



Internationale Göttinger Reihe

Herausgeber: J.-P. Cuvillier

RECHTSWISSENSCHAFTEN

Sebastian Raab

**Die Durchsetzung der Marktmissbrauchs-
verbote in Deutschland und den USA**

Band 16



Cuvillier Verlag Göttingen
Internationaler wissenschaftlicher Fachverlag

Sebastian Raab

**Die Durchsetzung der
Marktmissbrauchsverbote
in Deutschland und den USA**



Cuvillier Verlag Göttingen

Internationaler wissenschaftlicher Fachverlag

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

1. Aufl. - Göttingen : Cuvillier, 2009
Zugl.: Göttingen, Univ., Diss., 2009

978-3-86955-172-2

© CUVILLIER VERLAG, Göttingen 2009
Nonnenstieg 8, 37075 Göttingen
Telefon: 0551-54724-0
Telefax: 0551-54724-21
www.cuvillier.de

Alle Rechte vorbehalten. Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, das Buch oder Teile daraus auf fotomechanischem Weg (Fotokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen.

1. Auflage, 2009
Gedruckt auf säurefreiem Papier

978-3-86955-172-2

Meinem Vater

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2008 von der Juristischen Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur konnten bis September 2009 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt Herrn Professor Dr. Gerald Spindler, der mir die Anfertigung dieser Arbeit erst ermöglichte und mir jederzeit mit seinem Rat zur Seite stand. Ebenso möchte ich mich bei Herrn Professor Dr. Alexander Bruns für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens bedanken.

Ferner danke ich Herrn Dipl. jur. Julius Raapke für seine unermüdliche Unterstützung bei der Literaturbeschaffung und seine wertvollen Anregungen bei der Erstellung der Arbeit.

Mein persönlicher Dank gilt meinen Eltern sowie meiner Tante Frau Mareile Stanjek und ihrem Mann Herrn Gerhard Jochum, ohne deren moralische und finanzielle Unterstützung ich die Arbeit nicht hätte abschließen können. Ebenfalls sehr zu Dank verpflichtet bin ich meiner Freundin Frau Anne Wöhrmann für die abschließenden Korrekturen, die sie so gewissenhaft und mit geradezu stoischer Ruhe durchgeführt hat. Auch die von ihr vorgeschlagenen Verbesserungen bei Ausdruck und Formulierung habe ich gerne übernommen.

Hamburg, im Dezember 2009

Sebastian Raab

Einleitung	1
1. Kapitel: Marktmissbrauch und Marktaufsicht	3
A. Begriff des Marktmissbrauchs	3
I. Insiderhandel	3
II. Kurs- und Marktpreismanipulation	4
III. Gesetzgeberische Reaktionen	6
1. Insiderhandelsverbot, § 14 WpHG	6
a) Insider.....	7
b) Insiderpapier.....	8
c) Insiderinformation.....	9
d) Verwendung und Weitergabe von Insiderinformationen	10
e) Zivilrechtliche Haftung des Insiders.....	11
aa) Culpa in contrahendo	12
bb) Positive Vertragsverletzung.....	13
cc) Deliktische Ansprüche.....	14
(1) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 14 WpHG.....	15
(2) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. §§ 31 Abs. 1 Nr. 1, 31c Abs. 1 Nr. 5 WpHG.....	15
(3) § 826 BGB	17
(a) Frontrunning	17
(b) Insiderhandel bei Börsengeschäften	18
(c) Insiderhandel bei face-to-face-Geschäften	19
2. Manipulationsverbot, § 20a WpHG.....	20
a) § 88 BörsG a.F.	21
b) Die Neuregelung des Manipulationsverbotes in § 20a WpHG	24
aa) Sachlicher Anwendungsbereich des § 20a WpHG.....	24
bb) Manipulationshandlungen gemäß § 20a Abs. 1 WpHG.....	25
cc) Objektive Eignung zur Preiseinwirkung statt Einwirkungsabsicht.....	29
c) Zivilrechtliche Haftung des Manipulators	29
aa) §§ 37b, 37c WpHG	29
(1) Haftung für informationsgestützte Manipulationen	30
(2) Ausschließliche Haftung des Emittenten.....	31
(3) Kausalität	31
(4) Schaden.....	35
bb) § 826 BGB	35

(1) Sittenwidrigkeit und Vorsatz	36
(2) Kausalität	38
(3) Schaden	39
cc) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 20a WpHG	39
B. Die Notwendigkeit staatlicher Überwachung	42
I. Aufsicht und Überwachung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes ..	43
II. Die Mängel der freiwilligen Insiderüberwachung	45
III. Institutionelle Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte.....	46
IV. Rechtsökonomische Gründe für eine staatliche Aufsicht.....	48
V. Anlegerschutz als Rechtsreflex	50
1. Begriff des Anlegerschutzes	51
2. Kein staatlicher Schutz von Individualinteressen	53
3. Unterlassene private Durchsetzung mangels wirtschaftlicher Anreize	54
4. Ausgleich des Informationsdefizits durch staatliche Überwachung	55
2. Kapitel: Die deutsche Wertpapieraufsicht	57
A. Das Erfordernis einer zentralen Marktaufsichtsbehörde.....	57
B. Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe)	58
I. Vorgaben des Europäischen Gemeinschaftsrechts	58
II. Absage an eine zentrale EG-Aufsichtsbehörde.....	60
III. Verfassungsbedingte Aufsplitterung der Marktaufsicht.....	61
C. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).....	64
I. Rechtsstellung und Anstaltsträger.....	64
II. Aufbau, Organisation und Finanzierung	65
III. Zuständigkeit in Fällen des Marktmissbrauchs	68
IV. Weitere Aufgaben im Bereich der Wertpapieraufsicht.....	69
1. Kontrolle der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG	69
2. Überwachung der Veröffentlichungen und Mitteilungen nach § 15a WpHG (Director's Dealings)	70
3. Überwachung der Veröffentlichungen und Mitteilungen nach § 21 WpHG (Veränderung von Stimmrechtsanteilen)	71
4. Aufsicht über die Einhaltung von Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach §§ 31 ff. WpHG.....	72
5. Prüfung von Wertpapierverkaufsprospekten nach § 21 WpPG.....	73
6. Überwachung von Unternehmensübernahmen nach §§ 4 ff., 40 WpÜG	76

