

Wolfgang Krauel

Insiderhandel

Eine ökonomisch-theoretische und
rechtsvergleichende Untersuchung



Nomos Verlagsgesellschaft
Baden-Baden

Inhaltsverzeichnis

I. KAPITEL - ÖKONOMISCHE ANALYSE	17
I. TATSÄCHLICHE RELEVANZ DES INSIDERHANDELS	18
II. ARGUMENTE FÜR EINE FREIGABE DES INSIDERHANDELS	20
<i>A. Allokationsvorteil</i>	20
1. Mechanismen der Kursveränderung durch Informationsveröffentlichung	22
2. Nicht zu veröffentlichende Information	25
3. Veröffentlichbare Information	28
a) Effizienz der Umsetzung	28
b) Informationsverzögerung	29
4. Bewertung	31
<i>B. Insiderhandel als Entlohnung des Managements</i>	31
1. Wirtschaftliche Notwendigkeit	33
2. Vergleich zu anderen Kompensationsformen	34
a) Bei positiver Information	35
(1) Wert für Manager	35
(2) Unverdiente Teilhabe	37
(3) Schädlicher Anreiz	37
(4) Ausmaß und Kosten der Entlohnung für das Unternehmen	39
b) Bei negativer Information	40
3. Bewertung	41
<i>C. Insiderhandel als Ausleseverfahren</i>	41
III. ARGUMENTE FÜR EIN VERBOT DES INSIDERHANDELS	42
<i>A. Unmittelbare Schädigung des nicht-informierten Anlegers durch die Handelsaktivität des Insiders</i>	42
1. Nicht zu veröffentlichende Information	42
a) Passive Anleger	42
b) Anleger auf der Marktseite des Insiders	44
c) Anleger auf der Marktgegenseite zum Insider	44
2. Veröffentlichbare Information	45
<i>B. Schädigung der nicht-informierten Anleger durch die insidertypische Verteilung der Wertpapiere</i>	45

1. Auswirkungen bei einer Beachtlichkeit für die Anleger	46
2. Gegenargumente der Insiderhandelsbefürworter	48
a) Fehlen einer privatrechtlichen Regelung	48
(1) Wahrscheinlichkeit eines privatrechtlichen Verbotes	49
(2) Wirkung eines privatrechtlichen Verbotes	51
b) Auswirkungen des gesetzlichen Verbotes	52
3. Bewertung	53
 <i>C. Schädigung des Unternehmens</i>	 54
1. Handel in Informationen, die nicht zur Verwertung an der Börse vorgesehen sind.	54
2. Handel in Informationen, die zur Verwertung an der Börse vorgesehen sind.	55
 <i>D. Auswirkungen auf Marktmacher</i>	 56
 IV. BEWERTUNG	 57
 2. KAPITEL - VEREINIGTE STAATEN VON AMERIKA	 60
 I. EINZELSTAATLICHES RECHT	 60
<i>A. Common Law</i>	60
1. Ansprüche wegen unerlaubter Handlung	61
2. Ansprüche aus ungerechtfertigter Bereicherung und Auftrag	63
<i>B. Kodifizierte Regelungen</i>	66
 II. BUNDESSTAATLICHES RECHT	 68
<i>A. Sec. 16 SEA</i>	68
1. Konzeption	68
a) Schutzzweck	70
b) Dogmatische Grundlage	71
2. Tatbestandsmerkmale	73
a) Erfaßte Unternehmen	73
b) Erfaßter Personenkreis	74
(1) Officers	74
(2) Directors	76
(3) Inhaber von mehr als 10 % der Wertpapiere eines Unternehmens	77
(a) Inhaberschaft	79
(b) Berechnung des Aktienbesitzes	81

