

Zum Insiderhandel bei Face-to-face-Geschäften

A.

1. Das mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz vom 26.07.1994¹ im Regelungsrahmen des Wertpapierhandelsgesetzes eingeführte Insiderrecht bot als eine in Deutschland völlig neue² und in mehrfacher Hinsicht mit „unscharfen Tatbestandsmerkmalen“³ versehene Rechtsmaterie in den ersten Jahren seines Bestehens naturgemäß eine Fülle von Anwendungsproblemen. Sie kennzeichneten auch die aufsichtsrechtliche⁴ und staatsanwaltliche⁵ bzw. gerichtliche Praxis⁶.

Viele der bekannten und der immer wieder neu entstehenden Fallgestaltungen konnten zwar nach und nach einer herrschenden Rechtsüberzeugung in der kapitalmarktrechtlichen Literatur zugeführt werden;⁷ doch hatte die Justiz bisher nur selten Gelegenheit, insiderrechtliche Fragen verbindlich zu klären⁸. Um so mehr bewegt sich auch der Praktiker hier auf einem unsicheren Terrain. Da die Auslegungs- und Anwendungsunsicherheiten im Insiderrecht mit strafrechtlichen Sanktionen zusammen treffen, erscheinen sie im Hinblick auf das Postulat der Rechtssicherheit bei der verlässlichen Abgrenzung von straffreiem und strafbarem Han-

¹ BGBl. I 1994, 1749 ff.

² Vordem gab es die von Spitzenverbänden der Wirtschaft und der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen konzipierte Insiderhandels-Richtlinie von 1971, deren Inhalt auf einer Empfehlung der Börsensachverständigenkommission beruhte. Obwohl sie nur auf Grund freiwilliger Anerkennung galt und keine Sanktionen vorsah, wurde sie entgegen kritischer Stimmen von vielen Vertretern des Finanzplatzes für ausreichend erachtet (vgl. die Nachweise bei *Schäfer*, WpHG, vor § 12 Rdn. 2).

³ *Schwark/Schwark*, KMRK, vor § 12 Rdn. 6.

⁴ Das in den ersten Jahren personalmäßig und hinsichtlich der Eingriffsbefugnisse zu gering ausgestattete Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) wurde gelegentlich als eine mit „stumpfen Waffen“ kämpfende Behörde bezeichnet, nachdem nur eine ganz geringe Anzahl der ca. 50 jährlich untersuchten Insiderhandelsverstöße zu Strafanzeigen bei der Staatsanwaltschaft (1999: 13; 2000: 24) geführt hatten; vgl. Jahresberichte des BAWe 1999, S. 21; 2000, S. 20.

⁵ Dazu ausführlich *Benner*, ZRP 2001, 450 ff.

⁶ Vgl. im Einzelnen *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, D. II. Rdn. 150 ff.. *August Schäfer*, jahrelang Leiter der Handelsüberwachungsstelle der Frankfurter Wertpapierbörse, bezeichnete die Entdeckung möglicher Insiderverdachtsfälle als „eine Art Abfallprodukt“ der Börsenaufsicht und kritisierte deren falsche Struktur (Managermagazin vom 22.05.1998).

⁷ Zwar ist *Assmann* („Rechtsanwendungsprobleme Insiderrechts“, AG 1997, 50 ff.) bereits 1997 dem Eindruck entgegengetreten, das deutsche Insiderrecht „sei ein durch und durch von Anwendungsunsicherheiten geprägtes Rechtsgebiet“ und hielt demgegenüber „viele Zweifelsfragen“ bereits für „leidlich geklärt“; dass aber „noch immer fast täglich Konstellationen geschaffen oder wahrgenommen werden, welche zu überraschenden Fragen im Hinblick auf ihre insiderrechtliche Bedeutung und Behandlung führen“ ist eine Feststellung, die auch heute noch ihre Berechtigung hat.

⁸ Im gesamten Zeitraum 1995 bis 2000 gab es nach Mitteilung der Staatsanwaltschaften nur eine einzige Verurteilung auf Grund einer Hauptverhandlung, 13 Strafbefehle, 34 Verfahrenseinstellungen mit und 90 ohne Geldauflage (Jahresbericht 2000 der BAWe, S. 21). Die Verurteilung betraf den früheren Oberstadtdirektor in Köln, der als Aufsichtsrat der städtischen Gas-, Elektrizitäts- und Wasserwerke (GEW) von einem Übernahmeangebot der Felten & Guillaume AG erfahren und seine Kenntnis durch eigenen Aktienwerb ausgenutzt hatte.

deln besonders problematisch. Die Garantiefunktion des Strafrechts ist nicht immer gewährleistet.⁹

2. Zu den eher nur am Rande behandelten oder gar für geklärt¹⁰ gehaltenen Fragestellungen gehört die Anwendbarkeit der Insidervorschriften auf sogenannte Face-to-face-Geschäfte. Dieser Begriff wird in der kapitalmarktrechtlichen Literatur allerdings mit unterschiedlichem Sinngehalt verwendet:

a) Zum Einen werden darunter Wertpapiertransaktionen verstanden, die zwar unter Einschaltung von (börsenzugelassenen) Finanzintermediären (wie Maklern, Wertpapierhandelsbanken oder Kreditinstituten) zustande kommen, bei denen die Transaktionsbedingungen aber - in Abweichung vom typischen Verlauf des Börsenhandels - individuell ausgehandelt werden. Dies ist regelmäßig im sogenannten Pakethandel der Fall, - einem wiederum nicht gesetzlich definierten und unterschiedlich gebrauchten Begriff – der dadurch gekennzeichnet ist, dass ein größerer Posten von Aktien zu einem auszuhandelnden festen Preis an einen bestimmten Erwerber veräußert wird. Je nach Größe des Aktienpakets kann damit die Absicht des Erwerbers verbunden sein, eine bedeutende Unternehmensbeteiligung auf- oder auszubauen, um unternehmerischen Einfluss auszuüben. Da der Paketerwerb bei börsenzugelassenen Aktien möglichst marktschonend und zudem nicht zu deren aktuellem Börsenpreis geschehen soll, finden derartige Transaktionen regelmäßig im außerbörslichen Handel¹¹ statt (außerbörsliches Face-to-face-Geschäft).

b) Face-to-face-Geschäfte können sich aber auch ganz außerhalb der etablierten Märkte und ohne die Einschaltung von Berufshändlern durch unmittelbares Verhandeln und unmittelbaren Abschluss unter privaten Parteien vollziehen (privatrechtliches Face-to-face-Geschäft).¹²

Dass auch insoweit die Anwendbarkeit der gesetzlichen Insiderbestimmungen im Allgemeinen und der Verbotsbestimmungen der §§ 14, 38 WpHG im Besonderen vielfach – aber wie ich meine: zu Unrecht – bejaht wird und keineswegs befriedigend geklärt ist, soll der nachfolgende Beitrag aufzeigen.

⁹ Zum Inhalt des strafrechtlichen Bestimmtheitsgebotes (nulla poena sine lege stricta, scripta et praevia) siehe *Tröndle/Fischer*, StGB, § 1 Rdn. 2

¹⁰ *Schäfer*, Wertpapierhandelsgesetz, § 14 Rdn. 13.

¹¹ Das Xetra-Block-Crossing-System der Deutsche Börse AG („Xetra XXL“), das seit März 2001 betrieben wird, unternimmt zwar den Versuch, den Transfer von größeren Aktienpaketen in den elektronischen Börsenhandel einzubinden, indem es eine Ausführung eingestellter Orders von bestimmten Mindestgrößenordnungen zu Referenzpreisen ermöglicht; die Praxis favorisiert jedoch weiterhin die Abwicklung von Großorders im Telefonhandel, da hier mehr Flexibilität besteht.

B.

I. Insiderrecht im börslichen und außerbörslichen Handel.

1. Das Problem der Einbeziehung von Face-to-face-Geschäften in die gesetzlichen Insiderregelungen wird in der kapitalmarktrechtlichen Literatur unterschiedlich gesehen. *Claussen*¹³ hat bereits vor Inkrafttreten des Wertpapierhandelsgesetzes in Bezug auf Art 2 Abs. 3 der EG-Insiderrichtlinie dafür plädiert, den Pakethandel nicht in den Anwendungsbereich einzuschließen, weil sich „beim Handel mit großen Beträgen und Unternehmensteilen typischerweise Parteien mit gleichem Informationsstand gegenüberstehen.“

*Hopt*¹⁴ hat sich dafür ausgesprochen - gleichfalls noch vor Inkrafttreten des WpHG – den Pakethandel von den Insiderverböten generell freizustellen, wenn er ohne Einschaltung von Banken stattfindet.

Die Frage der generellen Freistellung schient dadurch gelöst, dass der deutsche Gesetzgeber von der Möglichkeit des Art 2 Abs. 3 EG-Insiderrichtlinie nach h. M. keinen Gebrauch machte¹⁵. Dies wurde damit gerechtfertigt, es seien keine Gründe ersichtlich, warum eine Freistellung des Pakethandels erfolgen sollte. Denn die Art und Weise der Ausführung des Erwerbs- oder des Veräußerungsgeschäfts über den anonymen Börsenhandel oder außerbörslich sei grundsätzlich unerheblich.¹⁶

Statt dessen wurde innerhalb des Anwendungsbereichs der §§ 12 ff WpHG nach Wegen gesucht, den Besonderheiten des Paketerwerbs und des Kaufs von Unternehmensbeteiligungen Rechnung zu tragen. Hierzu erfolgt bereits eine Vorgabe des Gesetzgebers zum Begriff des „Ausnutzens“ von Insiderwissen in der Gesetzesbegründung zum WpHG¹⁷:

Die Umsetzung des eigenen Entschlusses, eine Unternehmensbeteiligung auf- oder auszubauen – für sich genommen zwar eine Insidertatsache - stelle kein tatbestandsmäßiges Ausnutzen von Insiderkenntnis dar, sofern diese nicht durch anderweitig erlangtes Insiderwissen beeinflusst sei. Denn der Paketerwerb sei grundsätzlich erlaubt. Hier gehe es nicht um die Erlangung eines missbilligenswerten Vorteils unter Missachtung der Chancengleichheit der Anleger.

¹³ ZBB 1992, 282.

¹⁴ ZGR 1991, 17 ff 44.

¹⁵ Vgl. *Schäfer*, WpHG, § 14 Rdn. 9.

