

**Studien zum vergleichenden Privatrecht**

---

**Studies in Comparative Private Law**

**Band / Volume 28**

**Öffentliche Durchsetzung  
des Insiderhandelsverbots  
in den USA und Deutschland**

**Von**

**Michael Hendricks**



**Duncker & Humblot · Berlin**

MICHAEL HENDRICKS

Öffentliche Durchsetzung des Insiderhandelsverbots  
in den USA und Deutschland

Studien zum vergleichenden Privatrecht

Studies in Comparative Private Law

Band/Volume 28

# Öffentliche Durchsetzung des Insiderhandelsverbots in den USA und Deutschland

Von

Michael Hendricks



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin  
hat diese Arbeit im Jahre 2023 als Dissertation angenommen.

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.

Alle Rechte vorbehalten  
© 2025 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf  
Druck: CPI books GmbH, Leck  
Printed in Germany

ISSN 2567-5427  
ISBN 978-3-428-19172-7 (Print)  
ISBN 978-3-428-59172-5 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,  
12165 Berlin, Germany | E-Mail: [info@duncker-humblot.de](mailto:info@duncker-humblot.de)  
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

*Meiner geliebten Familie*



## **Vorwort**

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2023/2024 von der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur wurden im Wesentlichen bis November 2021 berücksichtigt.

Mein herzlicher Dank gilt meinem hochverehrten Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M. (Harvard), vor allem für den mir beim Verfassen dieser Arbeit gewährten wissenschaftlichen Freiraum sowie die inspirierende, lehrreiche Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl.

Danken möchte ich auch Herrn Prof. Dr. Andreas M. Fleckner, LL.M. (Harvard), MPA (Harvard) für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Für die Aufnahme meiner Abhandlung danke ich zudem den Herausgebern dieser Schriftenreihe.

Ein ganz besonderer Dank gilt schließlich meiner Frau Linda für ihre emotionale Unterstützung und ihr Verständnis.

Düsseldorf, im Oktober 2024

*Michael Hendricks*





# Inhaltsverzeichnis

## *Kapitel 1*

### **Einleitung** 33

A. Themenbegrenzung .....	33
B. Gang der Untersuchung .....	36
C. Definition „Insider(-handels-)verbot“ .....	37
D. Sprache .....	38
E. Zitierweise .....	39

## *Kapitel 2*

### **Die Öffentliche Durchsetzung des Insiderhandelsverbots in den USA** 40

A. Rechtliche Grundlagen .....	42
I. Hintergrund .....	42
II. Gesetzgebungsakte im Zusammenhang mit der Bekämpfung von Insiderhandel	44
1. Insider Trading Sanctions Act aus dem Jahre 1984 .....	44
2. Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act aus dem Jahre 1988 ..	45
3. Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act aus dem Jahre 1990 .....	48
4. Rules 10b5-1 aus dem Jahre 2000 und 10b5-2 aus dem Jahre 2001 .....	49
5. Sarbanes-Oxley Act aus dem Jahre 2002 .....	49
6. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act aus dem Jahre 2010 .....	50
7. Stop Trading on Congressional Knowledge Act aus dem Jahre 2012 .....	51
III. Das in den anti fraud-Bestimmungen von SEA § 10(b) und Rule 10b-5 wurzelnde Insiderhandelsverbot .....	51
1. SEA § 10(b) und Rule 10b-5 .....	52
2. Duale Auslegung und Rechtsfortbildung durch SEC und Rechtsprechung ....	53
3. Die Rechtsprechung .....	56
a) Die wesentlichen Grundzüge .....	56
b) Die wesentlichen Entscheidungen .....	59
aa) In re Cady, Roberts & Co. ....	59
bb) Texas Gulf Sulphur .....	60

cc) Chiarella .....	61
dd) Dirks .....	63
ee) O'Hagan .....	65
c) Die tipper-/tippee-Haftung nach der aktuellen Rechtsprechung .....	66
aa) Der Fall United States v. Newman im Second Circuit .....	66
(1) Tatbestand und Entscheidung .....	66
(2) Reaktionen auf die Entscheidung und ihre Folgen .....	70
bb) Der Fall United States v. Salman im Ninth Circuit .....	72
cc) Die Entscheidung des U.S. Supreme Court in Sachen Salman v. United States .....	73
dd) Stellungnahme .....	73
(1) Vorsatz des tippee hinsichtlich des „Personal Benefit“ .....	74
(2) Fortbestehende Haftungslücken und Enforcement-Defizit .....	74
(a) Haftungslücken als Folge von Personal Benefit-Voraussetzung .....	75
(b) Haftungslücken wegen hoher Anforderungen an den subjektiven Tatbestand .....	80
ee) Ruf nach Gesetzgebungsakt .....	80
ff) Zwischenfazit .....	82
B. Rechtsdurchsetzung durch die SEC im administrativ- und zivilrechtlichen Verfolgungssystem .....	82
I. Der investigative Teil zur Rechtsdurchsetzung .....	82
1. Hintergrund .....	82
2. Verfahrenseinleitendes Ermessen .....	85
a) Normative Grundlagen .....	85
b) Trigger für die Einleitung eines Ermittlungsverfahrens .....	86
3. Erste Ermittlungen (Informal/Preliminary Investigations) .....	89
4. Förmliche Ermittlung (Formal Order of Investigation) .....	91
a) Recht zur Zeugeneinvernahme und Beweisstückherausgabe (Subpoena Power) .....	92
aa) Grundsätze .....	92
(1) Rechtsgrundlage .....	92
(2) „Ad testificandum“ und „duces tecum“ .....	93
(3) Subpoena-Enforcement .....	94
bb) Extraterritoriale Beweisgewinnung .....	96
(1) Tatbestandliche Reichweite der Subpoena-Vorschriften .....	96
(a) Wortlaut der Subpoena-Vorschriften .....	97
(aa) Wortlaut von SEA § 21(b) .....	97
(bb) Wortlaut von SEA § 21(c) .....	98
(b) Systematik der Subpoena-Vorschriften sowie Gesetzesänderungen durch den Dodd-Frank Act .....	99

(2) Persönliche Gerichtsbarkeit (Personal Jurisdiction) und ihre verfassungsrechtliche Ausprägung .....	101
(3) Rekapitulation .....	103
(4) Recht zur Zeugeneinvernahme und Herausgabe von Beweismitteln (Subpoena Power) nach allgemeinem Prozessrecht .....	104
(5) Zeugeneinvernahme und Herausgabe von Beweismitteln (Subpoena Power) nach internationalen Übereinkommen .....	105
b) Rechtsstellung des Subpoena-Adressaten .....	106
aa) Einsicht in den Formal Order of Investigation .....	106
bb) Keine Benachrichtigung des Beschuldigten über Subpoenas an Dritte .....	107
cc) Schutz durch die 5th Amendment .....	108
(1) Hintergrund .....	108
(2) Anwendungsbereich .....	109
(a) Persönlich .....	109
(b) „In any criminal case“ .....	109
(c) „Testimonial Value“ .....	111
(d) „Required Records“-Doktrin .....	113
(3) Nachteilige Schlussfolgerungen im Prozess .....	114
(4) Immunitätsgewährung und Proffer Agreements .....	115
dd) Schutz durch die 4th Amendment .....	117
ee) Attorney-Client Privilege und Attorney Work Product Doctrine .....	117
ff) Verzicht auf Privilegien und Kooperationsbonus .....	118
gg) Recht zur Begleitung durch einen Anwalt .....	120
hh) Spezialgesetzliche Vorgaben .....	121
c) Keine Durchsuchungs-, Sicherstellungs- oder Festnahmebefugnis (Search and Seizure) .....	122
5. Abschluss des investigativen Teils zur Rechtsdurchsetzung .....	122
a) Die Entscheidung der fünf SEC-Kommissare .....	122
b) Wells notice-Verfahren .....	123
c) Maßnahmen ohne Eingriffsqualität .....	125
aa) Verwarnung .....	125
bb) Veröffentlichung von Ermittlungsergebnissen (Report of Investigation oder Section 21(a) Report) .....	126
d) (Vorläufiger) Abschluss von Ermittlungsverfahren durch Deferred Prosecution Agreement, Non-Prosecution Agreement und Settlement .....	127
aa) Deferred Prosecution Agreements .....	127
bb) Non-Prosecution Agreements .....	128
cc) Settlement (Administrative Order oder Consent Judgment) .....	129
(1) Vor- und Nachteile eines Vergleichs .....	129
(2) Typischer Vergleichsinhalt .....	132
(3) Verwertung des Vergleichsinhalts im Strafverfahren .....	133