7. Internationale Zusammenarbeit	78
3. Kapitel: Die Durchsetzung der Verbote nach § 14 und § 20a WpHG	81
A. Allgemeine Daten- und Informationssammlung.....	82
I. Meldepflicht für sämtliche Geschäfte, § 9 WpHG	82
1. Meldepflichtige Personen	83
2. Meldepflichtige Geschäfte	84
3. Meldepflichtige Daten.....	86
4. Meldeverfahren	87
5. Überwachung und Prüfung der Meldepflicht	89
II. Mitteilungspflicht für Insiderinformationen, § 15 Abs. 4 S. 1 Nr. 3 WpHG	90
1. Veröffentlichungs- und mitteilungspflichtige Personen.....	90
2. Veröffentlichungs- und mitteilungspflichtige Informationen.....	92
3. Veröffentlichungs- und Mitteilungsverfahren	93
a) Mitteilungen nach § 15 Abs. 4 S. 1 Nr. 3 WpHG.....	93
b) Veröffentlichungen nach § 15 Abs. 1 und 2 S. 2 WpHG	95
c) Aufschiebung der Veröffentlichung, § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG	96
aa) Neuregelung durch das AnSVG	96
bb) Gestreckte Sachverhalte – Die Rechtsprechung im Fall „DaimlerChrysler/Schrempp-Rücktritt“	100
cc) Auswirkungen auf die Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG	102
4. Überwachung und Sanktionen	103
a) Überwachung durch die BaFin	103
b) Sanktionen.....	106
aa) Ordnungswidrigkeiten und Straftaten.....	106
bb) Zivilrechtliche Sanktionen	108
III. Mitteilungen Dritter	109
1. Anzeige durch Verbraucher	109
2. Anzeigepflicht für Marktteilnehmer, § 10 Abs. 1 WpHG	110
3. Unterrichtung durch Handelsüberwachungsstellen, § 4 Abs. 5 S. 5 BörsG	112
4. Unterrichtung durch ausländische Aufsichtsbehörden, Artikel 16 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie	113
IV. Mitteilungspflicht für directors’ dealings, § 15a Abs. 1 WpHG	114
V. Sonstige Informationsquellen	116
B. Untersuchung von Verdachtsfällen, § 4 Abs. 3 WpHG.....	116

I. Anhaltspunkte als Eingriffsvoraussetzung.....	117
II. Befugnisauslösende Anhaltspunkte	118
1. Unnatürliche Kurs- und Umsatzentwicklung	119
2. Ad-hoc-Mitteilungen.....	120
3. Anzeigen von Privatpersonen	121
4. Anzeigen von Marktteilnehmern nach § 10 WpHG	122
5. Erkenntnisse der Handelsüberwachungsstellen nach § 4 Abs. 5 BörsG	122
III. Untersuchungsbefugnisse der Bundesanstalt.....	123
1. Befugnisse gegenüber „jedermann“ gemäß § 4 Abs. 3 WpHG.....	123
2. Erteilung von Auskünften, § 4 Abs. 3 WpHG.....	125
3. Vorlage von Unterlagen	127
4. Nachschau beim Auskunftspflichtigen nach § 4 Abs. 4 WpHG	127
5. Ladung und Vernehmung von Auskunftspflichtigen, § 4 Abs. 3 WpHG	128
6. Auskunfts- und Aussageverweigerungsrechte.....	129
7. Verschwiegenheitspflicht der Beteiligten, § 4 Abs. 8 WpHG.....	130
IV. Anzeige an die Staatsanwaltschaft.....	131
C. Die Durchsetzung zivilrechtlicher Ansprüche	132
I. Darlegungs- und Beweislast des Anlegers.....	132
II. KapMuG.....	133
III. Auskunftsansprüche gegenüber der BaFin	135
1. Verwaltungsrechtlicher Auskunftsanspruch	135
2. Strafprozessualer Auskunftsanspruch	135
3. Auskunftsanspruch nach § 1 IFG.....	137
4. Kapitel: Überwachung und Sanktionierung durch die SEC	141
A. Organisation und Kompetenzen der Securities and Exchange Commission.....	141
I. Organisation	141
1. Division of Corporation Finance	142
2. Division of Market Regulation	143
3. Division of Investment Management.....	144
4. Division of Enforcement.....	144
5. Offices	145
II. Verordnungskompetenz	146
III. Untersuchungskompetenz	148
IV. SEC-Untersuchungen auf internationaler Ebene	149

V. Verfahren und Sanktionen	152
1. Verwaltungsverfahren (Administrative procedure)	152
2. Zivilrechtliche Verfahren	153
3. Strafverfahren	155
B. Die Untersuchung von Gesetzesverstößen	156
I. Das Marktmissbrauchs-Verbot nach US-amerikanischem Recht	156
1. Insiderhandel	156
2. Kurs- und Marktpreismanipulation	158
II. Informelle Ermittlungen	159
III. Formelle Ermittlungen	161
1. Allgemeines	161
2. Die Durchsetzung von Zwangsmaßnahmen	163
a) Allgemeines	163
b) Antragsrwiderrung und Durchsetzung im Schnellverfahren	165
c) Anforderungen	165
3. Ermittlungstechniken	166
IV. Zusammenarbeit mit anderen Behörden	169
1. Herausgabe von Ermittlungsakten	169
2. Zugang zu Ermittlungsergebnissen der Staatsanwaltschaft	170
V. Abschluss der Ermittlungen	172
1. Empfehlungen an die Kommission	172
2. Wells Submissions	173
VI. Öffentlicher Zugang zu Untersuchungsergebnissen	174
1. Freedom of Information Act	174
2. Veröffentlichung von Wells Submissions	176
a) Während der Anhängigkeit einer Untersuchung bzw. einer Klage	176
b) Nach Abschluss etwaiger Verfahren	176
c) Stellungnahmen unbeteiligter Personen	177
d) Verwendung von Wells Submissions in nachfolgenden Gerichtsverfahren	177
VII. Zivilrechtliche Haftung	177
1. SEC Rule 10b-5	177
a) Misrepresentation or Omission	178
b) Wesentlichkeit	180
c) In Verbindung mit einem Wertpapierkauf oder -verkauf	180
d) Vorsatz oder „rücksichtsloses Verhalten“	181
e) Reliance und Causation	182