¹⁶ *Assmann* aaO 55; *Assmann/Schneider*, WpHG, § 14 Rdn. 28 u. 29; *Schmidt-Diemitz* aaO 1809; *Schäfer* aaO § 14 Rdn. 9. **A.A.** *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, Rdn. 14.185.

¹⁷ BT-Drucks. 12/6679, S. 47.

Noch weitergehend hat die Gesetzesbegründung aber auch angenommen, dass sich der Erwerber eines Aktienpakets im Rahmen der Vertragsverhandlungen vertrauliche Unterlagen des zu veräußernden Unternehmens(-teils) vorlegen lassen dürfe.

Daraus wurde mit Recht im Umkehrschluss gefolgert, dass dann (auch) der Veräußerer hierbei nicht rechtswidrig handele und nicht gegen das Verbot unbefugter Weitergabe von Insiderwissen verstoße, wenn er Insiderwissen unter diesen Umständen und zu diesem Zweck preisgebe. Der Interessent erhalte dadurch keinen Sondervorteil, da nur seine Entscheidung über den Beteiligungserwerb und dessen Modalitäten – wie etwa der Preis - beeinflusst werde.¹⁸ Positiv wirkende Tatsachen dürfe der Veräußerer als verkaufsfördernd durchaus befugt verwenden, „wenn das gehandelte Aktienpaket mehr ist als die Summe der wirtschaftlichen Einzelwerte der zum Paket gehörenden Aktien“.¹⁹ Negativ wirkende Tatsachen müsse er insiderrechtlich schon deswegen mitteilen dürfen, weil er sich dem Interessenten gegenüber anderenfalls bürgerlich-rechtlich aus culpa in contrahendo oder wegen positiver Vertragsverletzung haftbar machen könnte²⁰.

Die Rechtsprechung hat sich damit, soweit ersichtlich, noch nicht auseinandergesetzt.

In der Tat scheint sich aus den sedes materiae des Insiderrechts (§§ 12 ff. WpHG) zunächst sehr eindeutig zu ergeben, dass Einschränkungen der dortigen Verbotswirkungen in Bezug auf individuell ausgehandelte und außerhalb der Kapitalmärkte von Privaten abgeschlossene Geschäfte nicht geboten sind.

a) In § 12 WpHG definiert das Gesetz die Wertpapiere, die Gegenstand von Insidergeschäften im Sinne von § 14 WpHG und damit letztlich auch der Strafbarkeitsnormen des § 38 WpHG sein können. Es stellt dabei darauf ab, ob das Wertpapier zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen oder in deren Freiverkehr einbezogen ist oder ob es zum Handel an einem organisierten Markt eines anderen EU-Mitgliedstaats oder EWR-Staats zugelassen ist. Liegen diese objektiven Merkmale der Zulassung des Wertpapiers zum Börsenhandel bzw. diesem gleichgestellten Märkten vor, so ist dadurch die Eigenschaft des Finanzinstruments als Insiderpapier begründet.

b) Hinzutreten muss die Insidereigenschaft desjenigen, an den sich die Verbotsnormen richten. Sie ist gekennzeichnet durch eine in § 13 WpHG umrissene Nähe dieser Person zu dem

¹⁸ Assmann/Schneider/Assmann/Cramer, WpHG, § 14 Rdn. 88b; *Kieth*, NZG 1999, 976 ff 980; *Roschmann/Frey*, AG 1996, 449 ff 453; *Ziegler*, DStR, 2000, 249 ff 253; *Schwark/Schwark*, KMRK, § 14 WpHG Rdn. 40.

¹⁹ *Schmidt-Diemitz*, DB 1996, 1809 ff 1810.

²⁰ *Schmidt-Diemitz* aaO; *Assmann*, AG 1997, 50 ff 56; *Schäfer*, WpHG, § 14 Rdn. 63; *Schwark/Schwark* aaO.

Emittenten bzw. zu den emitierten Insiderpapieren, der zu Folge sie Kenntnis von einer Insider-tatsache erlangt

- in ihrer Eigenschaft als Organmitglied des Emittenten (oder eines verbundenen Unternehmens) oder
- aufgrund ihrer kapitalmäßigen Beteiligung an diesem oder
- bestimmungsgemäß aufgrund ihres Berufs, ihrer Tätigkeit oder Aufgabenstellung bei dem Emittenten.

Dieser Personenkreis wird üblicherweise als Primärinsider bezeichnet.

Daneben sind diejenigen in den gesetzlichen Regelungsbereich einbezogen, die unabhängig von ihrer Stellung gegenüber dem Emittenten „als Dritte“ Insiderkenntnis erlangen (Sekundärinsider).

c) Im Zentrum der tatbestandlichen Regelung steht die Kenntniserlangung von einer Insider-tatsache. Dies ist eine nicht öffentlich bekannte Tatsache, die sich auf den oder die Emittenten von Insiderpapieren oder auf das Insiderpapier selbst bezieht und die dazu geeignet ist, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs des Insiderpapiers erheblich zu beeinflussen.

d) Die sich daraus ergebenden Rechtsfolgen sind für die Gruppe der Primärinsider

- das Nutzungsverbot im Sinne eines Verbots der Ausnutzung der erlangten Insiderkenntnis durch Erwerbs- oder Veräußerungsgeschäfte,
- das Weitergabeverbot im Sinne eines Verbots der unbefugten Mitteilung oder Zugänglichmachung der Insider-tatsache an Dritte, und schließlich
- das Empfehlungsverbot im Sinne der Erteilung einer Empfehlung an Dritte zum Erwerb oder zur Veräußerung von Insiderpapieren.

Der Kreis der Sekundärinsider unterliegt demgegenüber lediglich dem erstgenannten Nutzungsverbot.

Diese in § 14 WpHG umrissenen Verbotstatbestände stellen zugleich die Blankettnorm für die Strafvorschriften des § 38 WpHG dar, die Verstöße mit Freiheitsstrafe bis zu 5 Jahren oder mit Geldstrafe ahnden.

e) Der Wortlaut dieser Bestimmungen enthält in der Tat keine Ansätze dafür, Face-to-face-Geschäfte von ihrem Anwendungsbereich auszunehmen. Denn die dort vom Gesetzgeber gewählten Anknüpfungspunkte des Insiderpapiers, der Insiderstellung und der Insiderkenntnis setzen keinerlei Beziehung zu der Art oder den Umständen des Abschlusses eines Insidergeschäfts voraus.

Es scheint danach insbesondere gleichgültig zu sein, ob der Geschäftsabschluss an einer Wertpapierbörse, an einer börsenähnlichen Einrichtung, als außerbörslicher Handel, insbesondere als Pakethandel oder sonst als bilateraler Abschluss eines konkret ausgehandelten Wertpapiergeschäftes zustande kommt. Ebenso scheint gleichgültig zu sein, ob Berufshändler als Intermediäre in den Abschluss eingeschaltet wurden oder ein Direktabschluss unter Privaten statt fand.

2. Erste Bedenken hinsichtlich der Richtigkeit dieses Ergebnisses treten aber auf, wenn § 1 WpHG in die Betrachtung einbezogen wird. Diese Bestimmung regelt ausdrücklich den gesetzlichen Anwendungsbereich des WpHG. Danach ist das Wertpapierhandelsgesetz anwendbar auf

- die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und –nebdienstleistungen, sowie
- auf den börslichen und außerbörslichen Handel mit Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten.

a) Eine Wertpapierdienstleistung im Sinne der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ist „jede für Dritte erbrachte Dienstleistung, die in Abschnitt A des Anhangs aufgeführt ist und sich auf eines der Instrumente des Abschnitts B des Anhangs bezieht“.²¹ Bei der nationalen Umsetzung dieser Richtlinie sind die einschlägigen Dienstleistungen in § 2 Abs. 3 WpHG dahingehend umrissen worden, dass u.a. die Anlage- und Abschlussvermittlung der Intermediäre im Wertpapierhandel, das Wertpapierkommissionsgeschäft und der sogenannte „Eigenhandel für andere“ erfasst werden.

Eigenhandel für andere ist derjenige gewerbsmäßige Geschäftsabschluss im eigenen Namen und für eigene Rechnung (Eigenhandel), der zugleich eine Wertpapierdienstleistung gegenüber einem anderen enthält.²² Das reine Eigengeschäft dagegen, das zwar auch im eigenen Namen und für eigene Rechnung abgeschlossen wird, aber keine Dienstleistung für einen Dritten enthält, stellt also keine Wertpapierdienstleistung im Sinne des WpHG dar.

Mit einem Face-to-face-Geschäft kann nur dann eine Wertpapierdienstleistung verbunden sein, wenn an seinem Abschluss ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Kreditinstitut,

²¹ Vgl. Art 1 Nr. 1 Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG).

Börsenmakler, Wertpapierhandelsbank) unmittelbar beteiligt ist, das durch den Geschäftsabschluss zugleich eine Dienstleistung für einen anderen erbringt. Dies kann zum Beispiel der Fall sein, wenn ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Rahmen seines Geschäftsbetriebs ein größeres Aktienpaket im Kundenauftrag veräußert und dabei individuelle Preisverhandlungen mit dem vom Erwerber eingeschalteten Intermediär stattfinden. Hierbei können die beteiligten Wertpapierdienstleistungsunternehmen als Anlage- oder Abschlussvermittler, als Kommissionäre oder als Eigenhändler für andere agieren; in allen Fällen erbringen sie eine Wertpapierdienstleistung gegenüber ihren Auftraggebern, sodass schon deswegen das WpHG Anwendung findet. Es kommt nicht darauf an, ob der Abschluss im Börsenhandel oder im außerbörslichen Handel oder außerhalb eines organisierten Marktes statt findet. Anders ist dies nur dann, wenn das Wertpapierhandelsunternehmen ausschließlich im eigenen Namen und für eigene Rechnung handelt und ohne damit eine Wertpapierdienstleistung für einen Dritten zu erbringen, also wenn es für den Eigenbestand erwerben oder veräußern will. Hier wird aber regelmäßig das zweite Anwendungskriterium des WpHG eingreifen:

b) Vom Anwendungsbereich des WpHG wird darüber hinaus der börsliche und außerbörsliche Handel mit Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten erfasst. Der Abschluss eines Face-to-face-Geschäftes durch einen Nichtmarktteilnehmer – der kein Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist – könnte als außerbörslicher Handel qualifiziert und damit vom Anwendungsbereich des WpHG erfasst sein. Dies begegnet jedoch durchgreifenden Bedenken:

aa) Als „Handel“ lässt sich nur derjenige Abschluss von Wertpapiergeschäften verstehen, der wiederholt oder zumindest in Wiederholungsabsicht, also gewerbsmäßig und regelmäßig verbunden mit Gewinnerzielungsabsichten abläuft. Angesprochen ist damit der Wertpapierhandel der sogenannten institutionellen Marktteilnehmer, also der Handel der Banken, der Versicherungen und Fonds und der Börsenmakler einschließlich der Skontroführer. Diese Adressatengruppe übt den Wertpapierhandel traditionell sowohl börslich als auch außerbörslich aus.

