

Inhaltsverzeichnis

| | | |
|----------|--|----|
| § 1 | Einleitung | 19 |
| I. | Fragestellung | 19 |
| 1. | Tendenzen in der jüngeren Entwicklung des WpHG | 19 |
| 2. | Bedenken gegen den isolierten Schutz eines kollektiven Rechtsguts | 21 |
| a) | Klarheit der Strafbarkeitsgrenze | 21 |
| b) | Stärkung des Vertrauens der Anleger | 22 |
| c) | Verdacht des Verstoßes gegen das Untermaßverbot und Zweifel aus dem Blickwinkel des Sozialstaatsprinzips | 23 |
| aa) | Erfordernis hinreichender Schutzmaßnahmen aus dem Untermaßverbot und Schutzfunktion des Strafrechts | 23 |
| bb) | Ableitungen aus dem Sozialstaatsprinzip | 25 |
| 3. | Individualisierbare Beziehungen im Wertpapierhandel und deren wirtschaftliche und rechtliche Bedeutung | 25 |
| a) | Ermittelbarkeit der Parteiidentität | 26 |
| b) | Konvergenz ökonomischer Steuerungsmechanismen und homo oeconomicus | 27 |
| c) | Sicht der Rechtsvergleichung | 29 |
| II. | Ziel der Arbeit | 29 |
| 1. | Ermittlung der Schutzgegenstände | 29 |
| 2. | Ermittlung des Verhältnisses zwischen dem Schutz des individuellen und dem des kollektiven Interesses | 31 |
| III. | Gang der Untersuchung | 31 |
| 1. Teil: | Zur Präzisierung des Inhalts des kollektiven Rechtsguts als Schutzgegenstand des Insiderhandelsverbots | 35 |
| § 2 | Wertpapierhandel und Preisbildung | 36 |
| I. | Hinführung zum Wertpapierhandel | 36 |
| 1. | Handelssegmente und Preisermittlung | 36 |
| a) | Börsen | 37 |
| b) | Multilaterales Handelssystem | 38 |
| c) | Systematischer Internalisierer | 39 |

| | |
|--|----|
| 2. Relevanz der Informationen | 40 |
| II. Preisermittlung i.S. der Wirtschaftstheorie | 41 |
| 1. Theorie informationseffizienter Märkte | 41 |
| a) Schwache Form bzw. Tests for Return Predictability | 43 |
| b) Halbstarke Form bzw. Events Studies | 43 |
| c) Starke Form bzw. Tests for Private Information | 44 |
| 2. Joint-Hypothesis und verschiedene Pricing Models | 44 |
| a) Capital Asset Pricing Model | 45 |
| b) Dreifaktorenmodell und Vierfaktorenmodell | 47 |
| c) Arbitrage Pricing Theorie | 48 |
| d) CAPM als das dieser Arbeit zugrunde gelegte Pricing Model | 48 |
| 3. Methodologische Bewertung der Hypothese der Markteffizienz und des Pricing Models sowie deren juristische Bedeutung | 50 |
| a) Methodologische Bewertung der Hypothese der Markteffizienz und des Pricing Models | 50 |
| aa) Akzeptable Instabilität der Hypothese der Markteffizienz und des Pricing Models | 50 |
| bb) CAPM und Hypothese der Markteffizienz als rationale Methode – Max Webers Gedanke der „Entzauberung“ – | 53 |
| b) Juristische Bedeutungen der Hypothese der Markteffizienz und des Pricing Models | 54 |
| aa) Erste Bedeutung – Aussortierung des erlaubten Risikos von gemeinsamen Risiken – | 54 |
| bb) Zweite Bedeutung – Halbstarke Form der Markteffizienz als Bezugspunkt der Gesetzgebung – | 55 |
| cc) Dritte Bedeutung – Hinweis auf den Schutz des kollektiven Rechtsguts – | 57 |
| III. Zwischenergebnisse | 58 |
| § 3 Geschütztes Rechtsgut des Insiderhandelsverbots – zum Schutzgegenstand kollektiver Rechtsgüter – | 58 |
| I. Konzeption der kollektiven Rechtsgüter | 58 |
| 1. Monistische Rechtsgutslehre – die personale Rechtsgutskonzeption | 58 |