f) Umfang des Schadensersatzes	183
2. Section 20A SEA 1934	184
a) Privatklagerecht des Contemporaneous Trader gegen den Insider.....	184
b) Definition des Begriffs „Contemporaneous“	185
c) Wertpapiere derselben Klasse.....	186
C. Der Schutz des Auskunftspflichtigen.....	187
I. Der Zeugenstatus des Auskunftspflichtigen	187
II. Journalist’s Privilege.....	187
III. Schutz der Privatsphäre.....	188
IV. Selbstbelastungsfreiheit	189
1. Geltendmachung	189
2. Geltungsbereich	190
3. Auswirkungen	190
4. Immunität	191
V. Beachtung strafprozessualer Grundsätze in parallelen Verfahren.....	192
1. Allgemeines.....	192
2. Vorübergehende Aussetzung paralleler Verfahren.....	193
VI. Vertraulichkeit des Anwalt-Mandanten-Verhältnisses.....	195
VII. Die Work-Product-Doktrin	196
VIII. Schutz interner Revisions-Berichte.....	197
IX. Privacy Act of 1974	199
X. Right to Financial Privacy Act of 1978	200
1. Einsichtnahme in Finanzdaten	200
2. Anfechtungsklage des Kunden	202
3. Ausnahme von der Mitteilungspflicht nach § 21 (h) SEA	202
XI. Electronic Communications Privacy Act of 1986	204
XII. Einkommenssteuererklärungen und Section 6103 Internal Revenue Code	205

**Fünftes Kapitel: Erkenntnisse für die Durchsetzung der
Marktmissbrauchsverbote in Deutschland..... 207**

A. Effizientere Überwachung des Kapitalmarktes durch amerikanische Methodik?	207
I. Indirekte Überwachung des Marktes durch die SEC.....	207
II. Fazit.....	209
B. Effizientere Verfolgung von Marktmissbrauch durch amerikanische Ermittlungsbefugnisse?	211

I. Die Rechtsstellung des Auskunftspflichtigen	211
II. Auskunft, Nachschau und Vorlage von Unterlagen	212
III. Fazit	213
C. Gerichtliche Verfahren und Sanktionen.....	214
I. Sanktionen.....	214
II. Zusammenarbeit mit Strafverfolgungsbehörden.....	215
III. Zivilrechtliche Haftung	216
IV. Fazit.....	217

Einleitung

Insiderhandel und Kurs- bzw. Marktpreismanipulation sind so alt wie die Kapitalmärkte selbst. Trotzdem ist in Deutschland erst vor 13 Jahren mit dem Wertpapierhandelsgesetz ein Gesetz entstanden, mit dem eine ebenfalls neu geschaffene Aufsichtsbehörde wirksam gegen Insiderhandel vorgehen konnte. Das Ausnutzen exklusiver Informationen war bis dahin nicht strafbar und bestenfalls moralisch bedenklich. Dagegen existiert der Straftatbestand der Kursmanipulation zwar schon über einhundert Jahre, die Ausgestaltung der Norm war jedoch dermaßen unausgereift, dass an eine effiziente Aufdeckung und Verfolgung von Verstößen nicht zu denken war.

Die seit nunmehr dreizehn Jahren anhaltende Reform der betroffenen Vorschriften geht größtenteils auf Richtlinien des europäischen Gesetzgebers zurück. Die EG-Insiderrichtlinie und die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie ermöglichten es den Mitgliedstaaten erstmalig, aus Marktmissbrauch eine Straftat zu machen und eine Verfolgung durch staatliche Aufsichtsbehörden vorzusehen.¹

Der deutsche Gesetzgeber hatte bei der Umsetzung der EG-Richtlinien immer wieder den Anlegerschutz als Regelungsziel betont.² Dass insbesondere Privatanleger regelmäßig Opfer von Marktmissbrauch durch andere Marktteilnehmer wurden, war Mitte der Neunziger Jahre kein Geheimnis mehr. Gleichwohl profitiert der Anleger nur indirekt von den vielen Änderungen in den letzten Jahren, weil der Gesetzgeber Anlegerschutz weniger als individuellen Verbraucherschutz versteht, sondern eher als einen Reflex auf eine konsequente staatliche Durchsetzung der Marktmissbrauchsverbote.

Die Gesetzgebung um die Tatbestände des Marktmissbrauchs herum wurde dann auch hauptsächlich auf staatliche Verfolgung und Sanktionierung ausgerichtet. Der Nutzen entsteht für den Anleger dadurch, dass er gar nicht erst Opfer von Marktmissbrauch wird, weil sich potentielle Täter durch Strafandrohung und konsequente Verfolgung durch die Aufsichtsbehörden abschrecken lassen. Individuelle Schadensersatzansprüche, mit denen der Anleger verlorenes Geld von den Urhebern der Täuschungen erstreiten könnte, sind dagegen nach wie vor die Ausnahme.

¹ Art. 13 der Insiderrichtlinie, EG-Abl. Nr. L 334 vom 18.11.1989 S. 0030-0032; Art. 14 der Marktmissbrauchsrichtlinie EG-Abl. Nr. L 96/16 vom 28.1.2003.

² RegE zum 2. FFG, BT-Drucks. Nr. 12/6679 vom 27.1.1994, S. 1; RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017 vom 18.1.2002, S. 1; RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174 vom 24.5.2004, S. 1.