Bei dem ohne Wiederholungsabsicht vorgenommenen Face-to-face-Geschäft eines privaten Verkäufers eines Pakets von Wertpapieren liegt somit bereits kein Handel vor.

Schon deswegen ist das Wertpapierhandelsgesetz auf diesen Fall nicht anwendbar.

bb) Es liegt aber auch kein „börslicher“ oder „außerbörslicher“ Handel vor:

²² Vgl. *Oelkers*, WM 2001, 340 ff., 345; *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, B. III. Rdn. 272.

Das Kapitalmarktrecht unterscheidet den Primärmarkt, auf dem das Emissionsgeschäft als die Erstplatzierung von Finanzinstrumenten stattfindet von den Sekundärmärkten, auf denen der Handel mit den bereits in Umlauf befindlichen Titeln stattfindet.

Die Sekundärmärkte werden nach ihrem Organisationsgrad und ihrer Regelungsdichte unterschieden.²³ Dabei stehen die Börsen als staatlich genehmigte und überwachte Einrichtungen für den streng regulierten Handel mit standardisierten Produkten (Finanzinstrumenten und Waren) unter zugelassenen Teilnehmern an der Spitze.

Andere organisierte Märkte für den multilateralen Handel (Multilateral Trading Facilities, MTF)²⁴ werden den Börsen als „regulated markets“ EU-rechtlich regulatorisch vielfach gleichgestellt.²⁵ So sehen die mit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz neu eingeführten Bestimmungen der §§ 58, 59 BörsG abgestufte Anforderungen dergestalt vor, dass elektronische Handelssysteme anzeigepflichtig sind, börsenähnliche Einrichtungen aber einem dem börslichen Organisations- und Funktionsstandard angenäherten Regulierungsniveau genügen müssen und der staatlichen Börsenaufsicht unterliegen.

(1) Von Börsenhandel im strengen Sinn wird gesprochen, soweit sich der Handel in börsenzugelassenen Finanzinstrumenten an einer staatlich genehmigten Börse in einem der anerkannten börslichen Marktsegmente während der Börsenzeit zu den börslichen Geschäftsbedingungen vollzieht. Dazu gehört der Handel im amtlichen Markt, im geregelten Markt einschließlich des früheren Neuen Marktes²⁶ und im Freiverkehr an den deutschen Wertpapierbörsen. Im Einzelnen ist dabei vieles streitig – zumal auch der Börsenbegriff als solcher nicht gesetzlich definiert ist und in seinem Anforderungsprofil daher umstritten ist. Dies gilt auch für die Frage, ob zum Börsenhandel notwendig ein Geschäftsabschluss zu Börsenpreisen gehört oder nicht.²⁷

(2) Demgegenüber stellt der außerbörsliche Handel nicht etwa einen unorganisierten Handel, einen Handel außerhalb jeglicher Marktorganisation, dar. Schon gar nicht wird als

²³ *Lenenbach*, Kapitalmark- und Börsenrecht, 1.15 ff.

²⁴ In Art 4 Ziff. 15 der neuen EU-Richtlinie vom 27.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente definiert als „ein von einer Wertpapierfirma oder einem Marktbetreiber betriebenes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären Regeln in einer Weise zusammenführt, die zu einem Vertrag gemäß den Bestimmungen des Titels II führt.“

²⁵ Vgl. Ziff. 6 der Erwägungsgründe der EU-Richtlinie vom 27.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente.

²⁶ Die im Neuen Markt gehandelten Werte mussten das Zulassungsverfahren zum geregelten Markt durchlaufen, während sich der Handel selbst im Freiverkehr abspielte. Zu den Einzelheiten vgl. das Regelwerk Neuer Markt der Deutsche Börse AG; Schäfer/*Ledermann*, BörsG, vor § 71 Rdn. 2 ff.; *Schlüter*, aaO G. IX. Rdn. 758 ff.

²⁷ Überwiegend wird dies verneint; vgl. *Hammen*, WM 2002, 2129 ff.; *Köndgen/Theissen*, WM 2003, 1497 ff., 1502; *Schwark*, BörsG, 2. Auflage § 29 Rdn. 18; *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, G. I. Rdn. 50 ff, 57; a. A. *Kümpel*, Börsenrecht, S. 17, der die Preisfeststellung als Begriffsnotwendigkeit für den Börsenhandel ansieht.

außerbörslicher Handel jeglicher Geschäftsabschluss außerhalb des Börsenhandels, auch derjenige unter Nichtkaufleuten, bezeichnet. Vielmehr ist der außerbörsliche Handel ein minder hoch oder auch nur gering organisierter Handel der Börsenteilnehmer untereinander, aber auch mit nicht börsenzugelassenen institutionellen Anlegern als Kontrahenten, der zwar außerhalb des Börsengeschäftsbetriebs, aber doch in einem marktmäßigen Geschäftsumfeld stattfindet.

Wegen des tendenziell niedrigeren Organisationsgrades des außerbörslichen Handels und des dort geringer ausgeprägten Anlegerschutzes sieht § 22 BörsG vor, dass Anlegeraufträge zum Kauf oder Verkauf von börsenzugelassenen Wertpapieren nur dann außerhalb des Handels an einer Börse ausgeführt werden dürfen, wenn der Anleger ein hierauf gerichtete Weisung erteilt hat (sog. Börsenvorrang).

Außerbörslich einzuordnen ist der unregelmäßige Telefonhandel unter Banken und Maklern, der vor- und nachbörslich stattfindet. Er umfasst den Handel zwischen den Marktintermediären in börslich zugelassenen und in nicht zugelassenen Finanzinstrumenten, der sich zeitlich und/oder räumlich außerhalb der Börsen in telefonischen Abschlüssen vollzieht. Dieser Handel basierte meist auf indikativen Preisinformationssystemen.²⁸ Für diesen Bereich gelten nicht die Bestimmungen des Börsengesetzes, sondern ausschließlich die allgemeinen handels- und effektengeschäftlichen Regularien.²⁹ Mit der Einführung der elektronischen Handelssysteme IBIS II und Xetra, der Erweiterung der dort gelisteten und handelbaren Finanzinstrumente und mit der Ausdehnung der Börsenzeiten hat dieser Bereich stark an Bedeutung eingebüßt.

Zum außerbörslichen Handel gehörte auch der frühere sogenannte geregelte Freiverkehr, der sich präter legem³⁰ an den Börsen und außerhalb derselben unter Freimaklern und Banken in nicht zum amtlichen Handel zugelassenen Werten entwickelt hat. Mit der faktischen Integration dieses Handelsbereichs in den Börsenhandel durch das Börsenzulassungsgesetz von 1986 wurden hinsichtlich des Handelsablaufs, der Preisfeststellungsverfahren und der Geschäftsabwicklung aber auch hier die Börsengeschäftsbedingungen angewandt und die Benutzung der Börseneinrichtungen gestattet.

Der sog. OTC-Handel („Over-the-Counter“) in nicht börsenzugelassenen Werten ist ein zwar institutionalisierter, aber außerbörslicher Handel. Auch seine Bedeutung ist durch die stattge-

²⁸ ECN (Electronic Communication Networks). Zu diesen gehörte IBIS I, ein 1989 installiertes Interbanken-Informationssystem (Vorläufer der Handelssysteme IBIS II und XETRA).

²⁹ Vgl. Schäfer/Ledermann, BörsG, vor § 71 Rdn. 5; Baumbach/Hopt, BörsG, § 78 Rdn. 3; Schwark, BörsG, 2. Auflage, § 78 Rdn. 7.

fundene Einbeziehung von Werten in den Börsenhandel - etwa der früheren OTC-Optionen in den Handel an der Deutschen Terminbörse bzw. Eurex – geringer geworden.

Von Wertpapierhäusern getragene bilaterale Systeme (wie etwa das Orderinternalisierungssystem db PIP-Service Maxblue der Deutsche Bank AG)³¹ stellen ebenfalls außerbörsliche Handelssysteme dar.

Ob dies auch für Xetra-Best, das Internalisierungssystem der Frankfurter Wertpapierbörse, gilt, ist streitig.³²

Nach überwiegender Rechtsüberzeugung kann außerbörslicher Handel (ohne Generierung von Börsenpreisen) auch im Rahmen des Börsengeschäftsbetriebes unter Börsenteilnehmern während der Börsenzeit stattfinden. Dazu gehören die sogenannten Direktgeschäfte unter Börsenteilnehmern, die nicht durch die (früheren Kursmakler bzw. jetzigen) Skontroführer im Präsenzhandel vermittelt werden und die deswegen nach der früheren Regelung des § 31 Satz 2 Börsengesetz nicht in die amtliche Börsenpreisfeststellung (als „andere Geschäfte“) einbezogen werden durften. Sie gehörten im Sinne von § 29 Abs. 3 Börsengesetz (a. F.) nicht zu der „wirklichen Geschäftslage des Verkehrs an der Börse“. Dieser an den Präsenzmärkten der Wertpapierbörsen stattfindende Direkthandel war außerbörslicher Handel.³³

Ein Beispiel für einen besonders hoch organisierten außerbörslichen Handel ist das in den USA von der National Association of Securities Dealers (NASD), einer privatrechtlichen Broker/Dealer-Vereinigung, betriebene elektronische Informationssystem NASDAQ.³⁴

Der außerbörsliche Handel stellt sich somit recht vielfältig und mit unterschiedlichem Organisationsgrad dar. Immer aber ist es ein Handel unter Teilnahme von Berufshändlern und ein Handel auf einem mehr oder weniger organisierten Markt.

³⁰ § 43 Satz 2 BörsG in der bis zur Novellierung im Jahr 1986 geltenden Fassung schloss Freiverkehrswerte von der Benutzung der Börseneinrichtungen offiziell aus(*Schwark*, BörsG, 1. Aufl. § 43 Rdn. 1; *Samm*, Börsenrecht, S. 99; *Schlüter*, aaO. G. X Rdn. 806 ff..

³¹ Dazu *Schlüter*, in: Schriftenreihe des Bundesverband der Börsenmakler und Wertpapierhäuser (BBW), Internalisierungssysteme im Wertpapierhandel und Börsenrecht, Heft 2, S. 8 ff.