| | |
|--|----|
| 2. Dualistische Rechtsgutskonzeption | 60 |
| a) Ansicht von Tiedemann | 60 |
| b) Ansicht von Hefendehl | 61 |
| II. Ermittlung des kollektiven Rechtsguts beim Insiderhandelsverbot | 64 |
| 1. Zur Bestimmung des geschützten Rechtsguts – Auslegung des Gesetzestextes des Insiderhandelsverbots – | 65 |
| 2. Ermittlung des kollektiven Rechtsguts aus der Gesetzesbegründung | 67 |
| a) Chancengleichheit als Schutzgegenstand? | 68 |
| aa) Verschiedene Interpretationen der Chancengleichheit | 68 |
| bb) Stellungnahme | 70 |
| b) Funktionsfähigkeit des Marktes als Schutzgegenstand? | 71 |
| c) Von Funktionsfähigkeit zu Vertrauen – Verhältnis zwischen Funktionsfähigkeit und Vertrauen – | 73 |
| d) Anlegervertrauen als kollektives Rechtsgut | 74 |
| aa) Kapitalmarkt als eine essentielle Institution | 74 |
| bb) Entstehung und Zerstörung von Vertrauen | 75 |
| cc) Systemvertrauen des Anlagepublikums | 76 |
| e) Beseitigung von Fehlinterpretation in der Literatur | 78 |
| f) Rolle des Anlegervertrauens in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts bei der Auslegung der einzelnen Tatbestandsmerkmale | 80 |
| III. Zwischenergebnisse | 81 |
| 2. Teil: Das Vermögen als (weiterer) Schutzgegenstand des Insiderhandelsverbots? | 83 |
| § 4 Rechtsvergleichende Analyse – Vergleich mit den USA | 84 |
| I. Überblick über thematisch einschlägige Straftatbestände des US-amerikanischen Rechtssystems | 86 |
| 1. Verhältnis zwischen „Deceit“ im Common Law, „False Pretense“ und „Fraud“ i.S. des Criminal Law | 87 |
| 2. Besonderheiten des „Fraud“ im Criminal Law | 89 |
| II. Entwicklung der Rechtslage der Insiderregeln | 91 |
| 1. Die Rechtslage vor dem Securities Act und dem Securities Exchange Act | 91 |

| | | |
|------|--|-----|
| 2. | Die Rechtslage nach dem Securities Act und dem Securities Exchange Act | 92 |
| a) | Rule 10b-5 | 93 |
| b) | Rule 14e-3 | 94 |
| c) | Section 16(a) | 97 |
| d) | Regulation Fair Disclosure | 97 |
| e) | Insider Trading Sanctions Act von 1984 & Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act von 1988 | 98 |
| 3. | Vergleich der amerikanischen Regeln und des WpHG | 99 |
| III. | Darstellung und Würdigung der US-amerikanischen Rechtsprechung | 101 |
| 1. | In Re Cady Roberts & Co. und SEC v. TexasGulf Sulphur Co. – equal access theory | 101 |
| a) | Inhalt der equal access theory | 101 |
| b) | Würdigung der equal access theory | 103 |
| 2. | Chiarella v. United States – fiduciary duty theory | 104 |
| a) | Inhalt der fiduciary duty theory | 104 |
| b) | Würdigung der fiduciary duty theory – Verengung des Anwendungsbereich der Insiderregeln – | 106 |
| 3. | Dirks v. SEC – tipper/tippee theory | 108 |
| a) | Inhalt der tipper/tippee theory | 108 |
| b) | Würdigung der tipper/tippee theory – Erster Versuch zur Vergrößerung des Anwendungsbereichs – | 110 |
| 4. | Misappropriation theory | 111 |
| a) | Inhalt der misappropriation theory | 111 |
| aa) | Rechtsprechung der Circuit Courts | 112 |
| bb) | United States v. O'Hagan | 116 |
| cc) | Reaktion der SEC auf die misappropriation theory | 118 |
| b) | Würdigung der misappropriation theory – Zweiter Versuch zur Vergrößerung des Anwendungsbereichs – | 119 |
| aa) | Änderung des Schutzgegenstands und des Inhalts der Treuepflicht | 119 |
| bb) | Grenzen der misappropriation theory | 121 |
| IV. | Ergebnis der rechtsvergleichenden Analyse | 124 |
| 1. | Die konkreten Unterschiede zwischen dem deutschen und dem US-amerikanischen System | 124 |
| 2. | Wie kann man von den US-amerikanischen Theorien profitieren? | 125 |