Im Zentrum der Bekämpfung von Marktmissbrauch steht die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, der in § 4 Abs. 2 WpHG Aufgabe zugewiesen wurde, über die Ge- und Verbote des Wertpapierhandelsgesetzes zu wachen. Um diese Aufgabe effizient erfüllen zu können, muss die Bundesanstalt von etwaigen Verstößen Kenntnis erlangen und ggf. Nachforschungen anstellen. Die Befugnisse, die der Bundesanstalt dafür an die Hand gegeben wurden, waren in der Vergangenheit häufig Gegenstand von Gesetzesänderungen. Das Wertpapierhandelsgesetz enthielt in § 16 WpHG a.F. zunächst nur solche Bestimmungen, die der Bundesanstalt die Aufdeckung und Verfolgung von Insiderhandel ermöglichten. Die Vorschrift musste in der Folgezeit fast im Drei-Jahres-Turnus an die neuen europäischen Vorgaben angepasst werden, ehe sie 2004 in der Generalnorm § 4 WpHG aufging.³ Ähnlich erging es auch der „Schwestervorschrift“ des § 20b WpHG a.F., die der Gesetzgeber in Vorgriff auf die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie zur Durchsetzung des neuen Manipulationsverbotes in das Wertpapierhandelsgesetz eingefügt hatte.⁴

Die nunmehr gültige zentrale Befugnisnorm des § 4 WpHG ist aber letztlich mehr als nur eine Zusammenfassung der bisherigen einzelnen Befugnisnormen des Wertpapierhandelsgesetzes. Zudem hat der Gesetzgeber die Mitteilungspflichten der Marktteilnehmer und Emittenten von Finanzinstrumenten immer wieder verschärft und erweitert.⁵ Im Idealfall entsteht daraus eine Abfolge von Aktionen und Reaktionen, an deren Ende die zeitnahe Aufdeckung des Verstoßes und die Überführung des Täters stehen.

Die vorliegende Arbeit beleuchtet die Entwicklung bei der Bekämpfung von Marktmissbrauch bis zum heutigen Tag. Dabei werden insbesondere Möglichkeiten zur Informationsbeschaffung erörtert, die sich nunmehr für die Bundesanstalt ergeben. Anhand eines Vergleichs mit der *Securities and Exchange Commission* wird verdeutlicht, dass trotz einer gewissen Annäherung an das amerikanische Aufsichtsrecht, bestimmte Unterschiede geblieben sind. Die weitere Angleichung wäre in einigen Fällen für den deutschen Kapitalmarkt vorteilhaft. Andere Methoden wiederum stellen keine Verbesserung der hierzulande gültigen Vorschriften dar oder sind mit dem deutschen Recht schlichtweg nicht vereinbar.

³ RegE zum EG-Richtlinien-Umsetzungsgesetz, BT- Drucks. 13/7142 vom 6.3.1997, S. 108; RegE zum 3. FFG, BT-Drucks. 13/8933 vom 6.11.1997, S. 93; RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017 vom 18.1.2002, S. 88; RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174 vom 24.5.2004, S. 29.

⁴ RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017 vom 18.1.2002, S. 90.

⁵ So etwa die neu geschaffene Anzeige von Verdachtsfällen in § 10 WpHG.

1. Kapitel: Marktmissbrauch und Marktaufsicht

A. Begriff des Marktmissbrauchs

Marktmissbrauch versteht sich als eine unangemessene Benachteiligung von Anlegern, indem andere Personen Informationen, die nicht öffentlich zugänglich sind, zu ihrem Vorteil oder zum Vorteil Dritter nutzen, verzerrend auf die Bildung des Kurses von Finanzinstrumenten einwirken oder falsche oder irreführende Informationen verbreitet haben.⁶ Kurz gesagt: Marktmissbrauch ist die Zusammenfassung der Tatbestände des Insiderhandels und der Kurs- und Marktpreismanipulation.

I. Insiderhandel

Insiderhandel ist der Kauf oder Verkauf von an organisierten Märkten zugelassenen Wertpapieren oder deren Derivaten durch Personen, die aufgrund ihrer Stellung in oder zu einem Unternehmen oder aufgrund anderweitiger Nähe zum Kapitalmarkt über Informationsvorsprünge verfügen und diese vor dem öffentlichen Bekanntwerden ausnutzen.

Es besteht kein Grund zur Hoffnung, dass der hier gebildete Begriff des Insiderhandels von Dauer sein wird. Den Definitionen in diesem Bereich ist gemein, dass sie im Laufe der Zeit immer umfangreicher werden und dennoch vergänglich bleiben. Das sich fortwährend wandelnde Kapitalmarktrecht spielt dabei nur mittelbar eine Rolle. Vielmehr ist es die sich stetig verändernde Praxis an den Kapitalmärkten – und zwar sowohl die legale als auch die illegale – die durch die Schöpfung von neuen Handelsobjekten und Vertriebswegen althergebrachte Erkenntnisse und Vorstellungen hinfällig werden lässt. Die der vorstehenden Begriffsbestimmung zugrunde liegende Definition von *Samm*⁷ beschränkte sich noch ausschließlich auf den Handel mit Wertpapieren. Dem entsprach insbesondere die Auffassung, dass Insidergeschäfte außerhalb des Aktienmarktes nur von rudimentärer Bedeutung seien.⁸ Dass es heute eine Vielzahl von handelbaren Instrumenten gibt, die sich auf den Kurs von Aktien beziehen, ohne selbst welche zu sein, hat man vor dreißig Jahren nicht vorausgesehen. Hinzu kommt, dass der einsetzende Börsenboom gegen Ende des letzten Jahrhunderts das Spektrum potentieller Insider erheblich erweitert hat. Nunmehr verfügen auch Wirtschafts-

⁶ EG-Abl. Nr. C 240 vom 28.08.2001, S. 0265-0271 (Einleitende Begründung zum Kommissionsvorschlag, S. 2).

⁷ Börsenrecht, S. 137.

