

# Schriftenreihe zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von Lutz Michalski,  
Axel Jäger und Klaus-Rudolf Wagner

Band 30

Annette Christoph

## Insiderhandel unter besonderer Berücksichtigung von M&A-Transaktionen



PETER LANG

Internationaler Verlag der Wissenschaften

## **Einführung in das Thema**

### **I. Allgemein**

Europa verändert sich. Nicht nur die Grenzen unseres Kontinents in der Gestalt der Europäischen Union wachsen stetig, sondern auch die gemeinsame Rechtsordnung entwickelt sich ständig weiter. Die Fortentwicklung des Gemeinschaftsrechts und damit letztlich ein Teilprozess des freiwilligen Zusammenschlusses der europäischen Völker wird von dem Bestreben getragen, einen gemeinsamen Markt zu schaffen, der für alle, die sich auf ihm bewegen, die gleichen Voraussetzungen und Chancen bereithält. Dieser zielsetzende Grundgedanke ist so alt wie das Gemeinschaftsrecht selbst. Er ist die Antriebskraft für sämtliche Änderungen des rechtlichen Rahmens der Europäischen Union.

Zu einem gemeinsamen Markt gehören funktionierende Kapitalmärkte. Ein Kapitalmarkt und insbesondere Wertpapiermärkte funktionieren nur dann, wenn die Anleger auf das ordnungsgemäße Funktionieren des Marktes vertrauen können. Jeder Anleger muss sich sicher sein können, im Vergleich zur restlichen Anlegerschaft den gleichen Chancen und Risiken gegenüberzustehen. Fehlt dieses Vertrauen, zieht sich der Anleger vom Wertpapiermarkt zurück und investiert stattdessen in andere Anlageformen. Dies schadet dem Wirtschaftswachstum und letztlich dem Wohlstand der Bürger.

Zur Marktintegrität gehört vor allem die gleiche Informationsversorgung der Anleger. Informationsvorsprünge, die dazu führen, dass ein Einzelner der Öffentlichkeit noch unbekannte, bedeutende Informationen am Wertpapiermarkt gewinnbringend für sich oder andere ausnutzt, sind unerwünscht. Durch die Verwertung von noch nicht öffentlich bekannten Informationen, die bei ihrem Bekanntwerden den Preis eines Wertpapiers erheblich beeinflussen können, versucht der bereits informierte Anleger, durch Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers seinen Gewinn zu maximieren bzw. seinen Verlust zu verringern. Er ist so dem „herkömmlich informierten“<sup>1</sup> Anleger überlegen und damit in seiner Anlageentscheidung einen Schritt voraus.

---

<sup>1</sup> Begriff stammt von Haouache, Börsenaufsicht und Strafrecht, S. 33.

Dieses an den Börsen als Insiderhandel bezeichnete Phänomen wird heute nicht mehr für ein Kavaliersdelikt gehalten, sondern ist in Deutschland seit 1994 mit Inkrafttreten des Wertpapierhandelsgesetzes<sup>2</sup> unter Strafe gestellt. Mit Einführung des WpHG kam die Bundesregierung dem Transformationsbefehl aus der EG-Insiderrichtlinie<sup>3</sup> nach. Der Grundgedanke, dass Insiderhandel als verwerflich anzusehen ist und bestraft werden muss, geht also – wie mittlerweile viele nationale Gesetze - auf europarechtliche Wurzeln zurück. Die letzten gravierenden Änderungen des Insiderrechts im WpHG brachte das Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom 30. Oktober 2004<sup>4</sup>, welches wiederum auf die Marktmissbrauchsrichtlinie der Europäischen Union vom 28. Januar 2003<sup>5</sup> sowie die auf ihr beruhenden Durchführungsrichtlinien<sup>6</sup> zurückgeht. Das AnSVG hat unter anderem zu zahlreichen grundlegenden Änderungen im Bereich des Insiderrechts geführt. Gleichzeitig wurde mit ihm ein Teil des sogenannten 10-Punkte-Programms der Bundesregierung zur Stärkung der Unternehmensintegrität und zur Verbesserung des Anlegerschutzes verwirklicht<sup>7</sup>.