c) Zurechnung von Wertpapiergeschäften	83
(1) Familiäre Beziehungen	85
(2) Beteiligung durch Unternehmen	86
(3) Treuhand	87
3. Rechtsfolgen	88
a) Offenlegungspflicht - Sec. 16(a) SEA	88
b) Gewinnherausgabe - Sec. 16(b) SEA	90
(1) Kauf und Verkauf	91
(a) Unorthodoxe Transaktionen	91
(b) Derivate Wertpapiere	95
(c) Statusveränderung	99
i) Officer and Director	99
ii) Inhaber von mehr als 10 % der Wertpapiere eines Unternehmens	100
(2) Umfang des Anspruchs	100
(3) Verfahrensrechtliche Gesichtspunkte	105
(a) Zuständigkeit und Zustellung	105
(b) Klagebefugnis	105
(4) Verjährung	108
4. Short Sales - Sec 16(c)	108
5. Ausnahmen von der Erfassung unter Sec. 16 SEA	110
a) Generelle Ausnahmen	110
(1) Arbitragegeschäfte	110
(2) Gewöhnlicher Geschäftsbetrieb von Wertpapierfirmen	111
b) Befreiungen von der Gewinnherausgabepflicht	112
(1) Gesetzesimmanente Beschränkungen	112
(2) Beschränkungen durch Rules der SEC	113
6. Bewertung	118
 <i>B. Rule 10b-5</i>	 121
1. Konzeption	122
a) Dogmatische Grundlage	122
b) Schutzzweck	122
2. Aktivlegitimation unter Rule 10b-5	123
a) Zivilrechtliche Anspruchsgrundlage	124
b) Anspruchsberechtigte Personen	125
(1) Kauf oder Verkauf	125
(2) Umfaßte Transaktionen	127
(a) Erzwungene Transaktion	127
(b) Aborted oder Frustrated Seller	128
(3) Zeitliche Eingrenzung	129
(4) Klagebefugnis	131
c) Besonderheiten für Ansprüche staatlicher Stellen und Unterlassungsansprüche	131
3. Tatbestandsmerkmale	132

a) Insider	133
(1) Die ersten Entscheidungen (Equal Access)	133
(2) Verletzung von Treuepflichten	135
(a) Fiduciary Duty	135
i) Mitglieder der Organe der Gesellschaft und Wertpapierinhaber	135
ii) Temporary-Insider	136
iii) Verkauf durch den Insider	137
iv) Konzeptionelle Auswirkungen	138
(b) Misappropriation Theory	139
i) Konzeption	139
ii) Anwendungsbereich	141
iii) Bewertung	142
(c) Auswirkung des Erfordernisses einer Treuepflichtverletzung auf einzelne Fallgruppen	145
i) Scalping	145
ii) Front-Running	149
iii) Strukturelle Informationsvorsprünge	150
iv) Optionen und Schuldverschreibungen	152
(3) Weitergabe von Information	154
(a) Sekundärinsider	155
(b) Weitergabe der Information durch den Sekundärinsider	156
(c) Informant	156
b) Information	158
(1) Beschaffenheit der Information	159
(a) Inhalt	159
(b) Kursrelevanz	159
(2) Öffentlichkeit der Information	161
(a) Form der Veröffentlichung	162
(b) Zeitpunkt der Zulässigkeit der Marktteilnahme	163
(3) Verwertung der Information	164
c) Kausalität	167
d) Scierter	170
e) In connection with	171
4. Rechtsfolgen	172
a) Verfahren Privater	172
(1) Unter Rule 10b-5	172
(a) Umfang des Anspruchs	172
(b) Mehrzahl von Insidern	175
(2) Unter Sec. 20A SEA	176
(a) Umfang des Anspruchs	176
(b) Verhältnis zu Rule 10b-5	177
(3) Haftung von Kontrollpersonen	178
(a) Ausdrückliche Haftung	178
(b) Common Law-Haftung	180
(4) Haftungsausschlüsse aufgrund des Verhaltens des Klägers	180