⁸ Schwark, ZGR 1976, S. 272 (303).

journalisten über exklusive und kursrelevante Informationen,⁹ selbst wenn es nur die eigenen Empfehlungen sind, die sie wöchentlich über die Medien einem breiten Publikum zugänglich machen. Gleiches gilt für Banken und Rechtsanwälte. Deren zunehmende Bedeutung bei der Begleitung von Wertpapieremissionen oder Unternehmenskäufen (*mergers*) lässt auch sie zu Insidern werden, ohne dass sie womöglich in den Entscheidungsprozess beim Emittenten eingebunden sind.

II. Kurs- und Marktpreismanipulation

Ausgehend von einem weiten Manipulationsbegriff handelt es sich bei der Kurs- und Marktpreismanipulation um jene Praktiken, die einen Preis herbeiführen, der nicht demjenigen entspricht, der durch das unbeeinflusste Zusammenwirken von Angebot und Nachfrage entstehen würde.¹⁰

Die Verwendung des weiten Manipulationsbegriffs ist in zweierlei Hinsicht vorteilhaft. Zum einen schließt der weite Manipulationsbegriff Maßnahmen zur Kurspflege vom Tatbestand der Kursmanipulation aus, zum anderen verzichtet er auf eine besondere Erfolgs- oder Zielvorstellung beim Täter. Bei der Kurspflege dient die gezielte Einwirkung auf den Börsenkurs eines Wertpapiers dazu, Zufallsschwankungen zu vermeiden, die nicht durch die aktuelle Geschäftslage des Emittenten oder die aktuelle Marktentwicklung begründet sind.¹¹ Zweck der Kursstabilisierung ist es demnach, künstliche Preisentwicklungen zu unterbinden statt hervorzurufen. Folgerichtig hat sich auch der Gesetzgeber dazu entschieden, Maßnahmen zur Kursstabilisierung unter bestimmten Voraussetzungen zu erlauben.¹²

Der Verzicht auf die überschießende Innentendenz in Form einer Einwirkungsabsicht führt dazu, dass der Wille des Täters nicht gezielt darauf gerichtet sein muss, durch sein Verhalten den Börsen- oder Marktpreis zu beeinflussen. So werden auch Handlungen erfasst, bei denen die Einflussnahme auf Kurse oder Preise nur eine akzeptierte Begleiterscheinung ist. Der Gesetzgeber hat mit dem Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes den Tatbestand der Kurs- und Marktpreismanipulation weitgehend dem weiten Manipulationsbegriff angepasst. Ein Unterschied besteht bestenfalls darin, dass der Blanketttatbestand des § 20a WpHG als Tätigkeitsdelikt keinen Erfolg, d.h. keinen verfälschten Preis

⁹ Schröder, NJW 2009 S. 465 ff.

¹⁰ Watter, SZW 1990, 193, 194; Moore/Wisemann, 2 U. Chi. L. Rev. 46, 50 f. (1934).

¹¹ Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, vor § 20a Rn. 28.

¹² §§ 5 ff. MaKonV.

voraussetzt. Letzteres relativiert sich aber wiederum in Anbetracht der drohenden Konsequenzen. Da § 38 Abs. 2 WpHG für die Kurs- und Marktpreismanipulation eine Strafe nur dann vorsieht, wenn sie erfolgreich war, deckt sich der weite Manipulationsbegriff mit der „vollendeten“ Manipulation. Die anderen, in § 39 WpHG als Ordnungswidrigkeiten ausgestalteten Tatbestände wären nach der hier verwendeten Definition immerhin als Versuch einzustufen.

Abzugrenzen ist die Manipulation von Kursen und Preisen einerseits vom Tatbestand des Insiderhandels und andererseits von der Spekulation.¹³ Der wesentliche Unterschied gegenüber dem Insiderhandel besteht darin, dass der Insider aufgrund seiner privilegierten Stellung um die gegenwärtige Falschbewertung des Wertpapiers weiß und nach bekannt werden der relevanten Informationen von der Kurskorrektur profitiert.¹⁴ Beim Manipulationstatbestand fehlt es hingegen an einer Falschbewertung, die der Manipulator jedoch selbst herbeiführt, und aus der er schließlich noch vor der Korrektur seinen Nutzen zieht.

Obwohl diese Abgrenzung an sich deutlich ist, treten dann Probleme auf, wenn Personen mit besonderer Sachkenntnis Empfehlungen in der Öffentlichkeit abgeben und durch eigene Käufe im Vorfeld die nun folgende Kursentwicklung ausnutzen. Der Vorschlag der EG-Kommission für eine Marktmissbrauchsrichtlinie sah, erstaunlicherweise nur bei steigenden Kursen, in einer solchen Vorgehensweise einen Manipulationstatbestand.¹⁵ Dagegen enthält sowohl die endgültige Fassung der Richtlinie¹⁶ als auch die mittlerweile umgesetzte deutsche Regelung in § 20a WpHG zumindest das Merkmal der Irreführung bei den informationsbezogenen Manipulationshandlungen. Soweit die kundgegebene Einschätzung des Empfehlenden durchaus ernst gemeint ist und auf einer entsprechenden Analyse beruht, könnte demnach von einer Manipulation schon nicht mehr die Rede sein. Vielmehr wäre die von der Öffentlichkeit zur Kenntnis genommene und womöglich viel beachtete Äußerung als Insiderinformation einzustufen, denn die Empfehlung als solche führt zur Korrektur der Falschbewertung beim fraglichen Wertpapier. Beim so genannten *scalping* muss daher unterschieden werden, ob der Empfehlung eine ernst gemeinte Analyse zugrunde liegt, oder ob die Empfehlung ausschließlich der Täuschung und Irreführung anderer Anleger dient. Nur im letzteren Fall wird man eine Kurs- oder Markt-

¹³ Lenzen, Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation, S. 3.

¹⁴ Lenzen aaO.

¹⁵ ABl. EG Nr. C 240E, 28.08.2001, S. 27.