Auch wenn es keinen eindeutigen, gesetzlich definierten Begriff der Wirtschaftskriminalität gibt, ist Insiderhandel als eine Straftat mit wirtschaftlichem Bezug als Teil der Wirtschaftskriminalität anzusehen. In Relation zu allen unter die Wirtschaftskriminalität fallenden Straftaten spielt der Insiderhandel jedoch eine untergeordnete Rolle.

---

<sup>2</sup> Im Folgenden nur noch WpHG.

<sup>3</sup> Richtlinie 89/592 EWG zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insidergeschäfte, ABl. EG L 334 vom 18.11.1989, S. 30 ff.

<sup>4</sup> Im Folgenden nur noch AnSVG.

<sup>5</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. L 96 vom 12.4.2003, S. 16 ff.

<sup>6</sup> Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insiderinformationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl. EU L 339 vom 24.12.2003, Seite 70 ff.; Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29.4.2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates - Zulässige Praktiken, Definition von Insiderinformationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insiderverzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, ABl. EU L 162 vom 30.4.2004, Seite 70 ff.

<sup>7</sup> Als Pressemitteilung nachlesbar unter:

[http://deloitte.net/dt/cda/doc/content/de\\_CG\\_10PunktePLan\\_2003.pdf](http://deloitte.net/dt/cda/doc/content/de_CG_10PunktePLan_2003.pdf).

## II. Fakten zur Wirtschaftskriminalität

Nach der Polizeilichen Kriminalstatistik (PKS) fallen auch Straftaten nach dem Wertpapierhandelsgesetz unter den Begriff der Wirtschaftskriminalität. Verstöße gegen strafrechtliche Nebengesetze machten auf dem Wirtschaftssektor<sup>8</sup> im Jahr 2005 nur 0,7 % aller erfassten Straftaten aus<sup>9</sup>. Bemerkenswert ist jedoch die folgende Entwicklung in den Jahren 2005/2006:

Im Jahr 2005 wurden 324 Straftaten in Verbindung mit dem Bankgewerbe und dem Wertpapierhandelsgesetz erfasst. Im Vergleich zu dieser geringen Fallzahl ist aber die Schadenssumme extrem hoch. Sie betrug € 31.448.227<sup>10</sup>. Im Jahr 2006 verzehnfachte sich die Zahl der Fälle nahezu. Es wurden für den gleichen Sektor nun 3.313 Straftaten erfasst und die Schadenshöhe betrug € 66.973.622<sup>11</sup>. Dies entspricht im Hinblick auf die erfassten Fälle einer Steigerungsrate von 922,5 %<sup>12</sup>. Im Jahr 2007 waren es hingegen wieder nur 266 Straftaten in Verbindung mit dem Bankgewerbe und dem Wertpapierhandelsgesetz<sup>13</sup>. Die Steigerungsrate in den Jahren 2005/2006 beruht jedoch nicht auf Verstößen aus dem Bereich der Insiderstraftaten. Das zeigt der Jahresbericht 2006 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)<sup>14</sup>: Im Jahr 2004 waren bei der BaFin 88 offene Untersuchungen wegen des Verdachts auf Insiderhandel anhängig, im Jahr 2005 102. Im Jahr 2006 waren es nur einige wenige mehr, nämlich 106 offene Verfahren. Die BaFin leitete im Jahr 2004 57 und im Jahr 2005 54 neue Untersuchungen ein, im Jahr 2006 waren es 51 neue Untersu-

<sup>8</sup> „Schlüssel“ 7140 der Polizeilichen Kriminalstatistik.

<sup>9</sup> Polizeiliche Kriminalstatistik 2005, S. 30; abrufbar unter <http://www.bka.de/pks/>; Für das Jahr 2006 liegen keine Angaben vor. Nach der Polizeilichen Kriminalstatistik 2006, S. 232; abrufbar unter <http://www.bka.de/pks/> sowie Bundeslagebild Wirtschaftskriminalität 2005, Pressefreie Kurzfassung, S. 3, abrufbar unter [http://www.bka.de/lageberichte/wi/wikri\\_2005.pdf](http://www.bka.de/lageberichte/wi/wikri_2005.pdf), muss jedoch in diesem Bereich von einer großen Dunkelziffer ausgegangen werden.

