

## Buchbesprechungen

### Das Verwendungsmerkmal im Insiderhandelsverbot – unter besonderer Berücksichtigung des Pakethandels und der Due Diligence.

Von David Herbold.

Nomos Verlag, Baden-Baden 2009.

161 Seiten, brosch. 44,- €.

Der Verfasser beschäftigt sich in seiner kapitalmarktrechtlichen Dissertation mit dem in § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG geregelten Tatbestandsmerkmal „Verwenden“ des Insiderhandelsverbots. In Kapitel 1 der Dissertation zeigt er auf, wie das mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz eingeführte Tatbestandsmerkmal „unter Verwendung“ im Schrifttum gedeutet wird und kommt zu dem Ergebnis, dass der Gesetzgeber keine eindeutige Rechtslage geschaffen habe. Das Tatbestandsmerkmal des Verwendens sei daher „stark interpretationsbedürftig“ (S. 29). Allerdings wertet der Verfasser das zu der Problematik vorhandene Schrifttum nur unvollständig aus. So fehlt beispielsweise Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 2007, Rz. 197 ff.; Schröder in Achenbach/Ransiek, Handbuch Wirtschaftsstrafrecht, 2. Aufl. 2008, X 2, Rz. 161 ff.; Hilgendorf in Park, Kapitalmarktstrafrecht, 2. Aufl. 2008, Teil 3 Kapitel 3 Rz. 132 ff.; Gunßer, Ad-hoc-Publizität bei Unternehmenskäufen und Übernahmen, 2008, S. 191 ff., S. 207 ff.; Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, 2. Aufl. 2006 ff. (Loseblatt). Die Neuauflagen des Bankrechts-Handbuchs (3. Aufl. 2007) und des Handbuchs Kapitalanlagerecht, 3. Aufl. 2007, sind ebenfalls nicht berücksichtigt. Vor dem Hintergrund dieses gravierenden Defizits stellt sich für den Leser die Frage, ob der Befund, dass das Tatbestandsmerkmal der Verwendung bislang nicht ausreichend geklärt ist, wirklich zutrifft.

Anschließend entwickelt der Verfasser eine eigene Lösung und wendet sich zunächst den methodischen Problemen zu, die eine richtlinienkonforme Auslegung im Bereich des Strafrechts mit sich bringt. Auch hier fällt auf, dass die Belege in den Fußnoten ausgesprochen selektiv sind (S. 30 f.). Die EuGH-Rechtsprechung fehlt hier ebenso wie das einschlägige Schrifttum zum Europäischen Strafrecht (etwa Schröder, Europäische Richtlinien und Deutsches Strafrecht, 2002, S. 331 ff., 355 ff., 397 ff.). Anschließend wirft der Verfasser die Frage auf, ob die Marktmissbrauchsrichtlinie Anhaltspunkte dafür enthält, die eine teleologische Reduktion des Tatbestandsmerkmals in Fällen des Erwerbs von Finanzinstrumenten im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots rechtfertigen. Dieses Vorgehen überrascht, denn der Leser hätte zunächst erwartet, dass überhaupt die Aussagen der Richtlinie zum Tatbestand des Verwendens erläutert werden. Insbesondere würde interessieren, warum der europäische Gesetzgeber auf das Tatbestandsmerkmal Ausnutzen (Art. 2 Abs. 1, 3. Spiegelstrich der Insiderrichtlinie 89/592/EWG) verzichtet hat und es durch das Merkmal „Nutzung“ (Art. 2 Unterabs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie, 2003/6/EG) ersetzt hat. Dazu findet sich leider kein Wort. Der Verfasser wendet sich direkt der Auslegung des deutschen Rechts zu und beginnt hier mit der Wortlautauslegung (S. 33 ff.). Der genannte Wechsel vom Merkmal des Ausnutzens zum Merkmal der Verwendung bzw. der Nutzung wird erst an späterer Stelle, nämlich ab S. 98 ff. angesprochen. Hätte der Verfasser dagegen die Materialien zur Richtlinie untersucht, wäre ihm aufgefallen, dass der Bericht des Ausschusses für Wirtschaft und Währung (A5-0069/2002 vom 27.2.2009) im Änderungsantrag 27 darstellt, dass die bloße Verwendung einer In-