¹⁶ ABl. EG Nr. L 96, 12.04.2003, S. 16.

preismanipulation annehmen können.¹⁷

Bei der Kursspekulation versucht der Spekulant durch den zeitnahen Kauf und Verkauf eines Wertpapiers kurzfristige Preisänderungen auszunutzen. Anders als bei der Manipulation handelt er jedoch lediglich in Erwartung einer für ihn positiven Kursentwicklung, während der Manipulator die Preisänderung selbst herbeiführt. Da sich jedoch jeder ausgeführte Kauf- oder Verkaufsauftrag auf den Kurs des betreffenden Wertpapiers auswirkt, unterscheiden sich legale Wertpapiergeschäfte nicht zwangsläufig von jenen manipulativen Geschäften, deren einziger Zweck in der Kursänderung des gehandelten Papiers besteht. Während bei Letzteren der Kauf oder Verkauf des Wertes nur Mittel zum Zweck ist, richtet der Wille des Spekulanten auf einen Gewinn unmittelbar aus dem getätigten Geschäft.

III. Gesetzgeberische Reaktionen

1. Insiderhandelsverbot, § 14 WpHG

Seit dem 24. Juli 1994 ist es Insidern per Gesetz verboten, ihr privilegiertes Wissen am Kapitalmarkt auszunutzen bzw. dieses Wissen weiterzugeben. Das auf der europäischen Insiderrichtlinie¹⁸ beruhende Zweite Finanzmarktförderungsgesetz¹⁹ schuf erstmals rechtliche Grundlagen, um effektiv gegen Insiderhandel vorgehen zu können. Die bis dahin geltende freiwillige Selbstkontrolle anhand der Insiderhandels-Richtlinien (IHR) sowie der Händler- und Beraterregeln (HBR) wurde durch das Verbot in § 14 WpHG a.F. abgelöst. Dieses Verbot blieb in den darauf folgenden zehn Jahren unverändert. Selbst größere Reformen, wie die durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, gingen am Insiderhandelsverbot alter Fassung vorbei. Bedingt durch die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie²⁰ wurden durch das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28.10.2004 (AnSVG)²¹ erstmals wieder zentrale Normen des Insiderrechts geändert.

¹⁷ a.A. BGH, Urteil vom 6. 11. 2003 - 1 StR 24/03, NJW 2004, S. 302 der beim scalping grundsätzlich von einer Manipulation ausgeht.

¹⁸ Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, Abl. EG Nr. L 344 vom 18/11/1989 S. 0030 – 0032.

¹⁹ Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz), BGBl. I 1994, S. 1749.

²⁰ ABl. EG Nr. L 96, 12.04.2003, S. 16.

²¹ BGBl I, Nr. 56, S. 2630.

a) Insider

Der Handel mit Insiderpapieren unter Verwendung exklusiver Informationen ist sowohl Primär- als auch Sekundärinsidern verboten. Beiden Gruppen droht im Falle eines Verstoßes nach § 38 Abs. 1 Nr. 1 WpHG eine Geldstrafe oder eine Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren. Insoweit hat sich gegenüber der alten Rechtslage nichts geändert. Neu ist, dass der Gesetzgeber in § 14 WpHG auf eine terminologische Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsidern verzichtet, während in § 14 Abs. 2 WpHG a.F. noch ausdrücklich von „Dritten“ (Sekundärinsidern) die Rede war. Demzufolge ist nun auch Sekundärinsidern nach § 14 Abs. Nr. 2 und 3 WpHG die Weitergabe von Insiderinformationen nicht mehr erlaubt.²² Letzteres ist jedoch lediglich eine Ordnungswidrigkeit im Sinne von § 39 Abs. 2 Nr. 3 und 4 WpHG.

Für Primärinsider gilt nach wie vor die Erweiterung des Straftatbestandes bei Weitergabe der Informationen, sodass eine Differenzierung zwischen beiden Insider-Typen notwendig bleibt.²³ Demzufolge wurde auch der vormals in § 13 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 WpHG a.F. enthaltene Katalog für Primärinsider übernommen. Die entsprechenden Qualifikationsmerkmale finden sich nunmehr in § 38 Abs. 1 Nr. 2 a) bis c) WpHG. Primärinsider ist immer noch derjenige, der aufgrund seiner Organ- bzw. Gesellschafterstellung oder wegen sonstiger beruflicher Nähe zum Kapitalmarkt über Informationen verfügt, die anderen Anlegern nicht zugänglich sind.

Eine Erweiterung des Adressatenkreises hat allerdings insoweit stattgefunden, als dass sich nun auch solche Personen durch das Mitteilen, Zugänglichmachen, Empfehlen oder Verleiten strafbar machen, die Insiderinformationen aufgrund der Vorbereitung oder Begehung einer Straftat erlangt haben.²⁴ Damit ist der Personenkreis der Insider erstmalig auch auf solche Personen erweitert worden, die nicht über eine spezielle Beziehung zum Emittenten oder zum Kapitalmarkt verfügen. Allerdings soll es nicht genügen, dass die Insiderinformation nur „bei Gelegenheit“ einer Straftat erlangt wurde, vielmehr kommt es darauf an, dass der Täter sie gezielt und „bestimmungsgemäß“ durch die Tat erhält.²⁵

Zu überlegen ist noch, ob § 38 Abs. 1 Nr. 2 d) WpHG auch für solche Fälle Anwendung findet, in denen die Straftat selbst die Insidertatsache darstellt. Das wä-

²² Ziemons, NZG 2004, S. 537 (539).

²³ Ziemons, NZG 2004, S. 537 (539).

²⁴ § 38 Abs. 1 Nr. 2 d) WpHG.