b) SEC Verfahren	182
(1) Zivilrechtliche Verfahren	182
(a) Unterlassungsansprüche	182
(b) Gewinnherausgabe	183
(c) Strafschadensersatz	185
(2) Administrative Verfahren	187
c) Strafrechtliche Verfahren	188
5. Verjährung	189
6. Bewertung	191
 C. Rule 14e-3	 192
 D. RICO	 194
 E. Mail and Wire Fraud	 195
 F. Konkurrenzen	 196
 3. KAPITEL - NATIONALE RECHTSLAGE	 198
 I. BISHERIGE RECHTSLAGE	 198
A. Insider-Regeln	198
1. Historische Entwicklung	199
2. Materielle und verfahrensrechtliche Defizite der Insider-Regeln	200
B. Sonstige Regelungen	204
 II. WERTPAPIERHANDELSGESETZ	 206
A. Allgemeine Grundlagen	206
1. Historische Entwicklung	206
2. Erfassungsart	208
a) Vorgaben der EG-Richtlinie	209
b) Zivilrechtliche Lösung	210
(1) Schadensrechtliche Erfassung	210
(2) Gewinnherausgabe	212
c) Sanktionsrechtliche Lösung	214
(1) Ordnungswidrigkeit	214
(2) Straftat	215
3. Dogmatische Grundlage	218
 B. Tatbestandsmerkmale	 224

1. Insider	224
a) Primärinsider	224
(1) Mitglieder der Leitungsorgane des Emittenten	226
(2) Anteilseigner	228
(3) Zugang aufgrund beruflicher Tätigkeit	230
(a) Zugang zur Information	230
(b) Tätigkeit, Beruf oder Aufgabe	233
b) Sekundärinsider	234
c) Einzelne Fallgruppen	237
(1) Journalisten	237
(2) Analysten	239
(a) Notwendigkeit der Erfassung des Analysten	241
(b) Erfassung als Primär- oder Sekundärinsider	243
(3) Wertpapierhändler und Anlageberater	245
(a) Universalbankenproblem	245
(b) Verbotsumfang	249
(c) Scalping	250
(4) Marktmacher	251
(5) Gruppenbildung zur Verwertung von nichtöffentlicher Information	252
(6) Erfassung von juristischen Personen	254
(a) Vereinbarkeit des WpHG's mit der EG-Richtlinie	254
(b) Normadressaten des Insiderhandelsverbotes?	255
2. Information	256
a) Nicht öffentlich bekannt	256
b) Tatsache	259
c) Bezug der Information	261
d) Kursrelevanz	264
e) Selbstproduzierte Information	270
(1) Produzent der Information	271
(2) Vom Produzenten der Information gestattete Verwertung	274
3. Erfaßte Wertpapiere	275
(1) Wertpapierformen	276
(2) Relevanter Markt	277
4. Verbotene Handlungen	278
a) Für Primär- wie Sekundärinsider	279
(1) Handel in Wertpapieren	279
(a) Unzulässige Transaktionen	279
(b) Befreiung für Geschäfte staatlicher Stellen aus geld- oder währungspolitischen Gründen	282
(2) Unter Ausnutzung der Information	283
(3) Pakethandel	287
b) Nur für Primärinsider	290
(1) Weitergabe der Information	292
(a) Mitteilen oder zugänglich machen	292
(b) Unbefugt	293

(c) Veröffentlichung	296
(d) Einzelne Fallgruppen	296
i) Hauptversammlung	296
ii) Pakethandel	298
(i) Weitergabe durch den Veräußerer	298
(ii) Weitergabe durch Mitarbeiter des Emittenten	300
(2) Empfehlung	300
5. Vorsatz	301
<i>C. Rechtsfolgen</i>	303
1. Strafrechtliche Erfassung	303
2. Ordnungswidrigkeit	304
3. Zivilrechtliche Folgen	305
a) Schutzgesetz	306
b) Nichtigkeit des Rechtsgeschäfts	307
III. BEWERTUNG	308
Literatur	310