| | |
|---|-----|
| 3. Spuren der US-amerikanischen Gedanken im deutschen Recht | 127 |
| V. Zwischenergebnisse | 128 |
| § 5 Deliktsstruktur des Insiderhandels in Bezug auf Vermögensschutz | 128 |
| I. Schutzverhältnis zwischen individuellem und kollektivem Rechtsgut | 129 |
| 1. Konflikt zwischen dem Vermögensschutz und dem Schutz des kollektiven Rechtsguts beim Insiderhandelsverbot? | 129 |
| 2. Beispiele anderer Vorschriften | 131 |
| II. Juristische Bedeutung des CAPM und der Hypothese der Effizienz in Bezug auf den Schutz des individuellen Rechtsguts | 132 |
| 1. Insiderinformation als Vermögenswert – Übertragung des Vermögenswerts auf das unsystematische Risiko – | 133 |
| 2. Wem kann der Vermögenswert der Insiderinformation zugesprochen werden? | 134 |
| III. Objektive Tatbestandsstruktur zum Vermögensschutz – Auf welche Art und Weise wird das Vermögen verletzt? – | 135 |
| 1. Gegenstand der Täuschung und der Verwendung im WpHG – Insidertatsachen vs. Insiderinformationen – | 138 |
| aa) Tatsache i.S. des StGB | 139 |
| bb) Information i.S. des WpHG | 139 |
| aaa) Information über Umstände | 140 |
| bbb) Konkretheit der Information | 141 |
| 2. Insiderhandel als Täuschungshandlung – Zur Bildung der Verkehrsanschauung beim Wertpapierhandel – | 143 |
| a) Täuschung durch Tun oder Unterlassen? | 143 |
| b) Grundlage der Verkehrsanschauung des Wertpapierhandels | 145 |
| aa) Besonderheiten des Wertpapierhandels – Hypothese der doppelten quantitativen Schwächung der Herrschaft – | 145 |
| aaa) Entindividualisierung: Erste quantitative Schwächung der Herrschaft | 145 |
| bbb) Immaterialisierung: Zweite quantitative Schwächung der Herrschaft | 147 |

| | | |
|------|---|-----|
| bb) | Begründung einer Verkehrsanschauung – Bedeutung der Verwendung der Insiderinformation – | 147 |
| aaa) | Entdeckungsmöglichkeit der Insiderinformation | 148 |
| bbb) | Wer ist für das von Insiderinformationen verursachte Risiko verantwortlich? | 150 |
| cc) | Risikogeschäft und minimale Redlichkeit | 154 |
| 3. | Irrtum des Outsiders | 156 |
| a) | Irrtum durch den Kommunikationsweg | 156 |
| b) | Zurechenbarkeit | 158 |
| aa) | Hypothetischer Kausalverlauf? | 159 |
| bb) | Intensivierungsprinzip als Ausnahme der Zurechnung? | 160 |
| 4. | Vermögensverfügung des Outsiders | 163 |
| a) | Elemente der Vermögensverfügung | 164 |
| b) | Kausalität zwischen Irrtum und Vermögensverfügung | 165 |
| 5. | Vermögensbestandteil bei Positivinsiderinformation: Exspektanz des Outsiders? | 166 |
| a) | Handelstypen bei Positivinsiderinformationen | 167 |
| b) | Ermittlung der Exspektanz | 168 |
| aa) | Kurzer Überblick über die Dogmatik der Exspektanz | 168 |
| bb) | Normativ-ökonomischer Vermögensbegriff als Grundlage | 170 |
| c) | Exspektanz beim Outsider als Verkäufer bzw. Leerverkäufer? | 172 |
| aa) | Outsider als Verkäufer | 172 |
| bb) | Outsider als Leerverkäufer | 174 |
| d) | Zusammenfassung | 175 |
| 6. | Bei Negativinsiderinformation: Vermögensgefährdung | 175 |
| a) | Handelstypen bei Negativinsiderinformationen | 175 |
| b) | Schadensermittlung – Vermögensgefährdung als Vermögensschaden | 176 |
| aa) | Kurzer Überblick über die Dogmatik der Vermögensgefährdung | 177 |
| bb) | Vermögensgefährdung beim normativ-ökonomischen Vermögensbegriff – Qualitative Verschlechterung der Herrschaft – | 179 |