²⁵ Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, § 38 Rn. 10.

re insbesondere bei Terrorakten denkbar, die regelmäßig massive Kurseinbrüche zur Folge haben. Zweifellos ist das Ausnutzen solcher Informationen Insiderhandel im Sinne des § 14 Abs. 1 Nr. 1 i.V.m. § 38 Abs. 1 Nr.1 WpHG. Aber auch das Weitergeben, Zugänglichmachen von Informationen über die Tat, oder das darauf basierende Empfehlen oder Verleiten durch Tatbeteiligte ist nach dem Wortlaut von § 38 Abs. 1 Nr. 2 d) WpHG strafbar. Allerdings dürfte ein solches Verhalten schon aus Konkurrenzgründen kaum eigenständige Bedeutung gegenüber der zu Grunde liegenden Straftat erlangen.

b) Insiderpapier

Gemäß den Vorgaben der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie wurde der herkömmliche Begriff der Wertpapiere durch den der Finanzinstrumente ersetzt. Entsprechend § 2 Abs. 2b WpHG fallen unter den Begriff des Finanzinstruments nicht mehr nur die bisher in § 12 Abs. 1 und 2 WpHG aufgeführten Wertpapiere, Zeichnungsrechte und ausdrücklich erwähnten Derivate, sondern auch Geldmarktinstrumente, sonstige Derivate sowie alle anderen Instrumente, die zum amtlichen oder geregelten Markt in Deutschland oder einem vergleichbaren Börsensegment in der europäischen Union zugelassen sind oder für die eine solche Zulassung beantragt worden ist. In Folge der Umsetzung von Art. 9 Satz 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie in deutsches Recht sind zudem nach § 12 S. 1 Nr. 3 WpHG auch solche Instrumente Insiderpapiere, die selbst zwar nicht an einem organisierten Markt zugelassen sind, deren Preis aber unmittelbar oder mittelbar von einem Börsen zugelassenen oder in den Freiverkehr einbezogenen Finanzinstrument abhängt.²⁶

Im Hinblick auf Finanzinstrumente, die in den Freiverkehr einbezogen sind, geht § 12 WpHG nach wie vor über die Anforderungen der Marktmissbrauchsrichtlinie hinaus. Die in den Freiverkehr einbezogenen Finanzinstrumente sind ebenfalls Insiderpapiere, obwohl es sich hierbei nicht um einen organisierten Markt im Sinne des § 2 Abs. 5 WpHG handelt. Diese Notwendigkeit ergibt sich nach Ansicht des deutschen Gesetzgebers schon daraus, dass der Freiverkehr ein Handelssegment ist, in dem verhältnismäßig viele Insiderdelikte begangen werden.²⁷ Außerdem wäre die internationale Zusammenarbeit gefährdet, wenn der Freiverkehr sowie Teile des geregelten Marktes nicht mehr überwacht würden und zu dort gehandelten ausländischen Werten keine Untersuchungen mehr

²⁶ Ziemons, NZG 2004, S. 537 (538).

²⁷ RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 33.

durchgeführt werden könnten.²⁸

Schließlich bleibt es auch bei der Gleichstellung von bestehender, beantragter und öffentlich angekündigter Zulassung bzw. Einbeziehung zu einem nationalen oder europäischen Markt oder in den Freiverkehr. Auch insoweit geht § 12 S. 2 WpHG weiter als die europäischen Vorgaben. Die Ausweitung der Insiderpapiere auf Finanzinstrumente, deren Zulassung oder Einbeziehung lediglich angekündigt ist, wurde beibehalten, da bereits von der Ankündigung ein verstärkter Anreiz zum Ausnutzen von Insiderinformationen ausgehen könne und der Anlegerschutz auf diese Weise in das Vorfeld der Börsennotierung verlagert werden solle.²⁹

c) Insiderinformation

Das exklusive und kursrelevante Wissen, das den Insider vom außen stehenden Anleger unterscheidet, bezeichnet § 13 Abs. 1 WpHG als Insiderinformation. Diese Bezeichnung ist neu und geht erheblich weiter als der ursprünglich verwendete Begriff der Insidertatsache.³⁰ Letzterer stand allerdings schon immer im Widerspruch zur europäischen Insiderrichtlinie, die sich von Anfang an auf Insiderinformationen bezog.³¹ Teilweise wurde deswegen auch vertreten, beide Begriffe als gleichbedeutend anzusehen.³²

Dem Gesetzgeber war aber ursprünglich daran gelegen, Tatsachen von Meinungen, Gerüchten, Empfehlungen etc. abzugrenzen.³³ So sollten Tatsachen eben nur der äußeren Wahrnehmung zugängliche Geschehnisse oder Zustände der Außenwelt sein,³⁴ während Meinungen, Gerüchte und Empfehlungen gerade nicht dem Beweis zugänglich sind. Obwohl demnach die Beweisbarkeit das maßgebliche Abgrenzungskriterium ist,³⁵ vertrat man schon früher die Auffassung, dass unter besonderen Umständen bestimmte Meinungen oder Prognosen, etwa eines Vorstandsvorsitzenden, zu Tatsachen werden können.³⁶

²⁸ RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 33.

²⁹ RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 33.

³⁰ Spindler, NJW 2004, S. 3449 (3450).

³¹ Art. 1 Nr. 1 der Insider-Richtlinie 89/592/EWG, EG-Amtsbl. Nr. L 334 vom 18.11.1989.

³² Für eine unterschiedliche Auslegung: Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 152; Benner-Heinacher, DB 1995, 765 (766); Assmann, AG 1997, 50 (51); Schäfer, WpHG 1. Aufl., § 13 Rdnr. 37; für eine identische Auslegung: Geibel in: Schäfer, WpHG 1. Aufl., § 15 Rdnr. 29; Baetge/Caspari, Insiderrecht und ad-hoc-Publizität, S. 67 (70); Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 14.

³³ RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 46 ff.

³⁴ Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Aufl., § 13 Rdnr. 33a.

³⁵ Assmann, AG 1998, 440; Maser, EwiR 1999, 281 (282); Schäfer, WpHG 1. Aufl., § 13 Rdnr. 38; a.A. VGH Hessen, Beschl. v. 16.3.1998, AG 1998, 436.

³⁶ Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG, § 13 Rdnr. 33b; Schäfer, WpHG, § 13 Rdnr. 39; Cramer, FS Triffiterer, S. 323 (333).