siderinformation geahndet werden soll und es daher nicht auf den Zweck oder den Vorsatz ankommen soll. Ohne dass der Verfasser auf diese für die Auslegung auch des nationalen Rechts wichtige Frage eingeht, kommt er dennoch zu einem zutreffenden Ergebnis. Er stellt auf S. 41 fest, dass die bloße Kenntnis einer Insiderinformation für das Verwenden nicht ausreichend sein kann. Vielmehr muss die Insiderinformation in die Transaktionsentscheidung einfließen. Ab S. 46 wird dann untersucht, was hierunter genau zu verstehen ist. Dabei zieht der Verfasser die Kognitionspsychologie heran. Um deren Anwendung zu begründen, verweist er auf den Umstand, dass ohne gut vertiefte Fachkenntnisse der Psychologie nicht festgestellt werden könne, ob das Merkmal Verwenden den Motiven oder dem Vorsatz zuzuordnen sei (S. 46 f.). Dabei wird allerdings übersehen, dass der Gesetzgeber (in der zitierten Stellungnahme des Ausschusses für Wirtschaft und Währung) klargestellt hat, dass das Merkmal gerade nicht den Zweck oder den Vorsatz beschreibt. Vor diesem Hintergrund verwundert der Ansatz des Verfassers. Auch das gefundene Ergebnis ist nicht leicht nachzuvollziehen. Der Verfasser formuliert: „Es bleibt also festzuhalten, dass der Täter die Insiderinformation dann im tatbestandlichen Sinne verwendet hat, wenn sie zur Zeit seiner Entscheidung zur Transaktion als für die maximale Kongruenz zwischen der gewählten Option und seinen Zielen entsprechend behandelt wurde, wenn also die Insiderinformation bei der Bildung des Gesamtwertes derjenigen Option Berücksichtigung gefunden hat, für die sich der Täter tatsächlich entschieden hat“ (S. 95). Welcher Mehrwert mit dieser kryptischen Formulierung gewonnen ist, bleibt mir verborgen. Das mag aber auch daran liegen, dass ich der Ansicht bin, dass der Gesetzgeber bestimmt, wie Tatbestandsmerkmale zu verstehen sind. Mit anderen Worten: Wie ein Tatbestandsmerkmal zu interpretieren ist, hängt nicht davon ab, welche Erkenntnisse die Kognitionsforschung über Denk- und Entscheidungsvorgänge im Menschen hat. Vielmehr entscheidet der Gesetzgeber an welchen objektiven oder subjektiven Vorgang er anknüpfen will. Dies kann man aber sicherlich auch anders sehen. Das gefundene Ergebnis teile ich. Die Insiderinformation muss in die Entscheidung des Insiders eingeflossen sein.

Für die Fallgruppen des Pakethandels oder der Due Diligence untersucht der Verfasser, ob das gefundene Ergebnis teleologisch zu reduzieren sei. Der Verfasser bringt gute Argumente dafür vor, dass eine teleologische Reduktion des Tatbestandsmerkmals „Verwenden“ nicht überzeugt. Der vom Täter verfolgte Zweck soll nach der Änderung des Tatbestands gerade nur noch bei der Straf- oder Bußgeldzumessung Berücksichtigung finden. Sodann prüft er, ob eine teleologische Reduktion des Insiderstraftatbestandes insgesamt in Frage kommt. Eine teleologische Reduktion unter Hinweis auf die fehlende Schädigung von Kapitalmarkt und Kapitalmarktteilnehmern lehnt der Verfasser ab (S. 109 f.). Stattdessen will er den Tatbestand reduzieren, wenn es zu einem Pakethandel anlässlich einer öffentlichen Übernahme kommt, da § 10 Abs. 3 WpÜG den Informationsrückstand der Aktionäre der Zielgesellschaft neutralisiere (S. 111 f.). Dabei wird allerdings übersehen, dass § 10 Abs. 3 WpÜG nur Transparenz hinsichtlich der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots schafft, nicht aber in Bezug auf andere Insiderinformationen. Verfügen die an einem Pakethandel Beteiligten über andere Insiderinformationen als die eigentliche Übernahme, greift die Argumentation des Verfassers nicht. In Bezug auf den Paket-

handel nach einer Due Diligence wendet sich der Verfasser gegen die ganz herrschende Meinung, die einen Insiderhandel verneint, sofern der Kaufinteressent an seinem ursprünglichen Vorhaben festhält. Der Autor meint, dies sei unschlüssig, denn der Interessent gebe konkludent zum Ausdruck, dass seine Entscheidung für die Transaktion davon abhängt, dass er keine negativen Insiderinformationen erhalte. Hierin sieht er den Tatbestand des Insiderhandelsverbots verwirklicht (S. 121). Wiederum will er nur den Fall ausnehmen, dass die Due Diligence mit einem öffentlichen Übernahmeangebot einhergehe. Meines Erachtens ist der Verfasser inkonsequent. Er verlangt, dass die Insiderinformation in die Kaufentscheidung einfließen muss. Wenn aber der Interessent bereits seine ernstesten Kaufabsichten durch einen vor der Due Diligence verfassten Letter of Intent dokumentiert hat (den der Verfasser auf S. 118 nicht erwähnt), und er bei der Due Diligence keine negativen Informationen findet, fließt überhaupt nichts Neues in seine Entscheidung ein. Er hält lediglich an dem ursprünglich gefassten Plan fest. Aus den genannten Gründen nicht überzeugen kann die auch in dieser Fallgruppe befürwortete Begrenzung der Ansicht des Verfassers auf den Fall des öffentlichen Übernahmeangebots. Im zweiten Kapitel (S. 126–149) untersucht der Verfasser dann die Folgen seines Ansatzes (insbesondere die Beweisprobleme) und schließt mit einer Zusammenfassung.