dd) Neither-admit-nor-deny policy .....	134
(1) Praxis .....	134
(2) Kritik der Bundesgerichte .....	137
(3) Ausnahmen von der neither-deny-nor-admit-Praxis .....	139
(4) (Rechtsökonomische) Bedenken gegen die neither-admit-nor-deny policy .....	142
6. „Suspicious Trading“-Fälle .....	145
II. Reichweite der Rechtsprechungsgewalt .....	146
1. Reichweite der extraterritorialen bundesgerichtlichen Jurisdiktionsgewalt ....	147
a) Sachliche Gerichtsbarkeit (Subject-Matter Jurisdiction) .....	148
aa) Morrison v. National Australia Bank .....	150
bb) Die Reaktion von Congress: Verschriftlichung extraterritorialer Subject- Matter Jurisdiction .....	151
b) Persönliche Gerichtsbarkeit (Personal Jurisdiction) und örtliche Zuständig- keit (Venue) .....	153
aa) Klagezustellung (Service of Process) in den USA .....	154
bb) Klagezustellung (Service of Process) außerhalb der USA .....	156
(1) Autorisierung einer Zustellung außerhalb der USA .....	156
(2) Das Haager Zustellungsübereinkommen .....	159
(3) Enforcement des Insiderhandelsverbots: Eine Zivil- oder Handels- sache? .....	162
(4) Verfahrensfortgang bei Zustellungsverweigerung oder unbekanntem Aufenthaltort bzw. unbekannter Identität des Insiderhändlers ....	164
cc) Die verfassungsrechtlichen Voraussetzungen für die Ausübung persön- licher Gerichtsbarkeit .....	167
dd) Fehlerhafte Zustellung im ersuchten Staat .....	170
c) Örtliche Zuständigkeit (Venue) .....	170
2. Reichweite der extraterritorialen administrativrechtlichen Jurisdiktionsgewalt	172
III. Rechtsdurchsetzung durch die SEC im administrativrechtlichen Verfolgungssys- tem .....	173
1. Verfahrensspezifika des administrativrechtlichen Verfolgungssystems .....	174
a) Hintergrund .....	174
b) Keine Geltung der Jury-Garantie .....	174
c) Verfahrensgang .....	176
aa) Verfahrenseinleitende Verfügung (Order Instituting Proceedings, OIP) und Verfügungserweiterung (Answer) .....	176
bb) Vorbesprechung (Prehearing Conference) .....	178
cc) Vorgeschaltete Beweisaufnahme (Prehearing Submissions) .....	178
dd) Beweismittelgewinnung und -offenlegung vor der mündlichen Ver- handlung (Discovery) .....	179
(1) (Begrenzte Möglichkeit von) Zeugeneinvernahmen vor der mündli- chen Verhandlung .....	179

(2) Herausgabe nicht privilegierter Dokumente und Vernehmungsprotokolle durch die Division of Enforcement .....	181
ee) Summarische Entscheidung ohne mündliche Verhandlung (Summary Disposition) .....	183
ff) Mündliche Verhandlung (Hearing) .....	184
(1) Öffentlichkeit .....	184
(2) Beweisaufnahme und Beweiswürdigung – Verwertbarkeit von Hearsay .....	184
(a) Die Federal Rules Evidence und Hearsay .....	185
(b) SEC Rules of Practice und Hearsay .....	186
(c) Abschließende Stellungnahme der Parteien (Post-Hearing Briefings) .....	187
gg) Vorläufige Entscheidung (Initial Decision) .....	188
hh) Beschwerde gegen vorläufige Entscheidung (Petition to Review) und (End-)Entscheidung (Final Order) .....	189
ii) Überprüfung durch ein (Bundes-)Berufungsgericht .....	191
(1) Zuständigkeit, Frist .....	191
(2) Vollzugsaussetzung .....	191
(3) Prüfungsmaßstab .....	192
jj) Vergleich (Settlement) .....	194
d) Die (aus der Sicht eines Maßnahmeadressaten) wichtigsten Unterschiede des administrativen Forums gegenüber dem zivilrechtlichen Forum .....	194
aa) Fehlende Unabhängigkeit des ALJ .....	194
bb) Keine Geltung der Federal Rules of Civil Procedure .....	196
cc) Keine Geltung der Federal Rules of Evidence .....	196
e) Rechtsvergleichender Seitenblick in das deutsche verwaltungsprozessuale Vorverfahren .....	197
2. Tendenz zur Ergreifung administrativrechtlicher Maßnahmen .....	198
a) Bestandsaufnahme .....	198
b) Ursachen .....	199
aa) Verfahrensstruktur und Verfahrensspezifika .....	199
bb) Regulierung durch Rechtsverfolgung .....	201
cc) Gesetzesänderungen .....	204
(1) Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act ...	204
(2) Sarbanes-Oxley Act .....	206
(3) Dodd-Frank Act .....	207
(4) Praktische Folgen .....	208
dd) Stagnierende Erfolgsquote vor den Bundesgerichten geführter Insiderhandelsverfahren .....	210
ee) Ermessen .....	212

3. Verfassungsmäßigkeit des administrativen Forums und der administrativen Rechtsdurchsetzung	213
a) Bundesgerichtsbarkeit für parallele Feststellungs- und Unterlassungsklage des SEC-Maßnahmeadressaten	214
aa) Die unterinstanzliche Rechtsprechung im Second Circuit – der Fall Gupta	214
bb) Das Urteil des Court of Appeals for the Second Circuit – der Fall Tilton	219
cc) Kritik	220
b) Verfassungsrechtliche Rügen in Bezug auf das Administrativverfahren	220
aa) Verstoß gegen die Appointments Clause durch Nichtbestellung der ALJ durch „Agency Heads“?	221
(1) Die Entscheidung des U.S. Supreme Court in Lucia	222
(2) Folgen	224
bb) Verstoß gegen die Appointments Clause durch „Removal Protection“?	224
cc) Verstoß gegen das Recht auf eine Jury?	226
dd) Verstoß gegen das „Non-Delegation Doctrine“?	228
ee) Verstoß gegen den Gleichheitssatz?	229
ff) Verstoß gegen den Gewaltenteilungsgrundsatz?	230
c) Stellungnahme und Ausblick	230
4. Maßnahmen und Sanktionen zur Rechtsdurchsetzung im administrativrechtlichen Verfolgungssystem	234
a) Maßnahme- und Sanktionsspektrum	234
b) Unterlassungsanordnung (Cease-and-Desist Order)	234
aa) Hintergrund	234
bb) Tatbestand	235
cc) Einmalige Rechtsverletzung in der Vergangenheit und Wiederholungsgefahr	236
dd) Ermessensausübung	237
ee) Vorläufiger Cease-and-Desist Order (Temporary Cease-and-Desist Order)	238
ff) Im Cease-and-Desist Order verhängbare Sanktionen	241
(1) Geldbuße	241
(2) Herausgabe widerrechtlich erlangter Vermögensvorteile (Disgorgement)	242
gg) Durchsetzung eines Cease-and-Desist Order	243
(1) Gerichtliche Geldbuße (Court-Imposed Civil Penalty)	243
(2) Befolgungsverfügung (Order Commanding Compliance)	244
(3) Contempt of Court	245
(a) Hintergrund und Tatbestand	245
(b) Verfahren und Abgrenzung von Civil und Criminal Contempt	246