| | |
|--|-----|
| cc) Überschuldungsbilanz als materiales Hilfsmittel bei der Ermittlung des Vermögensschadens | 181 |
| c) Anwendbarkeit der Figur der Vermögensgefährdung i.S. des normativ-ökonomischen Vermögensbegriffs beim Wertpapierhandel als Risikogeschäft | 183 |
| aa) Risikogeschäft \neq Qualitative Verschlechterung der Herrschaft | 183 |
| bb) Überprüfung der Vermögensgefährdung nach der Überschuldungsbilanz bei negativen Insiderinformationen | 186 |
| d) Vermögensgefährdung für Outsider als Leerverkäufer bei positiven Insiderinformationen | 188 |
| e) Zusammenfassung | 189 |
| IV. Subjektive Tatbestandsstruktur zum Vermögensschutz ohne Absicht rechtswidriger Bereicherung | 189 |
| 1. Vorsatz des Insiders | 190 |
| a) Vorsatz bei § 38 Abs. 1 Nr. 1 WpHG im Vergleich zu § 263 Abs. 1 StGB | 190 |
| b) Leichtfertigkeit des § 38 Abs. 1 Nr. 1 i.V.m. Abs. 4 WpHG | 191 |
| 2. Absicht der rechtswidrigen Bereicherung | 192 |
| a) Rolle der Absicht beim Betrug | 192 |
| b) Vermögensschutz trotz des Verzichts auf die Absicht rechtswidriger Bereicherung beim Insiderhandelsverbot | 193 |
| aa) Notwendigkeit der Absicht für einen Vermögensschutz? | 193 |
| bb) Ergebnis des Verzichts auf Absicht – Insiderdelikt als Schädigungsdelikt | 194 |
| 3. Zusammenfassung | 196 |
| 4. Exkurs – Chancengleichheit als individuelles Rechtsgut? | 196 |
| V. Zwischenergebnisse | 197 |

| | |
|---|-----|
| 3. Teil: Wirkung des parallelen Schutzsystems | 199 |
| § 6 Wirkung des parallelen Schutzes für das individuelle und das kollektive Rechtsgut beim Insiderhandelsverbot | 199 |
| I. Einzelfallanalyse und eigene Lösung | 199 |
| 1. Ausräumung des Verdachts eines Verstoßes gegen das Untermaßverbot und das Gleichheitsprinzip | 199 |
| a) Ansicht der h.M. und Kritik | 199 |
| b) Sichtweise des parallelen Schutzsystems | 201 |
| 2. Bedeutung des Erwerbens und Veräußerns in § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG | 201 |
| a) Auslegung der Literatur | 201 |
| b) Auslegung aus Sicht des parallelen Schutzsystems | 202 |
| 3. §§ 14 Abs. 1 Nr. 1 i.V.m. 38 WpHG als Schutzgesetz i.S. des § 823 Abs. 2 und Insiderhandel als sittenwidrige Schädigung i.S. des § 826 BGB | 203 |
| a) Darstellung der Literatur und Rechtsprechung | 203 |
| aa) § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG als Schutzgesetz i.S. des § 823 Abs. 2 BGB | 203 |
| bb) Sittenwidrigkeit auf Grundlage von § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG | 205 |
| b) Dogmatische Kritik der Literaturansichten | 205 |
| aa) Will der Gesetzgeber das Vermögen des Outsiders nicht schützen? | 205 |
| bb) petitio principii der h.M. | 207 |
| cc) Strafbarkeit als Grundlage der Sittenwidrigkeit? | 208 |
| c) Bewertung aus Sicht des parallelen Schutzsystems | 208 |
| 4. Marktinformation als Insiderinformation? | 210 |
| a) Meinungsspektrum in der Literatur | 210 |
| b) Sichtweise des parallelen Schutzsystems | 211 |
| 5. Kriterium des Verständigen Anlegers und der Erheblichkeit der Kursbeeinflussung | 212 |
| a) Meinungsspektrum in der Literatur | 212 |
| b) Sichtweise des parallelen Schutzsystems | 213 |
| aa) Bedeutung des verständigen Anlegers | 213 |
| bb) Bedeutungen der Erheblichkeit der Kursbeeinflussung | 214 |