³² *Hammen*, WM 2002, 2129 ff 2136; *Spindler*, WM 2002, 1337 Fn. 15; *Schwark/Schwark*, KMRK, Einl. BörsG Rdn. 19 u. § 59 Rdn. 8; *Schlüter* aaO. S. 17 ff; ders. Börsenhandelsrecht, G. XI. Rdn. 1034.

³³ *Hammen*, WM 2002, 2129 ff 2131; *Schäfer/Ledermann*, BörsG, § 31 Rdn. 4; *Schwark*, BörsG. 2. Aufl. § 29 Rdn. 18, § 31 Rdn. 3; *Köndgen/Theissen*, WM 2003, 1497 ff 1502; *Schlüter*, Schriftenreihe BBW, Heft 1, S. 20. Im Zeitalter des elektronischen Börsenhandels hat sich die Abgrenzung von börslichem und außerbörslichem Handel für diesen Bereich insofern geklärt, als zum elektronischen Börsenhandel (Xetra) alle diejenigen Geschäftsabschlüsse zu rechnen, die im System oder über das System der Börse getätigt werden. Vgl. *Schwark/Beck* KMRK, § 22 BörsG Rdn. 11; *Schwark*, BörsG, 2. Auflage, § 7 Rdn. 5.

cc) Nicht zum außerbörslichen Handel gehören dagegen Geschäftsabschlüsse, die zwischen nicht börsenzugelassenen Personen aufgrund individuell gestalteter Verhandlungsführung über Leistung und Gegenleistung zu Geschäftsabschlüssen führen. Die so verstandenen privatrechtlichen Face-to-face-Geschäfte von Nichtmarktteilnehmern gehören nicht zum Regelungsgegenstand des Wertpapierhandelsgesetzes. Sie werden nicht auf einem „Markt“ im kapitalmarktrechtlichen Sinne abgeschlossen.

Dies wurde mit der Formulierung in § 1 WpHG zum Ausdruck gebracht, das Gesetz beziehe sich auf den „börslichen und außerbörslichen Handel“.

3. Aus § 1 WpHG ergibt sich daher, dass die insiderrechtlichen Bestimmungen der § 12 ff. WpHG auf derartige Face-to-face-Geschäfte nicht anzuwenden sind.

Demgegenüber wird in der kapitalmarktrechtlichen Literatur die Auffassung vertreten, § 1 WpHG beschreibe den Anwendungsbereich des Gesetzes, „ohne dass ihm ein eigenständiger Regelungsgehalt“ zukomme; die Bestimmung wolle vielmehr lediglich klarstellen, „dass beim Wertpapierhandel nicht nur der börsliche, sondern auch der außerbörsliche Handel“ erfasst werde.³⁵ Begründet wird dies damit, § 1 normiere keine Anwendungsvoraussetzungen für die folgenden Bestimmungen, wie die Meldepflichten, die Wohlverhaltensregeln, die Insiderhandelsverbote, die Aufsichts-, Prüfungs- und Publizitätspflichten; diese folgten vielmehr unmittelbar aus den jeweiligen gesetzlichen Spezialbestimmungen in Verbindung mit dem Definitionskatalog der §§ 2, 2 a WpHG.³⁶

Es fällt schon ganz generell schwer, einer gesetzlichen Eingangsbestimmung, die den Anwendungsbereich eines Gesetzes ausdrücklich umschreibt, praktisch keine Bedeutung beimessen zu wollen. Schwer fällt auch die Annahme, der Gesetzgeber habe sich bei der Konzeption eines grundlegenden kapitalmarktrechtlichen Regelwerks der wichtigen und gängigen kapitalmarktrechtlichen Begriffe des börslichen und außerbörslichen Handels nicht ganz bewusst bedient, um Vorgänge, die sich außerhalb dieser Märkte abspielen, auszuklamern.

Daher kann der h.M. insoweit jedenfalls nicht zugestimmt werden, als es sich um Geschäftsabschlüsse handelt, die auch keinen „außerbörslichen Handel“ im kapitalmarktrechtlichen Sinne darstellen, ja die – wie hier beim individuell ausgehandelten privatrechtlichen Face-to-face-Geschäft – mangels gewerblicher Betätigungsabsicht und Teilnahme von Berufshändlern überhaupt nicht als „Handel“ mit Wertpapieren klassifiziert werden können und die auch

³⁴ Näheres dazu siehe *Rudolph/Becker*, Börsen- und Kapitalmarktrecht der Vereinigten Staaten, in: Gutachten Börsenreform 12/96, S. 72 ff; *Schlüter*, aaO. A. IV. Rdn. 178 ff.

³⁵ *Schäfer*, WpHG, § 1 Rdn. 1; *Assmann* in: *Assmann/Schneider*, WpHG, § 1 Rdn. 1; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rdn. 10.5; *Schwark/Beck*, KMRK, § 1 WpHG, Rdn.5.

³⁶ *Schwark/Beck* aaO m. w. N.

keinen Markt berühren. Insoweit jedenfalls trifft § 1 WpHG eine eindeutige, den Anwendungsbereich aller folgenden gesetzlichen Bestimmungen des WpHG eingrenzende Aussage, als er nur den institutionalisierten bzw. institutionellen Handel mit Finanzinstrumenten erfassen will.

II. Einschaltung von Berufshändlern

Das anhand der sprachlich-grammatikalischen Auslegung gewonnene Zwischenergebnis ist durch richtlinienkonforme Auslegung zu überprüfen. Es ist anerkannt, dass gesetzliche Bestimmungen, die in der Umsetzung einer EU-Richtlinie erlassen worden sind, entsprechend den Vorgaben dieser Richtlinie auszulegen sind.³⁷

Mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz vom 26.07.1994, wurde neben Teilen der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie³⁸ auch die Insiderrichtlinie³⁹ umgesetzt. Die Insiderrichtlinie enthält in ihrem Artikel 1 die Definition der Insiderinformation und der Insiderpapiere. Artikel 2 enthält die Insider(-handels-)verbote. Nach dem dortigen Absatz 3 Satz 1 gelten diese Verbote „für jeden Erwerb und jede Veräußerung von Wertpapieren, die unter Einschaltung eines Berufshändlers⁴⁰ erfolgen.“

Damit bringt die Insiderrichtlinie den Grundsatz zum Ausdruck, dass die insiderrechtlichen Verbotsbestimmungen nur im Berufshandel und nur für diesen gelten sollen. Umgekehrt sollen rein privatrechtliche Veräußerungsgeschäfte, wie sie etwa die Face-to-face-Geschäfte privater Parteien aufgrund frei ausgehandelter Vertragsbedingungen darstellen, nicht erfasst werden.

Zum Berufshandel gehören nach allgemeiner Auffassung die institutionellen Anleger einschließlich der Börsenintermediäre (Börsenmakler) – und zwar sowohl mit ihrem börslich abgewickelten Handelsgeschäft als auch mit ihrem außerbörslichen Handel.

Wenn der deutsche Gesetzgeber den Anwendungsbereich des WpHG auf den „börslichen und außerbörslichen Handel“ erstreckt hat, so muss daraus geschlossen werden, dass er bei der Umsetzung der Insiderrichtlinie dem Grundsatz der Richtlinie gefolgt ist, nur Wertpapier-

³⁷ EuGH, NJW 1994, 921, 2473; 1997, 3365; BGH, NJW 1993, 1594; BAG, NJW 1993, 1154; DB 1996, 1725.

³⁸ Rili 93/22/EWG vom 10.05.1993.

³⁹ Rili 89/592/EWG vom 13.11.1989.

⁴⁰ Hervorhebung durch den Verfasser.

geschäfte erfassen zu wollen, die „unter Einschaltung eines Berufshändlers“ zustande kommen. Er hat nämlich genau dies in § 1 WpHG mit den Worten zum Ausdruck gebracht, das Wertpapierhandelsgesetz sei auf die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen, sowie auf den börslichen und außerbörslichen Handel mit Wertpapieren anzuwenden. Damit wurde nämlich nichts anderes umschrieben, als der Wertpapierhandel unter Einschaltung von Berufshändlern. Denn nur dieser vollzieht sich, wie oben ausgeführt, als börslicher und als außerbörslicher Wertpapierhandel.

Die richtlinienkonforme Auslegung von § 1 WpHG ergibt daher, dass diese Bestimmung keineswegs mehr oder weniger leer läuft, sondern speziell in Bezug auf das Insiderrecht expressis verbis diejenige Eingrenzung enthält, die auch die EU-Richtlinie als grundsätzlichen Anwendungsbereich des Insiderrechts vorgesehen hat, nämlich die Einschränkung auf Wertpapiergeschäfte, die unter Einschaltung eines Berufshändlers zustande kommen.

Zwar hat die Insiderrichtlinie in Artikel 2 Abs. 3 Satz 2 desweiteren verfügt, jeder Mitgliedstaat könne vorsehen, dass das Insiderverbot nicht für den Erwerb oder für die Veräußerung von Wertpapieren gilt, die ohne Einschaltung eines Berufshändlers außerhalb eines Wertpapiermarktes im Sinne von Artikel 1 Ziffer 2 letzter Satzteil (regulated market) zustande kommt; doch von dieser Ausnahmemöglichkeit hat – neben Frankreich und England auch – der deutsche Gesetzgeber keinen Gebrauch gemacht. Denn er hat gerade nicht positiv geregelt, dass jeglicher Abschluss eines Wertpapiergeschäftes, das ein Insiderpapier zum Gegenstand hat, den Insiderverboten unterfällt. Denn in diesem Fall hätte § 1 WpHG keine Beschränkung auf den börslichen und außerbörslichen Handel mit Wertpapieren enthalten dürfen oder anders ausgedrückt: Die genannte Formulierung in § 1 WpHG stellt sich im Lichte des Artikel 2 Abs. 3 Satz 1 und 2 Insiderrichtlinie als nationale Umsetzung des Grundsatzes – und nicht des Ausnahmetatbestands für den EU-rechtlichen Anwendungsbereich des Insiderrechts dar.

Dass sich dieser damit auch mit der in einem der Mutterländer des Insiderrechts herrschenden Rechtsüberzeugung, nämlich in Großbritannien, und auch mit der in Frankreich bestehenden Rechtslage deckt, sei nur ergänzend erwähnt.