(c) Der Contempt of Court im Gefüge des durchzusetzenden Cease-and-Desist Order .....	248
(d) Rechtsvergleichender Seitenblick nach Deutschland .....	249
hh) Kollaterale Rechtswirkungen des Erlasses eines Cease-and-Desist Order .....	249
ii) Obey-the-law cease-and-desist order .....	250
c) Administrativrechtliches Officer- und Director-Berufsausübungsverbot für Insiderhändler (Administrative Officer and Director Bar) .....	251
IV. Rechtsdurchsetzung durch die SEC im zivilrechtlichen Verfolgungssystem .....	253
1. Verfahrensspezifika des zivilrechtlichen Verfolgungssystems .....	253
a) Jury-Verfahren .....	253
aa) Rechtliche Rahmenbedingungen .....	253
(1) Verfahren vor den Bundesgerichten .....	253
(2) Natur des Klageanspruchs „at law“, nicht „in equity“ .....	254
(3) Beantragung des Jury-Verfahrens .....	256
bb) Rechtstaktische Überlegungen .....	256
b) Bundeszivilprozessuale Particularity-Hürde .....	257
c) Summary Judgment und Offensive Non-Mutual Collateral Estoppel .....	260
d) Haager Beweisaufnahmeübereinkommen und Pre-Trial Discovery .....	262
2. Maßnahmen und Sanktionen zur Rechtsdurchsetzung im zivilrechtlichen Verfolgungssystem .....	264
a) Bundesgerichtliche Unterlassungsverfügungen (Injunctions) – Grundpfeiler der Enforcement-Aktivität der SEC .....	264
aa) Gesetzgebung und Enforcement-Praxis .....	264
bb) Tatbestand und Abgrenzung zur Common Law-Injunction .....	266
(1) Rechtsgrundlage .....	266
(2) Konkrete Wiederholungsgefahr .....	267
(3) Einstweilige Unterlassungsverfügung (Preliminary Injunction und Temporary Restraining Order) .....	272
(4) Subjektive Voraussetzung .....	273
cc) Aufhebung und Abänderung von Injunctions .....	275
dd) Teilnehmer als Verfügungsadressaten (Aiding and Abetting) .....	276
ee) Billigkeitsrechtsschutz (Equitable Relief) .....	278
ff) Kollaterale Rechtswirkungen des Erlasses einer Injunction .....	282
gg) Gegenüberstellung von Cease-and-Desist Order und Injunction .....	285
(1) Geringere Tatbestandshürden des Cease-and-Desist Order .....	285
(2) Vollstreckbarkeit ohne Order of Compliance .....	285
(3) Flexibilität bei der Rechtsfolgengestaltung .....	286
hh) Die obey-the-law Injunction .....	286
(1) Unbestimmtheit (Overbreadth) .....	287
(2) Due Process und Personal Jurisdiction .....	289
(3) Contempt of Court und Jury-Verfahren .....	290



(4) Vollziehung der obey-the-law Injunction oder Ahndung neuer Insiderhandelsverstöße durch Contempt of Court? .....	292
(5) Stellungnahme .....	293
ii) Zivilrechtliches Officer- und Director-Berufsausübungsverbot für Insiderhändler (Civil Officer and Director Bar) .....	294
(1) Hintergrund .....	294
(2) Tatbestand .....	295
(a) Verstoß gegen die anti fraud-Vorschriften .....	295
(b) Ungeeignetheit für die Berufsausübung – substantial unfitness standard vs. unfitness standard .....	296
(3) Die Alternative des „equitable“ Officer- und Director-Berufsausübungsverbots .....	299
jj) Recht auf ein Jury-Verfahren .....	300
kk) Verjährung .....	300
b) Dinglicher Arrest (asset freeze) .....	303
aa) Allgemeine Grundsätze und Umfang .....	303
bb) Unabhängigkeit vom Tatbestand der Injunction .....	304
cc) Einstweiliger asset freeze .....	305
dd) Rechtsanwaltskosten .....	306
c) Insider Trading-Geldbußen .....	307
aa) Gesetzgebungsakte und Hintergrund .....	307
bb) Tatbestand .....	310
(1) Tatbestandliche Einschränkungen .....	311
(2) Predicate Offense .....	311
(a) Insiderhandelstransaktion .....	311
(b) Communication .....	312
(3) Subjektive Voraussetzung .....	314
(4) Spezialität von SEA § 21A und Verdrängung von SEA § 21(d)(3) .....	314
cc) Sanktionsadressaten: Insiderhändler, Communicator, Controlling Person, Prinzipal und Gehilfe .....	317
(1) Haftung des Insiderhändlers und Communicator .....	317
(2) Haftung der Controlling Person .....	317
(3) Haftung des Prinzipals .....	321
(4) Haftung des Gehilfen (Aiding and Abetting) .....	322
dd) Festsetzung des konkreten Bußgeldbetrages: Kalkulationsbasis und Ermessenserwägungen .....	323
(1) Kalkulationsbasis .....	323
(a) Bußgeld gegen Insiderhändler oder Communicator .....	323
(b) Bußgeld gegen Controlling Person .....	328
(2) Ermessenserwägungen .....	328
ee) Vollstreckung .....	331

ff) Verjährung (Statute of Limitations) .....	331
(1) Discovery Rule .....	333
(2) Fraudulent Concealment und Equitable Tolling .....	335
gg) Recht auf ein Jury-Verfahren .....	336
hh) Dreifacher Schadensersatz (Treble Damages) und das Verbot der Doppelbestrafung (Double Jeopardy) .....	337
(1) Hintergrund und Rechtsprechung des U.S. Supreme Court .....	337
(2) SEA § 21A(a)(2) und Double Jeopardy .....	340
d) Geldbußen .....	342
e) Herausgabe widerrechtlich erlangter Vermögensvorteile (Disgorgement) ..	343
aa) Hintergrund, Rechtsnatur und Zweck .....	343
bb) Schuldner .....	346
cc) Berechnungsmodus .....	348
dd) Verzinsung .....	351
ee) Kein Recht auf ein Jury-Verfahren .....	352
ff) Kein Double Jeopardy .....	352
gg) Verjährung .....	353
hh) Die Entscheidung in Sachen Liu .....	355
C. Rechtsdurchsetzung durch das DoJ im strafrechtlichen Verfolgungssystem .....	356
I. Hintergrund und rechtsökonomisches Fundament der hohen Strafen .....	356
II. Ermittlungsbefugnisse .....	361
1. Überwachung von Tele- und elektronischer Kommunikation sowie gesprochenem Wort .....	361
2. Abfrage von Inhalten von Tele- und elektronischer Kommunikation sowie von Verkehrsdaten .....	362
3. Durchsuchungen, Sicherstellungen und Festnahmen (Searches and Seizures) ..	363
III. Zusammenspiel von SEC und DoJ .....	364
IV. Strafbarkeit von Insiderhändlern .....	366
1. Nach dem Securities Exchange Act .....	366
a) Gesetzlicher Strafraumen .....	366
b) Höhere mens rea-Voraussetzung .....	366
c) Verjährung .....	369
2. Nach dem Penal Code (18 U.S.C.) .....	369
a) Verbrechensverabredung und Beteiligungsstrafbarkeit .....	369
b) Nach 18 U.S.C. § 1348 .....	369
V. Die U.S. Federal Sentencing Guidelines und Insider Trading-Strafen .....	371
1. Strafraumenfindung – was ist der Profit einer Insiderhandelstransaktion? ..	371
a) Net Profit Approach .....	374
b) Market Absorption Approach .....	375
c) Modifizierter Market Absorption Approach .....	376

d) Stellungnahme .....	378
aa) Entkräftung der Argumente für den Net Profit und modifizierten Market Absorption Approach .....	378
bb) Profitbestimmung als nur ein mitschwingender Faktor bei der Schuldsuche .....	381
2. Strafrahmenausfüllung .....	383
VI. Verfall (Criminal Forfeiture) und Schadenswiedergutmachung (Restitution) ....	384
D. Rechtsdurchsetzung des Insiderhandelsverbots in mehreren Rechtsdurchsetzungsforen	385
I. Vorenthaltung von Rechten .....	386
II. Doppelbestrafungsverbot (Double Jeopardy) .....	389