| | |
|--|-----|
| 6. Zukünftige Umstände bzw. mehrstufige Entscheidungsprozesse | 215 |
| a) Darstellung der Literatur und Rechtsprechung | 215 |
| b) Bewertung aus der Sicht des parallelen Schutzsystems | 217 |
| aa) Verständiger Anleger als konkretes Kriterium | 218 |
| bb) Notwendigkeit zur Überprüfung der Zwischenschritte | 219 |
| 7. Insiderhandelsdelikt als Gefährdungsdelikt oder Verletzungsdelikt? | 220 |
| a) Darstellung der Literatur | 220 |
| b) Bewertung aus der Sicht des parallelen Schutzsystems | 221 |
| aa) Begründung des abstrakten Gefährdungsdelikts | 221 |
| bb) Begründung des Verletzungsdelikts, insbesondere als Schädigungsdelikt | 223 |
| cc) Rechtssicherheit aus dem Blickwinkel des parallelen Schutzsystems | 223 |
| 8. Gerüchte als Insiderinformationen? | 224 |
| a) Darstellung der Literatur und Praxis | 224 |
| b) Kritik aus der Sicht des parallelen Schutzsystems | 225 |
| 9. Nicht unter § 14 Abs. 1. Nr. 1 i.V.m. § 38 Abs. 1 WpHG zu subsumierende Fälle | 227 |
| a) Face-to-Face Geschäft und Pakethandel | 227 |
| aa) Darstellung der Literatur | 227 |
| bb) Bewertung aus der Sicht des parallelen Schutzsystems | 228 |
| b) Due-Diligence-Fälle | 229 |
| aa) Darstellung der Literatur | 229 |
| bb) Bewertung aus der Sicht des parallelen Schutzsystems | 230 |
| 10. Drittbezug, Scalping und sog. Frontrunning | 231 |
| a) Notwendigkeit des Drittbezugs? | 231 |
| aa) Darstellung der Literatur und Rechtsprechung | 231 |
| bb) Bewertung aus der Sicht des parallelen Schutzsystems | 232 |
| b) Scalping und Frontrunning | 233 |
| aa) Darstellung der Literatur und Rechtsprechung | 233 |
| bb) Bewertung aus Sicht des parallelen Schutzsystems | 235 |
| 11. Beweislastumkehr bzw. Vorsatzvermutung? | 236 |
| a) Darstellung der Literatur und Rechtsprechung | 236 |

| | |
|--|-----|
| b) Geschichte der Gesetzesänderung | 237 |
| aa) Bedeutung von „Ausnutzen“ | 237 |
| bb) Bedeutung von „Verwendung“ | 237 |
| c) Bewertung aus Sicht des parallelen Schutzsystems | 239 |
| aa) Erleichterung der Beweisführung nach der h.M.? | 239 |
| bb) Mehr als geplantes Handeln als Voraussetzung für eine Verwendung? | 240 |
| cc) Ablehnung der Beweislastumkehr bzw. Vorsatzvermutung | 242 |
| 12. Verbesserung der prozessualen Stellung des Outsiders | 244 |
| a) Position der h.M. | 244 |
| b) Schutz des Opfers aus Sicht des parallelen Schutzsystems | 245 |
| II. Zwischenergebnisse | 246 |
| § 7 Resümee | 249 |
| I. Forschungsergebnisse | 249 |
| II. Ausblick | 251 |
| Literaturverzeichnis | 253 |