III. Historische Auslegung

Demgegenüber hat der subjektive Wille des historischen Gesetzgebers, wie er in den begleitenden Gesetzesmaterialien zum Ausdruck kommt, nur sehr eingeschränkte Bedeutung für

die Auslegung eines Gesetzestextes. Nach der herrschenden objektiven Theorie⁴¹ kommt es allein auf den im Gesetzeswortlaut objektivierten Willen des Gesetzgebers an.

Zieht man zu dessen Verständnis die amtliche Begründung zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz heran⁴², so ergeben sich daraus jedenfalls keine eindeutigen Hinweise für eine abweichende Interpretation. Der Fall des Face-to-face-Geschäftes wird dort nicht erwähnt. Hingegen wird zum Pakethandel ausgeführt, dieser falle regelmäßig nicht unter den Insider-tatbestand, weil es sich um eine selbstgeschaffene Insidertatsache handle, deren Kenntnis derjenige, der diese Entscheidung getroffen hat, mit der Umsetzung seines Erwerbs bzw. Veräußerungsplans nicht ausnutzt. Der Erwerb eines Aktienpakets sei vielmehr grundsätzlich erlaubt; er diene nicht dazu, sich unter Missachtung der Chancengleichheit der Anleger einen missbilligswerten Vorteil zu verschaffen. Dies sei auch dann nicht der Fall, wenn sich der potentielle Erwerber im Rahmen der Vertragsverhandlungen die Unterlagen des zu veräußernden Unternehmens vorlegen lasse und hierdurch Kenntnis von Insidertatsachen erhalte. Etwas anderes gelte nur dann, wenn der Paketerwerber in Kenntnis solcher Tatsachen weitere Aktien im börslichen oder außerbörslichen Handel erwerbe.⁴³

Der hier angesprochene sogenannte Pakethandel – ein vom Gesetzgeber ansonsten nicht verwendeter untechnischer Begriff – stellt die Transaktion eines größeren Postens von Finanzinstrumenten in einem Zuge oder doch in engem zeitlichem Zusammenhang dar. Er kann über die Börse abgewickelt werden und führt dann in der Regel (und zur Vermeidung eines sogenannten market impact) zu einer Aufsplitterung des Pakets in zahlreiche Einzeltranchen (unechter Pakethandel). Oder er vollzieht sich, als echter Pakethandel, uno actu als außerbörslicher Geschäftsabschluss. Die Paketgröße muss dabei nicht notwendig die Schwellenwerte des § 21 WpHG erreichen. Erforderlich ist jedoch stets die Mitwirkung von Berufshändlern, um von einem Pakethandel zu sprechen.

An einzelnen Börsen ist der Pakethandel als solcher separiert, um einerseits zu verhindern, dass die daraus generierten Transaktionsvolumina dem Börsenhandel verloren gehen und zum anderen die mit ihm typischerweise verbundenen erheblichen Kursschwankungen (market impact) zu vermeiden. Dies ist beispielsweise bei der New York Stock Exchange der Fall, wo der sogenannte up-stairs-market als besondere Handelsabteilung für den Pakethandel vorgesehen ist.⁴⁴

⁴¹ BVerfGE 1, 312; 10, 244; 62, 45; BGHZ 46, 74; 49, 221.

⁴² BR-Drucksache 793/93 vom 05.11.1993, S. 144 ff.

⁴³ BR-Drucksache aaO, S. 145.

⁴⁴ Erst im Anschluss an den Geschäftsabschluss up stairs folgt die bloße Geschäftsabwicklung über den Specialist; vgl. *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, A. III. Rdn. 177.

Es ist daher hervorzuheben, dass es sich bei dem hier behandelten Face-to-face-Geschäft nicht um denjenigen Pakethandel handelt, der im allgemeinen und wohl auch vom Gesetzgeber des WpHG im besonderen angesprochen wurde. Dieser Pakethandel wird ggf. unter den oben beschriebenen Voraussetzungen, nämlich als reine Umsetzung des Erwerbs- bzw. Veräußerungswillens nicht von den Insiderstatbeständen erfasst – fällt aber grundsätzlich in deren Anwendungsbereich, weil er zwischen Berufshändlern auf einem außerbörslichen (oder börslichen) Markt stattfindet.

Bestätigt wird dies durch die Schlusswendung in der oben wiedergegebenen Gesetzesbegründung: Danach gilt die Ausnahme für den Insiderstatbestand beim Pakethandel dann nicht, wenn der Paketerwerber sogenannte Along-side-Geschäfte tätigt, indem er in Kenntnis der Insiderstat (Absicht des Paketerwerbs als kursrelevante Tatsache) „weitere Aktien im börslichen oder außerbörslichen Handel erwirbt“.

Dass der Gesetzgeber hierbei den „börslichen oder außerbörslichen Handel“ erwähnt hat, nicht aber jeglichen beliebigen Erwerbsvorgang, unterstreicht nochmals nachdrücklich, dass zum einen der Pakethandel nur den börslichen und außerbörslichen Handel betrifft und dass zweitens der Anwendungsbereich des Insiderrechts auf diesen börslichen oder außerbörslichen Handel auch nach der Meinung des historischen Gesetzgebers beschränkt ist. Damit wird, wenn auch nur indirekt, die gewonnene Auslegung des WpHG durch die Auffassung des historischen Gesetzgebers, wie sie sich in den Materialien widerspiegelt, bestätigt.

IV. Teleologische Auslegung

Da es bei der Auslegung eines Gesetzes darauf ankommt, dessen Sinn zu erforschen, ohne sich dabei in Widerspruch zu einem etwa vorhandenen eindeutigen Wortsinn zu begeben, kommt der teleologischen Auslegung, die die Ermittlung des Gesetzeszwecks (der ratio legis) ins Zentrum der Betrachtung rückt, besondere Bedeutung zu.⁴⁵ Dieser Auslegungsmethode gebührt daher das Primat.⁴⁶ Je nach dem ermittelten Gesetzeszweck ist der Wortlaut einer Vorschrift extensiv oder restriktiv auszulegen, sind Analogien oder Umkehrschlüsse möglich oder es findet eine teleologische Reduktion des zu weit gehenden Wortlauts statt.

1. Der Gesetzeszweck des Insiderhandelsverbots und der damit verbundenen strafrechtlichen Sanktionen ist keineswegs klar und eindeutig.

⁴⁵ Vgl. BGHZ 2, 176ff, 184; 54, 264 ff, 268; 78, 263 ff, 265; 87, 381 ff, 383.

⁴⁶ Säcker, in Münchener Kommentar, Einführung, Rdn. 128.

a) Teilweise wird die Auffassung vertreten, Insiderhandel steigere die Effizienz des Kapitalmarktes, ihn mit einem Verbot zu belegen, sei mithin schädlich für die Markteffizienz: Denn wenn auch Insider unbeschränkt handeln dürften, könnten sich auch die (noch) nicht öffentlich bekannten Information schnellstmöglich im Kurs des Papiers widerspiegeln und damit auf dem Kapitalmarkt auswirken.⁴⁷

Obwohl dieses Argument zutrifft, stellt sich doch die Frage, ob die Kapitalmarkteffizienz andererseits nicht gerade darunter leidet, dass Anleger es nicht akzeptieren, wenn Insider ihr Sonderwissen unbeschränkt ausnutzen dürfen und sie deswegen dem Markt fernbleiben.

b) Es wird auch geltend gemacht, dass Insidertrading weder bei dem Anleger noch bei dem Emittenten einen Schaden verursache. Denn der unwissentlich mit einem Insider auf der Marktgegenseite kontrahierende Anleger sei nicht durch den Insider zu der Transaktion veranlasst worden, sondern hätte jeweils zum vorherrschenden Kurs gekauft und erleide daher keinen Schaden.⁴⁸ Auch für den Emittenten sei Insiderhandel nicht per se nachteilig. Negative Einflüsse auf sein Emissionsstanding könnten durch die erhöhte Markteffizienz kompensiert werden.⁴⁹

Auch dieser Ansatz ist richtig und findet verbreitete Anerkennung. Daher wird der Insiderhandel unter diesem Blickwinkel auch als „victimless crime“, Straftat ohne Opfer, bezeichnet.

c) Demgegenüber wird der Sinn und Zweck der Insiderverbote mehrheitlich in Folgendem gesehen:

Insider verfügen über Informationen, die für die Preisbildung im Handel mit Wertpapieren relevant sind und die deswegen dem Anlegerpublikum oder zumindest den Handelsteilnehmern sobald als möglich zur Verfügung gestellt werden sollten. Denn die einseitige Ausnutzung eines solchen Informationsvorteils bzw. Informationsvorsprungs erscheint unter den Bedingungen der Finanzmärkte als unfair, weil sie der Chancengleichheit der Teilnehmer zuwiderläuft. Besser, genauer, früher informiert zu sein als andere, konkurrierende Handelsteilnehmer, ist zwar im allgemeinen ein von allen Kaufleuten angestrebtes und ihrem Geschäftsverhalten zu Grunde gelegtes Ziel, das als solches keineswegs als anstößig, sondern vielmehr als legitimes Konkurrieren angesehen wird. Unter den Gegebenheiten eines Börsenmarktes, in welchem standardisierte Produkte nach schematisierten Regeln schnell und

⁴⁷ King/Roell, Economic Policy, S 163 ff; Schneider, BB 1993, 1429 ff; Schörner, Gesetzliches Insiderhandels-Verbot, S. 173 ff. Nach der principal-agent-Theorie über die Bewertung von Insiderinformationen ist der Emittent dazu berechtigt, dem Management die Nutzung von Insiderinformationen freizustellen, wobei diese Nutzungsmöglichkeit sogar als Bestandteil der Vergütung und als Leistungsanreiz angesehen werden kann (Manne, Insidertrading and the Stock Market, S. 110 ff; Schörner aaO, S. 211 ff; zur Kritik vgl. Schäfer aaO Rdn. 8.

⁴⁸ Schäfer aaO Rdn. 10; Assmann, AG 1994, 196 ff. 203 ff.; Grunewald, ZBB 1990, 128 ff 129; Horn, ZHR 1936 (1972), 369 ff. 390; Pfister, ZGR 1981, 318 ff. 341.

zu laufend sich ändernden Preisen umgeschlagen werden, der hinsichtlich der Güte seiner Preisbildung als Referenzmarkt in vielerlei Hinsicht dient, der vom Vertrauen derjenigen lebt, die bereit sind, in die dort notierten Unternehmen als Kapitalgeber langfristig zu investieren – unter diesen Gegebenheiten erscheint es jedenfalls als nicht hinnehmbar, dass einzelne Teilnehmer ihr privilegiertes Wissen zum eigenen Vorteil ausnutzen. Daher sollen Informationsasymmetrien möglichst vermieden werden.