### *Kapitel 3*

<b>Die Öffentliche Durchsetzung des Insiderhandelsverbots in Deutschland</b> .....	391
A. Rechtliche Grundlagen .....	392
I. Der neue Rechtsrahmen von MAR und CRIM-MAD .....	392
II. Die Annexkompetenz für die CRIM-MAD .....	395
III. Zweigleisigkeit der Sanktionierung von Verstößen gegen das Insiderhandelsverbot	396
IV. Harmonisierungsgrad des Insiderverbotstatbestands und der Ermittlungs- und Maßnahme-/Sanktionsbefugnisse .....	398
V. Der Insiderverbotstatbestand .....	400
1. Insidergeschäft nach Art. 14 lit. a) MAR .....	401
2. Empfehlung von und Verleitung zu Insidergeschäften nach Art. 14 lit. b) MAR	404
3. Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen nach Art. 14 lit. c) MAR .....	405
a) Ungenauigkeiten .....	406
b) Rechtsvergleichender Seitenblick in die USA .....	407
B. Rechtsdurchsetzung durch die BaFin im verwaltungs- bzw. aufsichts- und ordnungs- widrigkeitenrechtlichen Verfolgungssystem .....	408
I. Einleitung .....	408
1. Prävention und Repression .....	408
2. Verfassungsmäßigkeit der Ermittlungs-, Maßnahme- und Sanktionsbefugnisse	410
3. Haushalt der BaFin .....	411
II. Der investigative Teil zur Rechtsdurchsetzung .....	412
1. Zahlenmaterial .....	413
2. Schlicht hoheitliches Handeln .....	414
3. Auskunfts- und Vorlageverlangen nach § 6 Abs. 3 WpHG .....	415
a) Tatbestand .....	415
b) Verdachtsstufe .....	416
c) Ermessen .....	419

d) Mitwirkungsverweigerungsrechte .....	420
aa) Das Problem des Vorlageersuchens .....	421
bb) Lösungsansatz .....	422
e) Rechtsschutz .....	423
4. Zugriff auf Telekommunikationsdaten nach § 7 WpHG .....	425
a) Telekommunikationsbetreiber als Maßnahmeadressaten .....	425
aa) Tatbestand .....	425
bb) Verdachtsstufe .....	426
b) Wertpapierdienstleistungs- und sonstige Unternehmen als Maßnahmeadressaten .....	427
aa) Tatbestand .....	427
bb) Verdachtsstufe .....	427
c) Rechtsschutz .....	428
5. Durchsuchungen, Sicherstellungen und Beschlagnahmen nach § 6 Abs. 12 WpHG .....	429
a) Tatbestand .....	429
b) Verdachtsstufe .....	430
c) Keine Ergreifungsdurchsuchung .....	430
d) Durchsuchungen bei Nichtverdächtigen .....	431
e) Keine Notwendigkeit einer vorherigen Absprache mit der Staatsanwaltschaft .....	432
f) Rechtsschutz .....	433
6. Vermögensbeschlagnahmen nach § 6 Abs. 13 WpHG .....	434
a) Tatbestand .....	434
aa) Sachlicher Anwendungsbereich .....	434
(1) Umfassendes Verständnis der neuen Kompetenz .....	434
(2) Begriff des Vermögenswerts .....	435
(3) Sicherung eines Anspruchs .....	436
(a) Problemaufriss .....	436
(b) Rechtsvergleichender Seitenblick in die USA .....	437
(c) Mögliche Ansprüche .....	438
(d) Verhältnis von § 6 Abs. 13 WpHG zu § 111e StPO i. V.m. § 46 Abs. 2 OWiG .....	438
(4) Anordnungsgrund .....	440
bb) Persönlicher Anwendungsbereich .....	441
b) Vollziehung der Beschlagnahme und Verwaltung der beschlagnahmten Vermögenswerte .....	441
c) Rechtsschutz .....	441
7. Abschluss des investigativen Teils zur Rechtsdurchsetzung durch ein „Settlement“ – rechtsvergleichender Seitenblick in die USA .....	442
8. Stellungnahme .....	443

III. Maßnahmen und Sanktionen zur Rechtsdurchsetzung im aufsichtsrechtlichen Verfolgungssystem .....	445
1. Das Insiderverbot im aufsichtsrechtlichen Verfolgungssystem .....	445
a) Vermutung der Nutzung der Insiderinformation .....	445
aa) Grundsatz: Echte Beweislastumkehr .....	445
bb) Ausnahme: Vollstreckung von Unterlassungsanordnung wegen Verstoßes gegen Art. 14 MAR .....	447
b) Personeller Anwendungsbereich und Vorsatzfragen .....	449
2. Das in aufsichtsrechtlichen Verfahren zur Verfügung stehende Maßnahme- und Sanktionsarsenal .....	450
a) Anordnung nach § 6 Abs. 2 S. 1 und 2 WpHG .....	451
aa) Tatbestand und Ermessen .....	451
bb) Anwendungsbereich hinsichtlich der Durchsetzung des Insiderhandelsverbots .....	451
cc) Keine Einschränkung durch Missstandsvoraussetzung .....	452
dd) Repressionswirkungen einer präventiven Anordnung .....	453
ee) Anordnungen in Bezug auf Art. 14 MAR – rechtsvergleichender Seitenblick in die USA .....	453
ff) Rechtsschutz .....	454
b) Unterlassungsanordnung nach § 6 Abs. 6 S. 1 Nr. 2 WpHG .....	455
aa) Tatbestand und Ermessen .....	455
(1) Wiederholungsgefahr .....	455
(2) Vortat .....	456
(3) Ermessensreduktion durch Automatismus der Maßnahmebekanntmachung nach § 125 WpHG .....	457
bb) Zulässigkeit einer „obey-Art. 14 MAR“-Anordnung? .....	458
(1) Rechtsvergleichender Seitenblick in die USA .....	459
(2) Bestimmtheit i. S. von § 37 Abs. 1 VwVfG .....	460
(a) Bezugnahme auf Art. 14 MAR insgesamt .....	462
(b) Bezugnahme auf eine Tatbestandsvariante von Art. 14 MAR ...	463
(c) Vermeidung von Über- und Unterinklusivität .....	464
(3) Festsetzungsfähiger Zwangsgeldbetrag und Ermessen .....	464
cc) Rechtsschutz .....	465
c) Unterlassungsanordnung nach § 6 Abs. 7 Alt. 1 WpHG .....	465
aa) Tatbestand und Ermessen .....	465
bb) Berufsregelnde Tendenz trotz eingeschränkter Rechtsfolge .....	466
cc) Rechtsschutz .....	467
d) Unterlassungsanordnung nach § 6 Abs. 6 S. 1 Nr. 7 WpHG und § 6 Abs. 7 Alt. 2 WpHG .....	467
aa) Tatbestand und Ermessen .....	467
bb) Art der Bezugsanordnung .....	468