<sup>10</sup> Polizeiliche Kriminalstatistik 2005, Tabelle 07 im Anhang, Schlüssel 7140; abrufbar unter <http://www.bka.de/pks/>.

<sup>11</sup> Polizeiliche Kriminalstatistik 2006, Tabelle 07 im Anhang, Schlüssel 7140; abrufbar unter <http://www.bka.de/pks/>.

<sup>12</sup> Polizeiliche Kriminalstatistik 2006, S. 41, Schlüssel 7140; abrufbar unter <http://www.bka.de/pks/>.

<sup>13</sup> Polizeiliche Kriminalstatistik 2007, Tabelle 07 im Anhang, S. 5 Schlüssel 7140; abrufbar unter <http://www.bka.de/pks/>.

<sup>14</sup> Zur Insiderverfolgung bei der BaFin siehe Hiensch, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit, S. 47 ff. und S. 78 ff.

chungen<sup>15</sup>. Die Anzeigen der BaFin bei der Staatsanwaltschaft führten im Jahr 2006 zu elf Verurteilungen<sup>16</sup>. 2007 blieben diese Zahlen in etwa gleich: 99 offene Untersuchungen wegen des Verdachts auf Insiderhandel, 42 neu eingeleitete Untersuchungen, 29 Verfahren wurden eingestellt und es kam zu drei Verurteilungen im Strafbefehlsverfahren<sup>17</sup>. Hieran ist zu erkennen, dass im Bereich der Insiderdelikte in den Jahren 2004 bis 2007 rein statistisch gesehen keine große Zunahme an Fällen verzeichnet werden konnte. Die exorbitante Steigerungsrate im Bereich der Wirtschaftskriminalität aus der Polizeilichen Kriminalstatistik insgesamt rührte im Wesentlichen aus dem Abschluss zweier großer Ermittlungsverfahren wegen Anlagebetrugs und eines umfangreichen Verfahrens wegen Verstoßes gegen das KWG<sup>18</sup>. Im Bereich des Insiderhandels war in den Jahren 2004 bis 2007 keine große Veränderung zu verzeichnen.

Dennoch ist auch für die Insiderdelikte als Teil der Wirtschaftskriminalität das Entwicklungspotential als hoch einzuschätzen. Das Bundeskriminalamt (BKA) nennt allgemein verschiedene Ursachen, die zu einem Anstieg der Wirtschaftskriminalität in Deutschland führen können. Auf der Hand liegt, dass diese Ursachen auch für die Ausweitung der Insiderdelikte im Speziellen in Zukunft maßgebend sein werden. Als Ursachen werden der globalisierte Strukturwandel und damit einhergehend die Veränderungen der gesellschaftlichen, wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen, die sich schnell entwickelnde Technik, vor allem im Hinblick auf die moderne Informationstechnik, mittels derer Täter ortsunabhängig und weitgehend anonym agieren können, sowie die allgemeine konjunkturelle Lage genannt<sup>19</sup>. Die aufgeführten Punkte sind allesamt dazu geeignet, mehr Anreize, Mittel und Gelegenheit zu Marktmissbrauch zu bieten<sup>20</sup>. Gerade dem beabsichtigt die europäische Marktmissbrauchsrichtlinie entgegenzuwirken.

---

<sup>15</sup> Jahresbericht 2006 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, S. 166; abrufbar unter <http://www.bafin.de/cgi-in/bafin.pl?verz=0904000000&sprache=0&filter=&ntick=0>.

<sup>16</sup> Jahresbericht 2006 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, S. 167; abrufbar unter <http://www.bafin.de/cgi-in/bafin.pl?verz=0904000000&sprache=0&filter=&ntick=0>.

<sup>17</sup> Jahresbericht 2007 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, S. 176; abrufbar unter <http://www.bafin.de/cgi-in/bafin.pl?verz=0904000000&sprache=0&filter=&ntick=0>.