Nach Annahme der EG-Insider-Richtlinie wurde den Anlegern eine darauf gerichtete Zusage gegeben, informationell gleich behandelt und vor unrechtmäßiger Verwendung von Insiderwissen geschützt zu werden. Dies geschieht nach der europarechtlichen Regelungsvorgabe durch unverzügliche Offenlegung der Insidertatsache. Insofern sind die Publizitätsbestimmungen, ist insbesondere die Vorschrift über die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG, ein insiderrichtlich wesentliches Instrument zur Herstellung von (relativer) Informationsgleichheit.⁵⁰

Daher wird das Regelungsbedürfnis des Insiderrechts und das Sanktionsbedürfnis bei Insiderrechtsverstößen überwiegend und mit Recht darin gesehen, dass der Insider einen Wissensvorsprung in unlauterer Weise und unter Beseitigung der Chancengleichheit der Marktteilnehmer ausnutzt, um (fast) risikolos Gewinne zu erzielen. Auf diese Weise wird, so die allgemeine Rechtsüberzeugung, das Anlegervertrauen in die Integrität der Kapitalmärkte erschüttert. Es ist daher nach der ganz herrschenden Meinung der Funktionsschutz der Kapitalmärkte das zentrale Regelungsziel der Insiderbestimmungen.⁵¹

d) Ob daneben auch der Schutz des einzelnen Anlegers als ein eigenständiges gesetzgeberisches Regelungsziel oder als bloßer Rechtsreflex erscheint, ist streitig.⁵²

Bejaht wird die Schutzfunktion gegenüber dem einzelnen Anleger von einem Teil der Literatur⁵³ mit der Begründung, Insidergeschäfte könnten nicht nur den Insider bevorteilen, son-

⁴⁹ Schäfer, aaO Rdn. 11.

⁵⁰ Dass sich diese auf die Bereichsöffentlichkeit der Marktteilnehmer und damit auf die Möglichkeit der Kenntniserlangung durch den Berufshandel beschränkt, ist eine gelegentlich kritisierte Besonderheit. Sie führt dazu, dass es Marktinsidern legaliter ermöglicht wird, ihren Wissensvorsprung vor dem breiten Anlegerpublikum in Handelsgewinne umzumünzen. Marktinsider sind daher die Nutznießer der Ad-hoc-Publizität und des Insiderhandelsverbots (*Schneider*, DB 1993, 1429 ff. 1430).

⁵¹ Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, BT-Drucksache 12/7918, S. 95; *Assmann/Schneider*, vor § 12 WpHG, Rdn. 43 a; *Caspari*, ZGR 1994, 530 ff. 532; *Grunewald*, ZBB 1990, 128, 129; *Immenga*, ZBB 1995, 196 ff. 205; *Kaiser*, WM 1997, 1557 ff. 1559; *Kümpel*, in: *Kümpel/Hammen/Ekkenga*, Kapitalmarktrecht, Loseblattsammlung, Kennziffer 065, S. 28, 29; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, 10.17; *Schäfer*, WpHG, vor § 12 Rdn. 15 ff.; *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, D. II. Rdn. 20 ff.; *Schwark/Schwark*, KMRK, vor § 12 WpHG, Rdn. 8.

⁵² Vgl. *Schäfer* aaO. Der Ausschluss von Schadensersatzansprüchen bei Verletzung der Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität, wie er in der früheren Fassung des § 15 Abs. 6 WpHG klarstellend aufgeführt war, wird zur Begründung für fehlenden Schutzgesetzcharakter im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB und damit für fehlende Anlegerschutzwirkung herangezogen (vgl. *Kümpel*, in: *Kümpel/Hammen/Ekkenga*, Kapitalmarktrecht, lose Blatt, Kennzahl 065, S. 31).

dem auch den Anleger benachteiligen, weil dieser ohne Kenntnis der negativen Informationen zu teuer kaufe oder ohne Kenntnis der positiven Nachricht zu billig verkaufe.⁵⁴

Gleichwohl scheiden Schadenersatzansprüche wegen fehlendem Rechtswidrigkeitszusammenhang aus, weil der Kontrahent des Insiders im Falle einer Enthaltung desselben zu den gleichen (Markt-)Bedingungen mit einem anderen Marktteilnehmer zum gleichen Preis kontrahiert hätte.⁵⁵

Zudem zeigt die flankierende Bestimmung des § 15 WpHG, dass ein Individualschutz vom Gesetzgeber nicht beabsichtigt ist.⁵⁶

Auch erfasst die Insiderregelung nur börsenzugelassene Wertpapiere, während bei Verfolgung einer Anlegerschutzfunktion durch den Gesetzgeber auch nicht börsenzugelassene Papiere hätten einbezogen werden müssen.⁵⁷

Richtig ist zwar, dass sich der Institutionenschutz des Kapitalmarktes und der Individualschutz des Anlegers als zwei Seiten ein und der selben Medaille darstellen⁵⁸ und eine untrennbare Verbindung zwischen einem effizienten Kapitalmarkt und den Interessen der Anleger besteht.⁵⁹ Dennoch wird der Anlegerschutz durch die Insiderbestimmungen in der Tat nur mittelbar bezweckt und nur als Schutz der Anleger in ihrer Gesamtheit.

Danach ist festzuhalten, dass die Insiderbestimmungen in erster Linie dem Schutz der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte und der Erhaltung des Anlegervertrauens dienen, weil der Anleger von einer chancengleichen Marktteilnahme ausgeht, die das einseitige Abschöpfen von Gewinnen, welche aus einem individuellen Wissensvorsprung Einzelner fließen, ausschließt. Das Verbot des Insiderhandels kommt nur mittelbar auch den Anlegern zu gute. Damit weisen das europäische und das deutsche Insiderrecht einen marktbezogenen Regelungsansatz auf.⁶⁰

2. Im Lichte dieses Schutzzwecks der Insiderregelungen ergibt sich für die teleologische Auslegung, dass Erwerbs- und Veräußerungsvorgänge, die sich ganz außerhalb derjenigen

⁵³ Assmann, AG, 1994, 196 ff. 204; Grunewald, ZBB 1990, 128 ff. 130; Tippach, WM 1993, 1269 ff. 1272.

⁵⁴ Die Einschränkung von Assmann aaO es fehle hinsichtlich der Schadensfeststellung regelmäßig an der Zuordenbarkeit der Börsengeschäfte, ist auf Grund der geänderten Ausführungspraxis der Börsengeschäftsabwicklung allerdings nicht mehr haltbar (zutreffend Kümpel, in: KümpelHammen/Ekkenga, aaO. Kennziffer 065, S. 30.)

⁵⁵ Assmann/Schneider, § 14 Rdn. 108; Schäfer, WpHG, vor § 12 Rdn. 2.

⁵⁶ § 15 Abs. 6 in seiner früheren Fassung schloss Schadenersatzansprüche ausdrücklich aus.

⁵⁷ Caspari, ZGR 1994, 530 ff. 534; Kümpel, in: KümpelHammen/Ekkenga, aaO, S. 31.

⁵⁸ Assmann, ZGR 1994, 494 ff 499; BUB/Irmen, Rdn. 7/671; Hopt, ZHR 159, 135 ff 159; Schimansky/Bunte/Lwowski/Hopt, Bankrechtshandbuch, § 107 Rdn. 4. Differenzierend Schwark aaO Rdn. 8, der von einer doppelten Zielsetzung spricht und zivilrechtliche Ausgleichsansprüche nicht pauschal verneinen will.

⁵⁹ Ebenso Assmann, ZGR 1994, 494 ff. 499; Hopt, ZHR 159 (1995), 135 ff, 159.

⁶⁰ Anders etwa das US-amerikanische Insiderrecht, das einen unternehmensbezogenen Ansatz verfolgt; Assmann/Schneider, WpHG, § 12 Rdn. 41 ff; Lenenbach/Lohrmann, RIW 1998, 115.

Märkte abspielen, in deren Funktionsfähigkeit Anlegervertrauen investiert ist, nicht erfasst werden.

Fließt Insiderwissen in ein privatrechtliches Face-to-face-Geschäft ein, so berührt dies die Chancengleichheit der Marktteilnehmer nicht. Dieser Vorgang stellt keine einseitige Ausnutzung eines Wissensvorsprungs zum eigenen Vorteil des Insiders dar, welcher dazu geeignet ist, die Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte zu beeinträchtigen. Dies ergibt sich daraus, dass die Wertpapiermärkte durch einen solchen Vorgang überhaupt nicht berührt werden. Denn der Vorgang spielt sich weder im börslichen noch im außerbörslichen Handel ab, noch sind Börsenhändler involviert; es wird dadurch kein Börsenpreis generiert und es wird auch nicht die Preisbildung für das Insiderpapiers im Börsenhandel potenziell (erheblich) beeinflusst. Der aktuelle Börsenpreis des Insiderpapiers wird bei derartigen Geschäftsabschlüssen nicht zu Grunde gelegt. Meist orientieren sie sich nur ganz grob an diesem. Entscheidend für die Höhe des Kaufpreises ist der subjektive Wert, den der Erwerber des Unternehmens bzw. des Unternehmensteils dem Zuerwerb für sich und seine unternehmerischen Absichten zubilligt, welche Synergieeffekte er dadurch beispielsweise mit der Eingliederung in einen bestehenden Konzern oder in eine Unternehmenskette erzielen kann. - Demgegenüber wird der Börsenpreis bekanntlich durch eine Vielzahl von anderen Faktoren und Einflüssen mitbestimmt und kann vom Wert des Unternehmens weit entfernen.

Die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung ist aber gerade dasjenige Tatbestandsmerkmal, das den Funktionenschutz am deutlichsten zum Ausdruck bringt. Darin besteht das maßgebliche Gefährdungspotenzial des Insiderhandels: Nur wenn das Insiderwissen die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung hat, ist der Funktionenschutz aus der Sicht der Anleger gefährdet. Insidertrading, das nicht zu einer erheblichen Kursveränderung auf den sensibel reagierenden Wertpapiermärkten führen kann, weil es dazu nicht geeignet ist, ist nicht tatbestandsmäßig. Der Funktionsschutz der Märkte wird durch einen solchen Vorgang nicht berührt.