cc) Rechtsschutz .....	468
e) Berufsausübungsverbot nach § 6 Abs. 8 S. 1 i. V. m. Abs. 6 S. 1 Nr. 2 WpHG 468	
aa) Tatbestand und Ermessen .....	468
(1) Nicht nur „Verantwortlichkeit“ für den Verstoß .....	470
(2) Vorsätzlichkeit und Gleichartigkeit der Verstöße .....	471
(3) Zeitlicher Zusammenhang der Verstöße .....	473
bb) Umfang des Berufsausübungsverbots .....	473
cc) Feststellung fehlender Vorsätzlichkeit durch die Staatsanwaltschaft ...	475
dd) Keine Ungeeignetheit wegen fehlender Zuverlässigkeit des Maßnah-	
meadressaten als Voraussetzung des Berufsausübungsverbots? .....	475
ee) Rechtsschutz .....	476
f) Berufsausübungsverbot nach § 36 Abs. 2 KWG .....	477
g) Naming and Shaming nach § 125 WpHG .....	478
aa) Tatbestand und (gebundenes) Ermessen .....	478
bb) Kritik .....	480
cc) Rechtsschutz .....	481
h) Warnung nach § 6 Abs. 9 WpHG .....	483
aa) Tatbestand und Ermessen .....	483
bb) Rechtsschutz .....	485
3. Fortentwicklung der Insiderverbotstatbestände durch die Verwaltungsgerichte	
und rechtsvergleichender Seitenblick in die USA .....	486
IV. Die Durchsetzung des Insiderverbots durch die BaFin im ordnungswidrigkeiten-	
rechtlichen Verfolgungssystem .....	487
1. Das Insiderverbot im ordnungswidrigkeitenrechtlichen Verfolgungssystem ...	487
a) Bestandsaufnahme und prozessuale Vorüberlegungen .....	487
b) Vermutung der Nutzung der Insiderinformation und Vorsatz bzgl. der Insi-	
derinformation .....	488
c) Legitimation (der Verschärfung) des Ordnungswidrigkeitenrechts für Insider	489
2. Maßnahmen und Sanktionen zur Rechtsdurchsetzung im ordnungswidrigkei-	
tenrechtlichen Verfolgungssystem .....	491
a) Geldbuße .....	491
aa) Tatbestand .....	491
(1) Natürliche Person .....	491
(2) Juristische Person .....	492
(a) Umsatzbezogenes Geldbußhöchstmaß .....	492
(b) Anlassstat .....	494
(3) Rechtsvergleichender Seitenblick in die USA .....	494
bb) Gesetzgeberischer Übereifer .....	496

cc) Treble Damages .....	497
(1) Grundsätzliche Berechnungsmethodik und rechtsökonomische Erwägungen .....	497
(a) Abschöpfung und Ahnung nach der Regelungssystematik von WpHG und OWiG .....	499
(b) Rechtsvergleichender Seitenblick in die USA .....	501
(2) Die Berechnung des wirtschaftlichen Vorteils nach § 120 Abs. 18 S. 4 WpHG .....	501
(a) Die Berechnung des wirtschaftlichen Vorteils i. S. des Ordnungswidrigkeitenrechts – Nettoprinzip .....	502
(b) Die Berechnung des erlangten Etwas i. S. des Ordnungswidrigkeiten- und Strafrechts – Bruttonprinzip und Aufgabe der „Sondervorteilsdogmatik“ .....	503
(aa) Zweistufige Berechnung nach dem Bruttonprinzip .....	504
(bb) Einschränkung des Bruttonprinzips, wenn Insiderverstoß eine Ordnungswidrigkeit darstellt .....	505
(c) Transfer der Berechnungsmethodik zum erlangten Etwas in die Berechnungsmethodik zum wirtschaftlichen Vorteil i. S. von § 120 Abs. 18 S. 4 WpHG .....	507
(d) Rechtsvergleichender Seitenblick in die USA .....	509
(3) Grundsätzliche Zumessungskriterien .....	509
(4) Erzielter Gewinn oder vermiedener Verlust als Kriterium zur Ausfüllung des Ahndungsrahmens? .....	511
(5) Abschreckungspotential? .....	512
dd) Das Verhältnis von § 120 Abs. 18 S. 2 Hs. 2 Nr. 1 und S. 3–4 WpHG zur OWiG-Verbandsgeldbuße im Falle eines vorsätzlichen Insiderhandelsverstoßes .....	512
(1) Problemaufriss .....	512
(2) Seitenblick auf das Kartell- und Bankenrecht .....	513
(3) Keine tatbestandliche Anwendbarkeit von § 120 Abs. 18 S. 2 Hs. 2 Nr. 1 WpHG bei vorsätzlichem Insiderhandelsverstoß? .....	514
(4) Keine Lösung des Konkurrenzproblems durch § 30 Abs. 2 S. 4 OWiG .....	514
(5) Vergleich der Obergrenzen von OWiG- und WpHG-Ahndungsrahmen .....	515
(6) WpHG-Ahndungsrahmen ist lex specialis .....	516
ee) Verjährung .....	517
ff) Tatmehrheit .....	517
b) Einziehung des Wertes von Taterträgen (Gewinnabschöpfung) .....	518
aa) Subsidiäre Stellung – rechtsvergleichender Seitenblick in die USA ...	518
bb) Tatbestand der Einziehungsanordnung nach § 29a OWiG .....	519

cc) Höhe des Wertes der Taterträge .....	520
(1) Einschränkungen des Bruttoprinzips bei leichtfertigem Handeln des Täters .....	521
(2) Einschränkung des Bruttoprinzips bei fehlender Vorwerfbarkeit des Täters oder fehlender Bösgläubigkeit des Dritten .....	523
(a) Das erlangte Etwas .....	523
(b) Keine Einziehung des „Paper Profit“ .....	524
(3) Relevanz der Sondervorteilslehre für die Einziehung von „Paper Profit“ .....	526
dd) Selbständiges Einziehungsverfahren nach § 29a Abs. 5 OWiG .....	527
ee) Verjährung .....	527
c) Beschlagnahme und Vermögensarrest .....	528
aa) Tatbestand .....	528
bb) Sicherbare Ansprüche .....	529
(1) Geldbuße nach WpHG .....	529
(2) Anordnung der Einziehung von Taterträgen nach OWiG .....	530
(3) Gebühren und Auslagen nach OWiG .....	533
(4) Geldstrafe und Strafverfahrenskosten .....	533
C. Rechtsdurchsetzung durch die Staatsanwaltschaft im strafrechtlichen Verfolgungssystem .....	534
I. Zusammenspiel von BaFin und Staatsanwaltschaft .....	534
II. Strafbarkeit von Insiderhändlern .....	536
1. Die CRIM-MAD-Vorgaben und -Umsetzung .....	536
2. Die widerlegliche Nutzungsvermutung .....	538
3. Legitimation (der Verschärfung) des Insiderstrafrechts .....	540
III. Strafrahmenausfüllung .....	544
1. Der Sondervorteil .....	544
a) Der freenet-Beschluss des BGH .....	544
b) Keine Änderung der Sondervorteils-Rechtsprechung durch die Reform der strafrechtlichen Vermögensabschöpfung v. 13.4.2017 .....	547
aa) Der Sondervorteil in der Verlustvermeidungsalternative .....	548
bb) Der Sondervorteil in der Gewinnerzielungsalternative .....	550
c) (Unions-)Verfassungsrechtliche Notwendigkeit der Herausdestillation des Sondervorteils .....	551
2. Andere Faktoren .....	552
IV. Einziehung .....	553
1. Tatbestand .....	553
2. Grundsätze zur Bestimmung des erlangten Etwas nach dem BGH – die Sondervorteils-Rspr. ....	555
3. Der Beschluss des OLG Stuttgart v. 3.9.2015 – Fortsetzung der Sondervorteils-Rspr. ....	559



4. Die Reform der strafrechtlichen Vermögensabschöpfung v. 13.4.2017 – Auswirkungen auf die Sondervorteils-Rspr. ....	560
a) Die Eliminierung des Unmittelbarkeitsprinzips .....	560
b) Bedeutung im Insiderhandelskontext .....	561
c) Abzugsmöglichkeit des Kaufpreises in der Verlustvermeidungsalternative? .....	564
aa) Fallbeispiel .....	564
bb) Rekapitulation der Rechtsprechungspraxis des 3. und 5. Strafsenats des BGH .....	564
cc) Die Gesetzesbegründung zur Reform der strafrechtlichen Vermögensabschöpfung und die Literatur .....	565
dd) Teleologische und rechtsökonomische Überlegungen gegen eine Abzugsmöglichkeit .....	567
ee) Rechtsvergleichender Seitenblick in die USA .....	568
d) Berücksichtigung des Sondervorteils für eine Einziehung des „Paper Profit“ .....	568
e) Einschränkung des Bruttoprinzips bei fehlender Vorwerfbarkeit des Täters oder fehlender Bösgläubigkeit des Dritten .....	569
f) Stellungnahme .....	571
5. Verschiebungsfälle .....	573
a) Tatbestand .....	573
b) Gesamtschuldnerische Haftung und rechtsvergleichender Seitenblick in die USA .....	574
6. Selbstständige Einziehung .....	576
7. Beschlagnahme und Vermögensarrest .....	578
V. Verhängung eines Berufsverbots .....	578
D. Rechtsdurchsetzung des Insiderhandelsverbots in mehreren Rechtsdurchsetzungsforen .....	579
I. Rekapitulierender Seitenblick in die USA .....	579
II. Das Verhältnis vom straf- zum ordnungswidrigkeitenrechtlichen Rechtsdurchsetzungsforum im nationalen Recht .....	579
1. Keine weitere Verfolgung der Tat als Ordnungswidrigkeit .....	580
a) Einstellungen nach §§ 153 ff., 170 Abs. 2 StPO .....	581
b) Selbstständige Einziehung .....	582
2. Keine weitere Verfolgung der Tat als Straftat .....	583
III. Das Verhältnis vom aufsichtsrechtlichen zum straf- und ordnungswidrigkeitenrechtlichen Rechtsdurchsetzungsforum im nationalen Recht .....	585
IV. Unionsrecht .....	586