<sup>18</sup> Bundeslagebild Wirtschaftskriminalität 2007, Kurzfassung, S. 10, abrufbar unter [bka.de](http://www.bka.de).

<sup>19</sup> Bundeslagebild Wirtschaftskriminalität 2004, S. 114, abrufbar unter: [http://www.bka.de/lageberichte/wi/wikri\\_2004.pdf](http://www.bka.de/lageberichte/wi/wikri_2004.pdf).

### III. Insiderhandel und M&A-Transaktionen im Besonderen

Insiderhandel als Teil der Wirtschaftskriminalität spielt insbesondere eine wichtige Rolle auf dem Markt für Unternehmensbeteiligungen.

Der Begriff „Mergers and Acquisitions“<sup>21</sup> (M&A oder M&A-Geschäft) ist ein Sammelbegriff für Unternehmenstransaktionen, bei denen sich Gesellschaften zusammenschließen (Fusionen) oder alle oder zumindest wesentliche Anteile an diesen Unternehmen den Eigentümer wechseln (vollständiger oder teilweiser An- und Verkauf von Unternehmensanteilen)<sup>22</sup>.

Der An- und Verkauf von Unternehmensanteilen ist immer mit einem regen Informationsaustausch zwischen Käufer und Verkäufer über das Zielunternehmen verbunden. Der Käufer will zu Recht darüber informiert werden, was es mit der zum Kauf angebotenen Beteiligung aus wirtschaftlicher Sicht auf sich hat. In erster Linie geht es um Risikominimierung und Allokation der Möglichkeiten für den Käufer. Im Vorfeld einer Unternehmenstransaktion ist es daher notwendig, dass sich Verkäufer und Käufer eingehend über das Zielunternehmen austauschen. Die gewonnenen Erkenntnisse fließen in die Kaufverhandlungen mit ein und wirken sich unweigerlich auch auf den Kaufpreis aus.

Ein ungehinderter Informationsfluss zwischen Käufer, Verkäufer und Zielunternehmen ist aber nicht möglich, wenn es sich bei dem Zielunternehmen um eine börsennotierte Aktiengesellschaft handelt. Die Aktien des Zielunternehmens sind in der Regel als Insiderpapiere im Sinne des § 12 WpHG zu qualifizieren. Nicht öffentlich bekannte Informationen über Emittenten von Insiderpapieren, die bei ihrem öffentlichen Bekanntwerden den Börsen- und Marktpreis erheblich beeinflussen können, dürfen bei dem Kauf oder Verkauf von Aktien nicht verwendet werden. Der Käufer darf also sein Wissen, das den übrigen Kapitalmarktteilnehmern nicht zur Verfügung steht, nicht zu seinem Vorteil ausnutzen. Es entsteht ein Spannungsverhältnis zwischen dem Bedürfnis eines ungehinderten Informationsflusses zwischen Käufer und Verkäufer und

---

<sup>20</sup> Vgl. Erwägungsgrund (10) der MMRL.

<sup>21</sup> Neudeutsch für: Fusionen und Übernahmen.

<sup>22</sup> Vgl. nähere Erläuterungen zum Begriff M&A-Transaktion 3. Kapitel, A.

dem Insiderhandelsverbot. Ein Verstoß würde für die Beteiligten strafrechtliche und/oder ordnungswidrigkeitsrechtliche Konsequenzen nach sich ziehen.

Die vorliegende Arbeit beleuchtet deshalb zunächst die strafrechtlichen Grundlagen des Insiderhandelsverbots. Da die betreffenden Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes auf Europarecht zurückgehen und daher europarechtskonform auszulegen sind, wird die letzte grundlegende Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes durch die Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie untersucht. Anhand dieser neuen Rechtslage wird vertieft Stellung genommen zu der Frage, ob sich Käufer und Verkäufer von Insiderpapieren bei einer Unternehmenstransaktion strafbar machen, wenn sie im Vorfeld der Transaktion Informationen über das Zielunternehmen austauschen und der Käufer anschließend seinen Kaufentschluss aufgrund der gewonnenen Informationen in die Tat umsetzt.