So verhält es sich beim Abschluss eines privatrechtlichen Face-to-face-Geschäfts, das außerhalb aller etablierten Märkte ohne Einschaltung von Börsenhändlern unter Privatpersonen zu Konditionen stattfindet, die im Einzelnen zwischen ihnen ausgehandelt worden sind. Fließt in ein derartiges Geschäft Insiderwissen ein, so berührt dies die Preisbildung an den Börsenmärkten nicht. Eine einseitige Ausnutzung eines Wissensvorsprungs wird vom Anlegerpublikum in einem derartigen Vorgang nicht gesehen, wenn eine der Parteien dabei Insiderwissen ausnutzt.

Ausgehend davon, dass das Insiderrecht nur die der Emission von Wertpapieren dienenden Primärmärkte sowie die dem börslichen und außerbörslichen Handel dienenden Sekundär-

märkte schützt, ist daher anzunehmen, dass die Funktionsfähigkeit dieser institutionalisierten Märkte durch eine privatrechtliches Face-to-face-Geschäft nicht tangiert wird.

V. Teleologische Tatbestandsreduktionen

1. Nach der Gegenmeinung werden auch Face-to-face-Geschäfte im Allgemeinen von den Insiderbestimmungen erfasst.⁶¹ Dabei werden allerdings, soweit ersichtlich, immer marktbezogene Face-to-face-Geschäfte, insbesondere also außerbörsliche Geschäftsabschlüsse dieser Art gemeint.⁶² Meist wird dabei auch der Pakethandel als herausragendes Beispiel dieser Handelsform genannt und damit also die Beteiligung von Berufshändlern vorausgesetzt.⁶³ Zudem wird der Standpunkt vertreten, der deutsche Gesetzgeber habe von Art 2 Abs. 3 EG-Insider-Richtlinie keinen Gebrauch gemacht und Transaktionen ohne Beteiligung von Insidern nicht vom Anwendungsbereich der Insidervorschriften ausgeschlossen⁶⁴ – sodass also auch der privatrechtliche Abschluss von Face-to-face-Geschäften einzubeziehen wäre.

Auch von den Vertretern dieser Auffassung werden aber in erheblichem Umfang teleologische Reduktionen der Tatbestandsmerkmale des § 14 WpHG vorgenommen, um bei einzelnen Anwendungsproblemen angemessene Ergebnisse zu erreichen. Dabei handelt es sich vor allem um das Merkmal des Ausnutzens von Insiderkenntnis bei Transaktionsvorgängen und um das Merkmal der „unbefugten“ Mitteilung oder Empfehlung. Speziell beim Paketerwerb soll es zulässig (nicht „unbefugt“) sein, das Unternehmen betreffende Insidertatsachen dem Erwerbsinteressenten – sei es im Rahmen einer gestatteten Due Diligence, sei es außerhalb einer solchen - mitzuteilen. Die sich anschließende Transaktion stelle dann auch kein tatbestandsmäßiges „Ausnutzen“ von Insiderwissen mehr dar, da der Erwerber die Kenntnis auf Grund der in den Verhandlungen erfolgten befugten Mitteilung bereits legitim erlangt habe.

a) *Nach Schmidt-Diemitz*⁶⁵ ist auch der Pakethandel nicht von den Insiderhandelsvorschriften freigestellt. Es gebe dafür überhaupt keinen Grund; vielmehr sei im Einzelfall zu prüfen, ob die Tatbestandsmerkmale im Lichte der Besonderheiten des Pakethandels anwendbar seien.

⁶¹ Assmann, AG 1997, 50 ff. 55; Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1809; Schäfer, § 14 WpHG Rdn. 9.

⁶² Vgl. etwa Assmann, AG 1997, 50 ff. 55; Cramer, in Assmann/Cramer, WpHG, § 14 Rdn. 28, 29; Kaiser, WM 1997, 1537 ff 1538; Schmidt-Diemitz aaO.

⁶³ Cramer, in Assmann/Cramer aaO.

⁶⁴ Cramer, in Assmann/Cramer aaO Rdn 28.

⁶⁵ aaO 1809 ff.

Im Anschluss an *Kümpel*⁶⁶ wird dabei als Pakethandel der Handel einer größeren Stückzahl von Aktien außerhalb der Börse zwischen individualisierbaren Vertragsparteien angesehen. Somit bleibt offen, ob dies auch für den Fall des Paket- oder Beteiligungserwerbs ohne Handelsabsicht und ohne Einschaltung von Berufshändlern gelten soll (privatrechtliches Face-to-face-Geschäft).

Eine für den Erwerbsinteressenten positiv wirkenden Tatsache von erheblicher Kursrelevanz darf der Veräußerer nach *Schmidt-Diemitz*⁶⁷ offenbaren. Die Offenlegung erfolge nicht „unbefugt“, sondern im „normalen Rahmen der ... Geschäftsausübungstätigkeit“⁶⁸ eines Aktionärs, wenn dieser ein von ihm gehaltenes Aktienpaket wieder veräußere und dabei dem Interessenten Umstände offenbare, die für seine Kaufentscheidung von wesentlicher Bedeutung sein können.

Dies soll aber nur dann gelten, „wenn das gehandelte Aktienpaket mehr ist als die Summe der wirtschaftlichen Einzelwerte der zum Paket gehörenden Aktien, wenn also mit diesem Paket ein unternehmerischer Einfluss auf das Unternehmen verbunden ist.“⁶⁹

Durch die befugte Offenlegung der positiven Tatsache gegenüber dem Interessenten vermeide der Veräußerer auch einen Verstoß gegen das Ausnutzungsverbot beim anschließenden Geschäftsabschluss: Ein Ausnutzen liege nur vor, wenn jemand einen wirtschaftlichen Vorteil erlangt hat, den er nicht erlangen könnte, wenn die Tatsache öffentlich bekannt wäre. Wäre dies aber der Fall, so könnte der Veräußerer das gleiche Ergebnis erzielen, wie nach Offenlegung gegenüber dem Interessenten. Dass im Falle einer Veröffentlichung eine Erwerbchance der übrigen Aktionäre bestünde, die dadurch zunichte gemacht werde, falle nicht in den Schutzbereich des Insiderhandelsverbots. Die Funktionsfähigkeit der institutionalisierten Märkten werde durch ein Face-to-face-Geschäft der hier vorliegenden Art nicht tangiert.⁷⁰

Für die Offenlegung negativ wirkender Tatsachen könne sich aus dem Rechtsinstitut der culpa in contrahendo eine entsprechende Notwendigkeit ergeben, diejenigen Umstände offen zu legen, die für die Kaufentscheidung des Verhandlungspartners von wesentlicher Bedeutung sein können. Wenn diese Verpflichtung zur Offenlegung mit dem Weitergabeverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG kollidiere, so müsse ersterer der Vorrang eingeräumt werden, so dass die Offenlegung negativ wirkender Faktoren beim Face-to-face-Geschäft in jedem Fall in dem Umfang als befugt anzusehen sei, in dem diese nach allgemeinen vertragsrecht-

⁶⁶ Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, Rdn. 14.185.

⁶⁷ aaO 1809, 1810.

⁶⁸ BT-Drucks. 12/6679, S. 47.

⁶⁹ *Schmidt-Diemitz* aaO.

⁷⁰ *Schmidt-Diemitz* aaO; *Assmann*, AG 1994, 237 ff 246.

lichen Grundsätzen geboten sei. Auch dies soll aber nur für den Paketerwerb im oben genannten Sinne gelten.⁷¹

Damit gelangt der Autor auf dem Weg über eine tatbestandliche Restriktion der Merkmale der unbefugten Mitteilung und des Ausnutzen unter dem Blickwinkel der Besonderheiten des Erwerbs einer großen Anzahl von Insiderpapieren zu einer Bereichsausnahme, die nicht nur für das privatrechtliche Face-to-face-Geschäft, sondern auch für den außerbörslichen Paket-erwerb gilt.

b) *Schäfer*⁷² räumt durchaus ein, dass bei Face-to-face-Geschäften, die direkt zwischen Käufer und Verkäufer und nicht über die Börse abgeschlossen werden, die Anwendung der §§ 12 ff WpHG „nicht ganz zweifelsfrei“ erscheine, insbesondere „ob dies mit dem Gesetzeszweck des Schutzes des Vertrauens in die Insiderfreiheit des Kapitalmarktes vereinbar sei, da bei Face-to-face-Geschäften ein derartiges Vertrauen typischerweise nicht vorliegen dürfte.“ Doch werde bei Face-to-face-Geschäften, wenn es sich um einen Paketerwerb bzw. Unternehmens(teil-)kauf handele, das Vertrauensprinzip ohnehin von dem Grundsatz *caveat emptor* und den Regeln des Unternehmenskaufs ergänzt.

Es soll für den Paket- und Beteiligungserwerb mit der h.M. keine generelle Freistellung von den Insiderhandelsvorschriften erfolgen. Vielmehr sei eine fallgruppenorientierte Abwägung erforderlich.⁷³

Zu unterscheiden sei zunächst zwischen Insidertatsachen, die den Paket- oder Beteiligungserwerb als solchen betreffen und denjenigen, die im Zuge der Geschäftsverhandlungen auftreten. Erstere seien – mit der Gesetzesbegründung - als selbst geschaffene Insidertatsachen von deren Initiator sanktionslos umsetzbar.

Hinsichtlich der letzteren Fallgestaltung sei – in Übereinstimmung mit *Schmidt-Diemitz* – davon auszugehen, dass eine Offenlegung in der „normalen Geschäftsausübungstätigkeit“ eines Paketverkäufers erfolge und eine Ausnutzung nach erfolgter Offenlegung nicht mehr möglich sei.

b) *Weber*⁷⁴ nimmt an, dass bei privat oder im außerbörslichen Telefonhandel transferierten Werten eine Freistellung vom Insiderverbot gerechtfertigt sein könnte, da diese Transfers „nicht im Vertrauen auf die Funktion staatlich anerkannter Märkte erfolgt und insofern ein

⁷¹ *Schmidt-Diemitz* aaO, 1811. Zustimmend *Schäfer*, WpHG, § 14 Rdn. 62, 63; *Schwark/Schwark*, KMRK, § 14 WpHG, Rdn. 40.

⁷² AaO Rdn 62, 63.

⁷³ *Schäfer*, WpHG, § 14 Rdn. 23.