*Kapitel 4*

<b>Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und Ausblick</b>	588
A. Die Öffentliche Durchsetzung des Insiderhandelsverbots in den USA	588
I. Rechtsdurchsetzungslücken	588
II. Effektivität und Effizienz des Public Enforcement durch die SEC und das DoJ	589
B. Das Public Enforcement des Insiderhandelsverbots in Deutschland	591
C. Ausblick	593
<b>Literaturverzeichnis</b>	595
<b>Stichwortverzeichnis</b>	633

## Abkürzungsverzeichnis

Hinsichtlich im Text verwandter Abkürzungen, die im Folgenden nicht aufgelistet sind, wird verwiesen auf *Kirchner*, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache (9. Aufl. 2019) sowie The Bluebook (21<sup>st</sup> ed.).

1. FiMaNoG	Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz
2. FiMaNoG	Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz
Acc. Rev.	Accounting Review
Admin. L. Rev.	Administrative Law Review
aff'd	affirmed
Ala.	Alabama
Ala. L. Rev.	Alabama Law Review
Alb. L. Rev.	Albany Law Review
ALJ	Administrative Law Judge
Am. Crim. L. Rev.	American Criminal Law Review
Am. J. Comp. L. Supp.	American Journal of Comparative Law Supplement
Am. L. & Econ. Rev.	American Law & Economics Review
Am. U. Bus. L. Rev.	American University Business Law Review
Am. U. L. Rev.	American University Law Review
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
Ariz. L. Rev.	Arizona Law Review
Ariz. St. L.J.	Arizona State Law Journal
backg'd	background
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
B.C. Int'l & Comp. L. Rev.	Boston College International & Comparative Law Review
Berkeley Bus. L.J.	Berkeley Business Law Journal
Berkeley J. Int'l L.	Berkeley Journal of International Law
Brook. L. Rev.	Brooklyn Law Review
BSA	Bank Secrecy Act
Buff. L. Rev.	Buffalo Law Review
B.U. L. Rev.	Boston University Law Review
Bus. Law.	Business Lawyer
Cal.	California
Cal. L. Rev.	California Law Review
Cal. W. Int'l L.J.	California Western International Law Journal
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
Case W. Res. L. Rev.	Case Western Reserve Law Review
Cath. U. L. Rev.	Catholic University Law Review
CEA	Commodities Exchange Act
cert.	certiorari
CFBP	Bureau of Consumer Financial Protection
CFR	Code of Federal Regulations
CFTC	Commodities and Futures Trading Commission

Ch.	Chapter
Cir.	Circuit Court of Appeals (federal)
C.J.	Chief Justice
Clev. St. L. Rev.	Cleveland State Law Review
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. J. Transnat'l L.	Columbia Journal of Transnational Law
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Const.	Constitution
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
CPLR	New York Civil Practice Law and Rules
CRIM-MAD	Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse
CUNY L. Rev.	City University of New York Law Review
D.	District Court (federal)
D.C.	District of Columbia
Del.	Delaware
Dodd-Frank Act	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
DoE	SEC Division of Enforcement
DoJ	Department of Justice
DPA	Deferred Prosecution Agreement
Duke L.J.	Duke Law Journal
EAJA	Equal Access to Justice Act
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
E.D.	Eastern District
Ed.	Edition oder Editor
Emory L.J.	Emory Law Journal
Eur. Fin. Mgmt.	European Financial Management
F.	Federal Reporter
F.2d	Federal Reporter, Second Series
F.3d	Federal Reporter, Third Series
F. App'x	Federal Appendix
F. Supp.	Federal Supplement
F. Supp. 2d	Federal Supplement Second Series
F. Supp. 3d	Federal Supplement Third Series
FCPA	Foreign Corrupt Practices Act
Fed. R. Civ. Proc.	Federal Rules of Civil Procedure
Fed. R. Crim. Proc.	Federal Rules of Criminal Procedure
Fed. Reg.	Federal Register
Fed. R. Evid.	Federal Rules of Evidence
Fed. Sec. L. Rep.	Federal Securities Law Reporter
Fed. Sent'g Rep.	Federal Sentencing Reporter
Fin. Rev.	Financial Review
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
Fla.	Florida
Fla. L. Rev.	Florida Law Review
FOIA	Freedom of Information Act
Fordham J. Corp. & Fin. L.	Fordham Journal of Corporate & Financial Law
Fordham L. Rev.	Fordham Law Review
F.R.D.	Federal Rules Decisions

Ga.	Georgia
Ga. L. Rev.	Georgia Law Review
Geo. L.J.	Georgetown Law Journal
Geo. Wash. L. Rev.	George Washington Law Review
Global Mkt. L.J.	Global Markets Law Journal
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. J.L. & Pub. Pol'y	Harvard Journal of Law & Public Policy
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Hastings L. J.	Hastings Law Journal
Hofstra L. Rev.	Hofstra Law Review
H.R.	House of Representatives
Ill.	Illinois
Int'l Econ. Rev.	International Economic Review
Int'l Law.	International Lawyer
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
Iowa L. Rev.	Iowa Law Review
ISECA	International Securities Enforcement Cooperation Act
ITSA	Insider Trading Sanctions Act
ITSFEA	Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act
J.	Justice
J. Acct. & Econ.	Journal of Accounting & Economics
J. Acct. & Fin.	Journal of Accounting & Finance
J. Bus.	Journal of Business
J. Bus. & Sec. L.	Journal of Business & Securities Law
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Corp. L. Stud.	Journal of Corporate Law Studies
J. Crim. L. & Criminology	Journal of Criminal Law & Criminology
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Fin. Res.	Journal of Financial Research
J.L. & Econ.	Journal of Law & Economics
J.L. Econ. & Org.	Journal of Law, Economics & Organisation
J. Legal Stud.	Journal of Legal Studies
J. Risk & Ins.	Journal of Risk & Insurance
L.Ed.	United States Supreme Court Reports, Lawyer's Edition
L.Ed.2d	United States Supreme Court Reports, Lawyer's Edition Second Series
Law & Contemp. Probs.	Law & Contemporary Problems
Law & Pol'y Int'l Bus.	Law & Policy in International Business
Law & Soc'y Rev.	Law & Society Review
Lewis & Clark L. Rev	Lewis & Clark Law Review
Litig.	Litigation
MAR	Market Abuse Regulation
McGeorge L. Rev.	McGeorge Law Review
Md.	Maryland
Me. L. Rev.	Maine Law Review
Mich. J. Int'l L.	Michigan Journal of International Law

Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
Minn. J. Int'l L.	Minnesota Journal of International Law
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review
MMoU	Multilateral Memorandum of Understanding
MoU	Memorandum of Understanding
N.C. Banking Inst.	North Carolina Banking Institute
N.C. L. Rev.	North Carolina Law Review
N.D.	Northern District
N.Y.	New York
N.Y.L.J.	New York Law Journal
N.Y.U. J.L. & Bus.	New York University Journal of Law & Business
N.Y.U. L. Rev.	New York University Law Review
NASD	National Association of Securities Dealers
NDAA	National Defense Authorization Act
Neb.	Nebraska
No.	Number
Notre Dame L. Rev.	Notre Dame Law Review
NPA	Non-Prosecution Agreement
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NYSE	New York Stock Exchange
Ohio St. J. Crim. L.	Ohio State Journal of Criminal Law
Ohio St. L.J.	Ohio State Law Journal
OIP	Order Instituting Proceedings
Pa.	Pennsylvania
Pace Int'l L. Rev.	Pace International Law Review
Pace L. Rev.	Pace Law Review
PSLRA	Private Securities Litigation Reform Act
Q.J. Bus. & Econ.	Quarterly Journal of Business & Economics
Q.J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
Rel.	Release
Remedies Act	Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act
Rep.	Report
Rev. Banking & Fin. L.	Review of Banking & Financial Law
Rev. Fin. Stud.	Review of Financial Studies
Rev. Sec. & Commod. Reg.	Review of Securities & Commodities Regulation
rev'd	reversed
Rutgers L. Rev.	Rutgers Law Review
S.	Senate
SA	Securities Act
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
S.Ct.	Supreme Court
S.D.	Southern District
SEA	Securities Exchange Act
Seattle U. L. Rev.	Seattle University Law Review
SEC oder S.E.C.	Securities Exchange Commission
Sec. Litig.	Securities Litigation
Sec. Reg. & L. Rep.	Securities Regulation & Law Report
Sec. Reg. L.J.	Securities Regulation Law Journal

S. Ill. U. L.J.	Southern Illinois University Law Journal
SMU L. Rev.	SMU Law Review
St. John's L. Rev.	St. John's Law Review
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
Stan. L. Rev. Online	Stanford Law Review Online
Stat.	Statute(s)
STJ	Special Trial Judge
Suffolk Transnat'l L. Rev.	Suffolk Transnational Law Review
Suffolk U. L. Rev	Suffolk University Law Review
Sup. Ct. Rev.	Supreme Court Review
Syracuse L. Rev.	Syracuse Law Review
Temp. Int'l & Comp. L.J.	Temple International & Comparative Law Journal
Tenn. L. Rev.	Tennessee Law Review
Tex.	Texas
Tex. Int'l L.J.	Texas International Law Journal
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
TRO	Temporary Restraining Order
Tul. L. Rev.	Tulane Law Review
Tul. Mar. L.J.	Tulane Maritime Law Journal
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
U. Kan. L. Rev.	University of Kansas Law Review
U. Miami L. Rev.	University of Miami Law Review
U. Mich. J.L. Reform	University of Michigan Journal of Law Reform
U. Pa. J. Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of Business Law
U. Pa. J. Const. L.	University of Pennsylvania Journal of Constitutional Law
U. Pa. J.L. & Pub. Aff.	University of Pennsylvania Journal Law & Public Affairs
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U. Pitt. L. Rev.	University of Pittsburgh Law Review
U.C. Davis L. Rev.	University of California Davis Law Review
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
U.S.	United States oder United States Supreme Court Reporter
U.S.C.	United States Code
U.S.C.A.	United States Code Annotated
U.S.C.C.A.N.	United States Code Congressional and Administrative News
U.S.F. L. Rev.	University of San Francisco Law Review
Utah L. Rev.	Utah Law Review
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
Vill. L. Rev.	Villanova Law Review
Vt.	Vermont
Wake Forest L. Rev.	Wake Forest Law Review
Wash. & Lee L. Rev.	Washington & Lee Law Review
Wash. L. Rev.	Washington Law Review
Wash. U. L.Q.	Washington University Law Quarterly
W.D.	Western District
Wis. L. Rev.	Wisconsin Law Review
WL	Westlaw

Wm. & Mary L. Rev.	William & Mary Law Review
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation
Yale L.J.	Yale Law Journal
Yale L.J.F.	Yale Law Journal Forum





## Kapitel 1

# Einleitung

## A. Themenbegrenzung

Materielles Recht ohne Durchsetzung ist wertlos. Stimmen in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur weisen sogar empirisch nach, dass fehlende oder ineffektive Rechtsdurchsetzung bestimmter bestehender Rechtsnormen einen Zustand begründen können, der volkswirtschaftlich betrachtet schlechter ist als ein Zustand ohne die entsprechenden Rechtsnormen.<sup>1</sup> Die Durchsetzung bestehenden Rechts ist damit grundsätzlich ebenso wichtig wie die Schaffung neuen Rechts.<sup>2</sup> Die Zweckrichtung einer für einen Rechtsverstoß verhängten Sanktion kann im Grundsatz präventiver oder repressiver Natur sein, wobei ihr häufig auch eine Mischform innewohnen wird.

Der Topos der Remedur steht im Mittelpunkt dieser Arbeit. Es soll um die Remedur für Verstöße gegen das Insider(-handels-)verbot (Begriffserklärung sogleich) in seiner aktuell im US-amerikanischen und im europäischen Recht wurzelnden Fassung gehen. Das Insiderverbot wird hierbei als positives Recht akzeptiert, sei es als statutarisches Recht, das in Normen gegossen worden ist, oder als Recht, wie es aus der Spruchpraxis der Gerichte folgt. Damit werden Fragen der grundsätzlichen Regelungsbedürftigkeit von Insiderhandel sowie Fragen im Zusammenhang mit den theoretischen, ökonomischen und rechtspolitischen Grundlagen des Insiderverbots nur punktuell dort behandelt, wo dies das tiefere Verständnis einer Remedur erfordert. Grund für die Nichtbefassung mit diesen Fragen ist vor allen Dingen, dass sich ihnen bereits einige Werke<sup>3</sup> – auch aus deutscher Perspektive<sup>4</sup> – gewidmet und sich

---

<sup>1</sup> *Bhattacharya/Daouk*, 13 Rev. Fin. 577, 579 et seqq. (2009); vgl. auch mit empirischen Nachweisen in Bezug auf die Korrelation zwischen dem Grad der Durchsetzung des Insiderverbots auf der einen und zunehmender Liquidität der Kapitalmärkte und sinkenden Emittentenkosten auf der anderen Seite, *Bhattacharya/Daouk*, 57 J. Fin. 75 (2002); s. ferner *Del Guercio/Odders-White/Ready*, 60 J.L. & Econ. 269, 291 (2017) mit der Erkenntnis, dass nach erhöhtem *SEC enforcement* das Ausmaß von Insiderhandelsaktivitäten abnimmt; ähnlicher Befund bei *Chira/Madura*, 36 J. Fin. Res. 325, 329 (2012); vgl. ferner *Tanimura/Wehrly*, 35 J. Fin. Res. 1 (2012); *Beny*, 7 Am. L. & Econ. Rev. 144 (2005); *Bris*, 11 Eur. Fin. Mgmt. 267 (2005).

<sup>2</sup> So das Resultat der *de Larosière*-Gruppe, The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report (25 Feb. 2009), S. 16.

<sup>3</sup> *Manne*, Insider Trading and the Stock Market (1966); vgl. ferner *Wu*, 68 Colum. L. Rev. 260 (1968); *Manne*, 23 Vand. L. Rev. 547, 565–76 (1970); *Carlton/Fischel*,

damit umfänglich und tiefgehend auseinandergesetzt haben. Insoweit kann sich der Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit leicht abgrenzen.

Im Unterschied zu jenen Werken soll es Ziel dieser Arbeit sein, im ersten Teil (*Kapitel 2*) zunächst eine erschöpfende Darstellung der Rechtslage in Bezug auf das der *Securities and Exchange Commission* (fortan: *SEC*) sowohl durch Rechtsakte des US-amerikanischen *Congress* und der *SEC* als auch durch *case law* zur Rechtsdurchsetzung an die Hand gegebene Maßnahme- und Sanktionsarsenal zu liefern.<sup>5</sup> Gleichzeitig müssen in Anbetracht der Vielzahl verfügbarer Maßnahmen und Sanktionen Schwerpunkte gesetzt werden. Maßnahmen und Sanktionen sollen dabei nicht isoliert im Raum stehen, sondern in Beziehung zu den ihnen vorausgehenden wesentlichen Ermittlungsschritten gesetzt und im Gefüge des zu ihrer Durchsetzung verfügbaren prozessualen Rechtsrahmens betrachtet werden.