Der Begriff der Insiderinformation schließt dagegen auch Werturteile, Empfehlungen und Prognosen mit ein.³⁷ Allerdings muss gemäß § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden können, dass der Umstand, auf den sich die Information bezieht, eintreten wird. Insofern bleibt es dabei, dass Gerüchte ohne Tatsachenkern insiderrechtlich nicht relevant sind.³⁸

Die Kurserheblichkeit einer Insiderinformation richtet sich nunmehr allein danach, ob ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde. Entsprechend den europäischen Vorgaben wurde wegen der allgemein unvorhersehbaren Marktschwankungen auf die Festlegung bestimmter Schwellenwerte ausdrücklich verzichtet.³⁹ Hinzugekommen sind dafür die Regelbeispiele in § 13 Abs. 1 S. 3 Nr. 1 und 2 WpHG, die klarstellen, wann insbesondere eine Insiderinformation gegeben ist. Danach bestehen nun keine Zweifel mehr, dass Kundenaufträge an Wertpapierdienstleistungsunternehmen Insiderinformationen sind, und das Ausnutzen dieser Informationen (*frontrunning*) gegen das Insiderhandelsverbot verstößt.⁴⁰

d) Verwendung und Weitergabe von Insiderinformationen

Seit der Neufassung des § 14 WpHG durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz kommt es nicht mehr darauf an, dass ein Insider beim Handel mit Insiderpapieren Insiderinformationen ausnutzt. Es genügt bereits, dass er diese Informationen beim Erwerb oder bei der Veräußerung von Insiderpapieren verwendet.

Was hier zunächst den Eindruck einer Stilblüte erweckt, stellt tatsächlich eine erhebliche Ausweitung des Insiderhandelsverbotes dar.⁴¹ Der Gesetzgeber hat durch den Austausch beider Begriffe auf ein stark subjektiv geprägtes Merkmal auf der Tatbestandsseite verzichtet. Beweggrund dafür waren insbesondere die beträchtlichen Beweisschwierigkeiten im Zusammenhang mit dem Merkmal der Ausnutzung. Das Ausnutzen einer Insiderinformation war als zweckgerichtetes Handeln zum Nachteil anderer zu verstehen und entfiel mit der Folge der Straflosigkeit, wenn weitere Motive des Täters hinzutraten.⁴² Durch das Abstellen

³⁷ Art. 1 I der Durchführungsrichtlinie zur Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/124/EG, ABIEG Nr. L 339/70 v. 22.12.2003.

³⁸ RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 34.

³⁹ Kritisch Spindler, NJW 2004, S. 3449 (3451).

⁴⁰ RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 34.

⁴¹ Ziemons, NZG 2004, S. 537 (539).

⁴² RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 34.

auf den Begriff der Verwendung kommt es auf eine Zweckrichtung beim Kauf oder Verkauf nicht mehr an. Allerdings impliziert die Verwendung von Insiderinformationen, dass der Insider die Information zumindest teilweise zur Grundlage seiner Entscheidung macht, indem er sie in sein Handeln mit einfließen lässt.⁴³ Der etwaige Zweck des Handelns, zum Beispiel in Form eines wirtschaftlichen Vorteils, findet nur noch bei der Straf- und Bußgeldzumessung Berücksichtigung.

Kein Verwenden im Sinne des Insiderhandelsverbotes sind der Handel mit eigenen Aktien oder Maßnahmen zur Kursstabilisierung soweit sie sich im Rahmen der hierzu erlassenen EU-Verordnung bewegen.⁴⁴ Diese Ausnahmeregelung in § 14 Abs. 2 WpHG ist zwar in Anbetracht der Ausweitung des Tatbestandes notwendig, lässt jedoch keine Systematik erkennen. Sie zeugt vielmehr von einer deutschen Gesetzen fremden Systematik, wonach ein zunächst extensiver Tatbestand durch konkrete Einzelfallregelungen wieder eingeschränkt wird. Dementsprechend verwundert es nicht, dass der nationale Gesetzgeber eine in Art. 2 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie enthaltene weitere Ausnahme gar nicht erst übernommen hat. Diese Ausnahme war für Geschäfte vorgesehen, die getätigt werden, um eine vor Erhalt der Insiderinformation vertraglich eingegangene Verpflichtung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten zu erfüllen.⁴⁵ Da das Verwenden einer Insiderinformation aber ohnehin nur möglich ist, wenn sie bereits bei der Kauf- oder Verkaufsentscheidung mit einfließt, bedurfte es dieser Einzelfallregelung nicht mehr.⁴⁶ Letztlich ändert dies aber nichts daran, dass die Aufnahme einer konkreten Ausnahme in den Gesetzestext zum Verbot aller anderen insiderrechtlich irrelevanten Fälle des Verwendens führt.⁴⁷ Insofern wäre es wünschenswert gewesen, entweder sämtliche Ausnahmen in § 14 WpHG aufzuführen, oder gleich einen abstrakten Verbotstatbestand zu schaffen, der die unbedenklichen Konstellationen von vornherein ausschließt.

e) **Zivilrechtliche Haftung des Insiders**

Schadensersatzansprüche zugunsten von Anlegern, die durch Insiderhandel geschädigt wurden, lassen sich nur selten konstruieren. Die in Frage stehenden

⁴³ RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 34; kritisch zur Abgrenzung von zweckgeleitetem und neutralem Handeln siehe Spindler, NJW 2004, S. 3449 (3451).

⁴⁴ Verordnung (EG) Nr. 2273/2003, AblEG Nr. L 336 v. 23.12.2003, S. 33.

⁴⁵ Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG, AblEG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16.

⁴⁶ So wohl auch Ziemons, NZG 2004, S. 537 (539), die sich aber aus Gründen der Klarheit für eine Aufnahme in das Gesetz ausspricht.

⁴⁷ Zum Unternehmenskauf im Anschluss an eine Due-Diligence-Prüfung siehe Diekmann/Sustmann, NZG 2004, S. 929 (931); Ziemons, NZG 2004, S. 537 (539 f.).