⁷⁴ BB 1995, 157 ff. 164.

besonderes Schutzbedürfnis entfällt“. Zwar seien diese Geschäfte von dem weiten Schutzbereich des Insiderverbots erfasst, doch sei dies „mit Blick auf die Schutzrichtung des Insiderverbots“ ... weder zwingend noch vom Schutzbedarf unwissender Marktteilnehmer gefordert „; es spreche daher trotz des eindeutig auf den Marktzugang abstellenden Gesetzestextes einiges dafür, „nur die an einem der drei deutschen Börsensegmente tatsächlich gehandelten Papiere dem Insiderrecht zu unterstellen und die im außerbörslichen Handel transferierten Werte grundsätzlich nicht zu erfassen.“⁷⁵

Diese an der Schutzrichtung des Insiderverbots orientierte Argumentation erscheint jedenfalls in Bezug auf private Geschäftsabschlüsse ohne Bezug zu einem der institutionalisierten Märkte im Ergebnis richtig – auch wenn eine detaillierte dogmatische Begründung fehlt.

d) *Assmann*⁷⁶ weist darauf hin, dass das Insiderrecht einen institutionellen Vorbehalt dahingehend enthalte, dass die Weitergabe oder das Zugänglichmachen von Insidertatsachen als befugt zu betrachten sei, wenn es zur Schaffung oder Aufrechterhaltung der Funktionsvoraussetzungen bestimmter Transaktionsformen oder rechtlicher Institute geboten ist.

Daher sei – mit der Gesetzesbegründung - bei Face-to-face-Geschäften kein verbotenes Ausnutzen einer Insidertatsache gegeben, wenn der Veräußerer offenkundig pflichtige Tatsachen dem Erwerbsinteressenten mitteilt oder wenn sich der Erwerber Unterlagen des Unternehmens vorlegen lässt und dadurch Kenntnis von Insidertatsachen erhält, die er ausschließlich im Zusammenhang mit dem konkreten Paketerwerb verwendet.⁷⁷ Dies soll allerdings auf die tatsächlichen Fälle eines Paketkaufs beschränkt sein, der „mehr ist als die Summe der wirtschaftlichen Einzelwerte der zum Paket gehörenden Aktien“⁷⁸, denn andernfalls sei der Veräußerer allenfalls zur Mitteilung der Insidertatsachen befugt, zu denen er unter dem Gesichtspunkt der culpa in contrahendo oder anderweitiger gesetzlicher Gesichtspunkte rechtlich verpflichtet sei. Was für den Paketerwerb gelte, müsse erst recht für den Kauf von Mehrheitsbeteiligungen oder den Unternehmenserwerb gelten.

Auch bei dieser Argumentation wird unterstellt, dass der Verkäufer des Pakets, einer Mehrheitsbeteiligung oder eines Unternehmens in toto deswegen nicht „unter Ausnutzung seiner Kenntnis von einer Insidertatsache“ veräußert, weil er diese dem Kaufinteressenten gegenüber offen legt. Dies erscheint als eine rechtliche Hilfskonstruktion, zu der in der Erkenntnis gegriffen wird, § 14 WpHG passe eben nicht für das Face-to-face Geschäft. Denn die Offenlegung gegenüber dem anderen Vertragsteil genügt im Insiderrecht gerade nicht; vielmehr büßt eine Insidertatsache diese Qualität nur dadurch ein, dass sie zu einer „öffentlich be-

⁷⁵ *Weber* aaO 165; so auch *Claussen*, DB 1994 27ff. 30ff.

⁷⁶ *Assmann/Cramer/Schneider*, WpHG, § 14 Rdn. 88e.

⁷⁷ *Assmann/Cramer/Schneider*, aaO Rdn 56.

kannten Tatsache“ wird (vgl. § 13 Abs. 1 WpHG) – und dies setzt mindestens die Herstellung der sogenannten Bereichsöffentlichkeit voraus.

e) Bei Übernahmeangeboten, mit denen der Erwerb einer bedeutenden Beteiligung an einem Zielunternehmen angestrebt wird, ist es nach h. M. zulässig, dass Organmitglieder der Zielgesellschaft, die in Bezug auf den Übernahmeplan Insiderwissen haben und damit Primärinsider sind, dazu berechtigt sind, entgegen dem grundsätzlich bestehenden Mitteilungsverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG Mitteilungen über die geschäftlichen Verhältnisse der Zielgesellschaft zu machen.⁷⁹ Hierbei sei wiederum eine Abwägung vorzunehmen zwischen den Informationsinteresse der Übernahmewilligen und dem Geheimhaltungsinteresse der Zielgesellschaft. § 404 AktG stehe derartigen Mitteilungen jedenfalls dann nicht entgegen, wenn das objektive Interesse der Zielgesellschaft die Weitergabe fordere – was bereits dann zu bejahen sei, wenn dem Unternehmen Schäden drohen, weil der durch den Unternehmenskauf enttäuschte Hauptaktionär zu Maßnahmen greifen könnte, die seine enttäuschten Erwartungen zu korrigieren versuchen.⁸⁰ Die Mitteilung erfolge nicht „unbefugt“ im Sinne des Vorfeldtatbestandes des § 14 Nr. 2 WpHG, wenn sich der Mitteilende im normalen Rahmen seiner Aufgabenerfüllung dabei bewege.⁸¹ Dieses Merkmal sei durch eine Interessenabwägung oder durch teleologische Reduktion einzugrenzen.⁸²

Die Begründung wird darin gesehen, dass „sich die fragliche Informationsweitergabe regelmäßig nur auf das Ob und Wie des Kaufs (etwa den Preis des in Frage stehenden Aktienpakets) bezieht und auswirkt“ und „von der Weitergabe der Insiderinformation auch keine Kursbewegungen zu Lasten der anderen Aktionäre oder Sondervorteile für den Erwerber auf Kosten der übrigen Aktionäre ausgehen.“ Zudem habe der Erwerber ein schützenswertes Interesse an den Informationen. Es könne dabei keine Rolle spielen, dass der Halter des Pakets mit dem Informanten nicht identisch sei.⁸³

Nach anderer Ansicht darf auf der Veräußererseite nicht vorhandenes Insiderwissen nicht vom Vorstand der Zielgesellschaft offenbart werden, der über dieses Wissen verfügt. Wohl aber darf der Vorstand nach Abwägung der damit verbundenen Interessen und Gefahren eine Due-diligence-Prüfung des Erwerbsinteressenten erlauben, wenn es um den Erwerb einer unternehmerischen Mehrheitsbeteiligung und nicht nur um eine Finanzanlage geht.⁸⁴

⁷⁸ Formulierung von *Schmidt-Diemitz* aaO 1810.

⁷⁹ *Assmann/Cramer/Schneider*, WpHG, § 14 Rdn. 88b, c; *Roschmann/Frey*, AG 1996, 543; wohl auch *Schmidt/Diemitz*, aaO; *Götz*, DB 1995, 1950.

⁸⁰ *Assmann/Cramer/Schneider*, aaO. Rdn. 88b.

⁸¹ *Schroeder*, DB 1997, 2161 ff 2165.

⁸² *Roschmann/Frey*, AG 1996, 449 ff 453 (Fn. 6).

⁸³ *Assmann/Cramer/Schneider*, aaO.

⁸⁴ *Schäfer*, WpHG, § 14 Rdn. 64; *Bihr*, BB 1998, 1201; *Schroeder*, DB 1997, 2161 ff 2163.

Sind der Halter des Pakets und der Träger der Information identisch, so bestehe aus culpa in contrahendo hinsichtlich negativer Tatsachen sogar eine Verpflichtung zur vorvertraglichen Aufklärung des Kaufinteressenten, was zumindest bei der Abwägung über die Befugnis zur Weitergabe der Informationen zu berücksichtigen sei.

Nach erlaubter oder gar gebotener Offenlegung seines Insiderwissens in den Verhandlungen über den Paketverkauf könne der Paketverkäufer dieses durch den anschließenden Verkauf nicht mehr ausnutzen.

Dies alles soll aber nur bei Erwerb einer bedeutenden Beteiligung gelten bzw. bei Paketerwerb - wobei eingeräumt wird, dass es dafür an gesetzlich festgelegten Begriffen fehlt.

C.

Im Ergebnis ist somit folgendes festzuhalten:

Die h.M. lehnt es ohne nähere Begründung ab, den privatrechtlichen Paketerwerb vom Anwendungsbereich des WpHG auszunehmen. Sie misst dabei der Formulierung in § 1 WpHG zum Anwendungsbereich des Gesetzes ohne einleuchtenden Grund keine besondere Bedeutung bei.

Über den Schutzzweck der Vorschriften über den Insiderhandel (Schutz der Funktionsfähigkeit der institutionalisierten Wertpapiermärkte) besteht zwar umfassendes Einvernehmen, doch wird von der h.M. eine generelle teleologische Reduktion der Insiderverbote bei privatrechtlichen Face-to-face-Geschäften unter diesem Gesichtspunkt nicht ersichtlich in Betracht gezogen.

Statt dessen werden im Bereich der Tatbestandsmerkmale des § 14 WpHG an Hand einer „fallgruppenorientierten Abwägung“ bzw. auf Grund der Annahme eines „institutionellen Vorbehalts“ u.a. für den Paket- und Beteiligungserwerb und für Übernahmeangebote Anwendungsausnahmen sowohl für den außerbörslichen Handel als auch für den Privaterwerb gemacht, um diese anerkannten Geschäftsformen frei von Beschränkungen durch die insiderrechtlichen Weitergabe- und Handelsverbote zu halten.

Für den rein privatrechtlichen Beteiligungserwerb muss aber zu diesen Methoden und Konstruktionen schon deswegen nicht gegriffen werden, weil bereits die anerkannten Möglichkeiten der Gesetzesauslegung schlüssig und überzeugend zu dem gleichen Ergebnis führen.

In § 1 WpHG hat der Gesetzgeber zum Ausdruck gebracht, dass er den dort geregelten Anwendungsbereich des Gesetzes entsprechend der grundsätzlichen Vorgabe der EG-Insider-Richtlinie auf die Fälle der Veräußerung und des Erwerbs von Wertpapieren beschränkt hat, die sich „unter Einschaltung eines Berufshändlers“ vollziehen.

Eine am allgemein anerkannten Gesetzeszweck des Insiderrechts ausgerichtete Interpretation bekräftigt dieses Ergebnis. Der Schutz des Anlegervertrauens in die Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte bezieht sich nur auf diejenigen Erwerbs- und Veräußerungsvorgänge, die sich auf den etablierten Märkten abspielen. Dazu gehört auf Grund der gesetzlich vorgegebenen relativ weiten Betrachtungsweise auch der außerbörsliche Handel unter Finanzintermediären, nicht aber das rein privatrechtliche Face-to-face-Geschäft, das außerhalb eines Marktes von Privaten abgeschlossen wird.

06.08.2004/Dr. Schlüter