Themenbegrenzend stehen ferner nur die *öffentlich-rechtlichen* Remeduren für Insiderverbotsverstöße im Fokus der Untersuchung. Der Begriff des „*enforcement*“ soll damit immer nur in seiner öffentlich-rechtlichen Dimension verwandt und verstanden werden (im weiteren Verlauf auch „*public enforcement*“)<sup>6</sup>. Im Gegensatz zur privatrechtlichen Kapitalmarkrechtsdurchsetzung wird es hier also um Prävention und Repression durch Hoheitsgewalt gehen, nicht die Kompensation durch Private.<sup>7</sup>

Auch eine Gegenüberstellung und empirische Untersuchung der Effektivität und Effizienz<sup>8</sup> beider Rechtsräume – *public enforcement* vs. *private enforcement* – bilden hier nicht den Gegenstand der Untersuchung. In diesen Fragenkreisen hat die Li-

---

35 Stan. L. Rev. 857, 858 (1983); Cox, 1986 Duke L.J. 628, 629–30; Levmore, 11 Harv. J.L. & Pub. Pol’y 101 (1988). Für eine Untersuchung der wesentlichen Argumente pro und contra Regulierung von Insiderhandel s. Bainbridge, Insider Trading Law and Policy, 3rd ed. 2014, at 175–211.

<sup>4</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, 2018, Vorbem. zu Art. 7, Rn. 38–40; Klöhn, in: Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Aufl. 2014, vor §§ 12–14 Rn. 85 f.; Lahmann, Insiderhandel, 1994; Mennicke, Sanktionen gegen Insiderhandel, 1996, S. 57–118; kürzlich auch Waschkowski, Insiderhandel, 2019, S. 44–64.

<sup>5</sup> Monographien aus deutscher Perspektive bilden insoweit (nur) knapp die Rechtslage vor Erlass des *Dodd-Frank Act* im Jahre 2010 – und damit die Rechtslage vor dem Ausbau des *SEC*-Maßnahme- und Sanktionsapparats im Administrativverfahren – ab, etwa Villeda, Insiderhandel, 2010; Koenig, Verbot von Insiderhandel, 2005; Koch, Ermittlung und Verfolgung von strafbarem Insiderhandel, 2005; ausführlich hingegen Mennicke, Sanktionen gegen Insiderhandel, 1996, aber auch dort nur knappe Schilderung des *SEC*-Administrativverfahrens, das hier einen Schwerpunkt bilden wird.

<sup>6</sup> Identisches Begriffsverständnis bei Bohrer, in: Enforcement im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 2015, 2015, 243, 245.

<sup>7</sup> Dazu monographisch Schwarzer, Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften mittels Privatrechts, 2020.

<sup>8</sup> Während die Effektivität den Grad an Zielerreichung misst, misst die Effizienz die Erreichung des Ziels auf eine bestimmte Art und Weise i.S. ihrer Wirtschaftlichkeit; etwa Maume, ZHR 180 (2016), 358, 365.

teratur insbesondere in den USA einen reichen Fundus an Arbeiten hervorgebracht<sup>9</sup> und auch in Deutschland konkret für den Bereich der Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Normen bereits Spuren hinterlassen<sup>10</sup>.

Im zweiten Teil der Arbeit (*Kapitel 3*) wird dann in weitestgehender Spiegelung des Aufbaus des ersten Teils der Arbeit (*Kapitel 2*) die Durchsetzung des Insiderverbots in Deutschland durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (fortan: BaFin) beleuchtet. Ähnlich dem US-amerikanischen Teil werden auch hier Schwerpunkte bei einzelnen Maßnahmen und Sanktionen gesetzt und vor allem das Ermittlungsverfahren durch die BaFin gestrafft und mit einem Fokus auf neuere durch das 1. FiMaNoG<sup>11</sup> geschaffene Tatbestände nachgezeichnet. Dabei werden immer wieder Brücken in den US-amerikanischen Teil geschlagen und die Rechtssysteme miteinander verglichen. Es wird sich zeigen, dass die in der hiesigen Kapitalmarktp Praxis bzw. bei der Durchsetzung des Insiderverbots hierzulande auftretenden Probleme und Fragen häufig miteinander vergleichbar sind. Entsprechend werden die Befunde zur US-amerikanischen Rechtslage eine substantielle Quelle für die Bewertung ausgewählter Fragen des deutschen *enforcement* und insbesondere für die Anwendung einiger neuerer durch die *Market Abuse Regulation* (fortan: MAR)<sup>12</sup> geschaffenen Kompetenzen, Maßnahmen und Sanktionen der Behörden zur Bekämpfung von Insiderhandel darstellen.<sup>13</sup>

Abschließend erfolgt eine thesenartige Rekapitulation der Befunde und ein kurzer Ausblick (*Kapitel 4*).

<sup>9</sup> Für den Primärmarktbereich etwa *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer*, 61 J. Fin. 1, 20 (2006), welche die private Rechtsdurchsetzung, konkret die Durchsetzung einer Remedur für Kapitalmarktinformationsverletzungen mit geringen Beweishürden, als wesentliche Determinante für die Stärke nationaler Kapitalmärkte ansehen; *Jackson/Roe*, 93 J. Fin. 207, 235 (2009), die der administrativen Rechtsdurchsetzung und den dazu zur Verfügung stehenden Ressourcen entscheidendes Gewicht beimessen; für eine Kombination beider Rechtsdurchsetzungsmodelle *Davies*, 9 J. Corp. L. Stud. 295, 313 (2009); daneben auch *Rose*, 108 Colum. L. Rev. 1301, 1349 et seqq. (2008); kapitalmarktrechtsunabhängig *Posner*, *Economic Analysis of Law*, 9th ed. 2014, at 655 et seqq.; *Cox*, 1986 Duke L.J. 628; *Shavell*, 13 J. Leg. Stud. 357, 360 et seqq. (1984); *Landes/Posner*, 4 J. Legal Stud. 1 (1975).

<sup>10</sup> *Bohrer*, in: *Fleischer/Kalss/Vogt*, *Enforcement im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht* 2015, 2015, 243; *Veil/Brüggemeier*, in: *Fleischer/Kalss/Vogt*, *Enforcement im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht* 2015, 2015, 277 ff., 294 ff.; *Wagner*, in: *FS Köndgen*, 664, 672 ff., der die Vorzüge der Doppelspurigkeit von privat- und öffentlich-rechtlichem Sanktionsrecht hervorhebt; *Ackermann*, in: *FS Köndgen*, 1, 6 ff., der die Effizienz der Durchsetzung von Ge- und Verboten ohne eine formale Gegenüberstellung der Rechtsdurchsetzungsforen untersucht; *Klöhn*, in: *Schulze*, *Compensation of Private Losses*, 2011, S. 179 ff.; *Möllers*, *AcP* 208 (2008), 1, 24; *Maume*, *ZHR* 180 (2016), 358; vgl. auch *Mennicke*, *Sanktionen gegen Insiderhandel*, 1996, S. 479–564; im Hinblick auf die kapitalmarktrechtliche Gewinnabschöpfung *de lege ferenda*, *Binninger*, *Gewinnabschöpfung*, 2010, S. 309 ff.

<sup>11</sup> Genauer bei Kapitel 3: A. III.

<sup>12</sup> Genauer bei Kapitel 3: A.

<sup>13</sup> Vgl. allgemein zur Rechtsvergleichung mit dem Ziel der Verbreiterung des Fächers von Lösungsmodellen („*école de vérité*“), *Zweigert/Kötz*, *Rechtsvergleichen*, 3. Aufl. 1996, S. 13 f.