abb. 9, 10 Wirtschaftskriminalität 2005, PriceWaterhouseCoopers, Studie abrufbar unter www.pwc.com.

16 Ausführlich dazu *Weber*, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz, S. 51 ff.; *Mennicke*, Sanktionen gegen Insiderhandel, S. 255 ff.; *Lange* WM 1998, 525, 525 ff.; *Hopt* ZGR 1991, 17, 25 ff.; *Tippach* Insider-Handelsverbot, S. 28 ff.; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, 2. Aufl., vor § 12 Rn 20; zur im Text letztgenannten Theorie siehe auch *McVea*, Financial conglomerates and the chinese wall, S. 108 ff.; *Lenenbach/Lohrmann* RIW 1998, 115, 116 f.

17 Zur Unübertragbarkeit dieser Theorien auch *Schwark/Schwark* KMRK vor § 12 Rn 11; *Assmann* in *Assmann/Schneider*, vor § 12 Rn 45 f.; *Gerke*, Börsenlexikon, S. 420.

teure angesehen werden müsse.¹⁸ Die Rechtfertigung eines derart verstandenen Insiderhandelsverbots kann entgegen einer in den 60er Jahren von Henry Manne in den USA ausgehenden Meinung, Insiderhandel sei keinesfalls anlegerschädigend, vielmehr fördere Insiderhandel den Informationsfluss und gewährleiste, dass sich der Marktpreis eines Wertpapiers dem Preis annähere, den es bei Veröffentlichung der vertraulichen Tatsache haben würde,¹⁹ aus dem einfachen Grund nicht konterkariert werden, da dieses Ziel auch ohne die Gestattung von Insiderhandel durch eine entsprechende Veröffentlichungspolitik erreichbar ist.²⁰

Erweitert um die europäische Dimension, die bei den Betrachtungen zum AnSVG aufgrund der durch dieses Gesetz erfolgten Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie (MMR)²¹ eine erhebliche Rolle spielt, wird deutlich, dass die Motivation zur Neuregelung auf einem breiteren als nur einem nationalstaatlichen Fundament gründet. Alle Aktivitäten im Recht der Wertpapierregulierung der Europäischen Union in den letzten Jahren sind vor dem Hintergrund der sog. „Lissabon-Strategie“²² des Europäischen Rates vom 23. und 24.3.2000 zu sehen. Hiermit hat sich die Union ein neues strategisches Ziel für ein ganzes Jahrzehnt, nämlich die Union zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum in der Welt zu machen – einem Wirtschaftsraum der fähig ist, ein dauerhaftes Wirtschaftswachstum mit mehr und besseren Arbeitsplätzen und einem größeren sozialen Zusammenhalt zu erzielen, gesetzt. Ein wichtiger Aspekt der mit diesem Ziel verfolgten globalen Strategie, in deren Rahmen insbesondere der Binnenmarkt zu vollenden und das europäische Gesellschaftsmodell durch Bekämpfung sozialer Ausgrenzung zu modernisieren sein wird, ist gerade die Schaffung effizienter und integrierter Finanzmärkte, die sich durch die erwähnte bessere Bereitstellung von Kapital und durch die Verringerung der Kapitalkosten auszeichnen. Dabei sollen aber nicht nur Vorteile für die Unternehmensseite generiert werden, sondern insbesondere auch Wach-

18 Siehe Erwägungsgrund 15 MMR; zuvor schon EG-Insiderrichtlinie (Richtlinie 89/592/EWG, ABl. L 334 vom 18.11.1989, S. 30), Erwägungsgrund 5, die zwar sprachlich anders, inhaltlich im Ergebnis aber gleichbedeutend von der Gleichstellung der Anleger und dem Schutz gegen unrechtmäßige Informationsverwertung sprach.

19 Siehe *Manne*, Insider Trading and the Stock Market, 1966.

20 Statt vieler dazu bereits *Hopt* AG 1995, 353; aus ökonomischen Gründen gegen die Normierung eines Insiderhandelsverbots hingegen *Schneider* DB 1993, 1429; *Schörner*, Gesetzliches Insiderhandelsverbot, S. 173 ff.; krit. zur Notwendigkeit eines Verbots auch *Noll/Klimscha* ÖJZ 2005, 658, 668 f., da mangels adäquater Kenntnisnahme der Veröffentlichung durch das breite Anlegerpublikum die Profite nur von den Unternehmensinsidern auf die Marktinsider verlagert würden.

21 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU L 96 vom 12.04.2003, S. 16.

22 Abrufbar unter <http://www.europarl.eu.int/summits>.

stum und Beschäftigung geschaffen werden. Die Lissabon-Strategie mahnt zur Erreichung dieser Ziele insbesondere die rasche Umsetzung des zeitlich bereits vorher niedergelegten Aktionsplans für Finanzdienstleistungen (FSAP)²³ der Europäischen Kommission vom 11.5.1999 an, der auf Anstoß des Europäischen Rates von Cardiff im Jahre 1998 erstellt wurde. Dieser auf die katalytische Wirkung der Einführung der gemeinsamen Währung mit den sich hieraus bietenden Vorteilen zurückzuführende Plan dient zur Erreichung der strategischen Ziele der Errichtung eines einheitlichen Firmenkundenmarktes für Finanzdienstleistungen, der Schaffung offener und sicherer Privatkundenmärkte und der Modernisierung der Aufsichtsregeln. Aus diesem Aktionsplan ist als eines von dessen Kernstücken die im Jahre 2003 angenommene Marktmissbrauchsrichtlinie letztendlich hervorgetreten.

Last but not least sind integrierte Finanzmärkte nicht nur zur Senkung von Finanzierungskosten auf Unternehmensseite und zur Schaffung von Arbeitsplätzen unentbehrlich, auch für jeden einzelnen Menschen verbinden sich damit enorme Vorteile, da derartige Geldanlagen Chancen bieten, die andere Bereiche nicht vorweisen können. Der Rückzug von diesen Märkten wäre mithin gleichbedeutend mit dem Verzicht auf diese positiven Aspekte. Insbesondere vor dem Hintergrund der zunehmenden Bedeutung privater Altersvorsorge würde auf eine lukrative Möglichkeit der Geldvermehrung ohne Not verzichtet werden.

Mithin zeigt sich, dass das AnSVG als Brennpunkt zur Erreichung eines Konglomerats verschiedenster Interessen, bei denen der gemeinsame Nenner „Anlegerschutz“ eindeutig im Vordergrund steht, diene.

23 FSAP – Financial Services Action Plan; abrufbar unter http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_de.pdf.