Der Gesamteindruck der Arbeit ist enttäuschend. Der Verfasser hat einen Großteil des kapitalmarktrechtlichen Schrifttums zu dieser Frage nicht berücksichtigt. Es bestehen methodische Bedenken und die Argumente für die Reduktion des Insiderhandelsbestands bei Pakethandel und Due Diligence überzeugen nicht.

*Prof. Dr. Rolf Sethe, LL.M., Zürich*

### **Das System der aktien- und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüche.**

Von *Lars Klöhn*.

Jus Privatum Bd. 143.

Verlag Mohr Siebeck, Tübingen 2009.

XXV, 478 Seiten, Leinen. 104,- €.

Das anzuzeigende Buch, eine Göttinger Habilitationsschrift, unternimmt den anspruchsvollen Versuch, die Grundgedanken der verstreuten gesetzlichen Vorschriften über Abfindungsansprüche, insbesondere natürlich nach dem AktG und dem UmwG, herauszuarbeiten, diese in eine gedankliche

Ordnung, d.h. in ein System zu bringen und so zu verallgemeinerungsfähigen Aussagen über die Voraussetzungen, den Inhalt und die Durchsetzung von Abfindungsansprüchen zu gelangen, die es erlauben, auch in den vielen umstrittenen Einzelfragen zu konsistenten Lösungen vorzustoßen. Um es vorwegzunehmen: Der Versuch ist überzeugend gelungen. Infolge der streng systematischen Vorgehensweise des Verfassers treten in der Tat die Grundgedanken der gesetzlichen Regelung immer deutlicher hervor, bis es schließlich möglich wird, sie in ein geordnetes System zu bringen, das sich verallgemeinern lässt. Verfasser knüpft dazu an Gedanken an, die er schon vor Jahren in dieser Zeitschrift entwickelt hatte (AG 2002, 443), indem er die Abfindungsansprüche als von der Verfassung geforderten Ausgleich für die einseitigen Eingriffe der Mehrheit und insbesondere des herrschenden Unternehmens in die Rechte der Minderheit, d.h. als Aufopferungsansprüche qualifiziert (S. 155 ff.). Den Haftungsgrund sieht er folgerichtig in der Usurpation der Rechte der Minderheit durch die Mehrheit, und zwar unter Bedingungen, die der Minderheit ein Ausweichen durch Veräußerung ihrer Aktien unmöglich machen (S. 211 ff.).

Im zweiten Teil der Arbeit zieht Verfasser sodann aus den von ihm gewonnenen Einsichten in die Struktur der gesetzlichen Regelung weitreichende (und überwiegend überzeugende) Schlussfolgerungen, insbesondere natürlich zu der Frage, wann jenseits der verstreuten gesetzlichen Vorschriften über Abfindungsansprüche und in Analogie zu diesen noch weitere Abfindungsansprüche in Betracht kommen (S. 287 ff.). Verfasser bejaht das z.B. mit guten Gründen für den qualifizierten faktischen Konzern (S. 290 ff.), nicht dagegen für die übertragende Auflösung, bei der er eine Kontrolle der Gegenleistung im Spruchverfahren für ausreichend hält (S. 303 ff.). Bei dem Delisting tritt er für eine Analogie zu § 29 Abs. 1 Satz 1 UmwG ein, solange es sich nicht um einen bloßen Segmentwechsel handelt (S. 313 ff.). Ebenso interessante Ausführungen finden sich zu der intrikaten Abwicklungsproblematik und zu der Frage der Inhaltskontrolle, der Verf. bis zur Grenze des Rechtsmissbrauchs skeptisch gegenübersteht (S. 330 ff.).

Die kurzen Hinweise mögen genügen, um den Rang der Arbeit zu verdeutlichen. Sie stellt in der Tat eine Grundlegung des gesetzlichen Systems der Abfindungsansprüche dar, an der keine weitere Auseinandersetzung mit diesem Fragenkreis vorbeigehen kann.

*Prof. Dr. Volker Emmerich, Bayreuth*