

Gliederung

Einleitung	S. 1
I. Das Insiderproblem	S. 2
1. Ziel der Arbeit	S. 3
2. Gang der Arbeit	S. 3
3. Prüfungsmaßstab	S. 4
4. Methode	S. 5
a) Normtextauslegung	S. 5
b) Normbereichsanalyse	S. 6
II. Relevanz kapitalmarktrechtlicher Regelungen	S. 6
1. Regelungsziele	S. 7
2. Entwicklung der Kapitalmarktrelevanz	S. 8
a) Strukturwandel der Kapitalmärkte	S. 8
b) Umstrukturierung der Investorenseite	S. 9
c) Vielgestaltigkeit der Kapitalmarktakteure	S. 9
d) Internationalität der Kapitalmärkte und des Kapitalmarktrechtes	S. 9
e) Zusammenfassung	S. 10
3. Ökonomische Notwendigkeit des Insiderhandelsverbotes	S. 10
a) Rentabilität von Insiderhandel	S. 11
b) Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	S. 12
c) Auswirkungen auf die Unternehmen	S. 13
d) Auswirkungen auf die individuellen Anleger	S. 14
e) Zusammenfassung	S. 14
4. Regulierung	S. 15
a) Überregulierung	S. 15
b) Grundkonflikte des Kapitalmarktes	S. 16
c) Zusammenfassung	S. 18
III. Rechtsgeschichtliche Vorbemerkungen	S. 18
IV. Derzeitige Rechtslage	S. 21

Erstes Kapitel: Insiderpapiere, § 12 WpHG S. 25**I. Finanzinstrumente, § 12 Satz 1 i.V.m. § 2 Abs. 2b WpHG** S. 25**1. Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate und****Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren, § 2 Abs. 2b Satz 1 WpHG** S. 25**a) Wertpapiere** S. 26**aa) Allgemeine Definition** S. 26**aaa) Wertpapier im engeren Sinne** S. 26**bbb) Wertpapier im weiteren Sinne** S. 27**ccc) Relevanz der Unterscheidung** S. 27**bb) Begriff des Wertpapiers im Sinne des WpHG** S. 28**aaa) Schlüsselbegriff** S. 28**bbb) Investmentfonds** S. 29**ccc) Schuldverschreibungen** S. 29**cc) Ergebnis** S. 29**b) Geldmarktinstrumente** S. 30**c) Derivate** S. 30**aa) Legaldefinition, § 2 Abs. 2 WpHG** S. 30**aaa) Devisenabhängige Termingeschäfte** S. 31**bbb) Derivate auf Waren oder Edelmetalle** S. 31**ccc) Swaps und forward rate agreements** S. 32**ddd) Ergebnis** S. 32**bb) Freistellung von Zulassung oder Einbeziehung, § 12 Satz 1, Ziff. 3 WpHG** S. 32**aaa) Optionsrechte auf Insiderpapiere** S. 33**(1) Möglichkeit zur Umgehung** S. 33**(2) Stellungnahme** S. 34**(3) Ergebnis** S. 34**bbb) Clickoptions** S. 35**(1) Ansicht der BaFin** S. 35**(2) Stellungnahme** S. 35**(3) Ergebnis** S. 36**ccc) Wertsteigerungsrechte, Stock Appreciation Rights und Phantom Stocks** S. 36**(1) Ansicht der BaFin** S. 36**(2) Stellungnahme** S. 36

(3) Ergebnis.....	S. 37
cc) Ergebnis.....	S. 37
d) Rechte auf Zeichnungen.....	S. 37
2. Sonstige Instrumente i.S.d. § 2 Abs. 2b Satz 2 WpHG.....	S. 37
a) Einschränkungende Auslegung.....	S. 37
b) Neue Generalklausel.....	S. 38
c) Stellungnahme.....	S. 38
d) Ergebnis.....	S. 39
3. Insiderpapiere ohne börsenrelevante Umsätze.....	S. 39
a) Ansicht Claussens.....	S. 39
b) Ansicht Soesters.....	S. 40
c) Stellungnahme.....	S. 40
II. Zulassung oder Einbeziehung , § 12 Satz 1, Ziff. 1, 2 WpHG.....	S. 40
1. Inländische Börse, Geregelter Markt oder Freiverkehr,	
§ 12 Satz 1, Ziff. 1 WpHG.....	S. 40
a) Vorgabe der MMR und Umsetzung in deutsches Recht.....	S. 41
aa) Ansicht Soesters.....	S. 42
bb) Stellungnahme.....	S. 42
b) Ergebnis.....	S. 44
2. Zulassung an einem organisierten Markt in der Europäischen Union oder EWG Staat, § 12 Satz 1, Ziff. 2 WpHG.....	S. 44
3. Nicht erfasste Märkte.....	S. 45
III. Antragstellung oder öffentliche Ankündigung, § 12 Satz 2 WpHG.....	S. 45
1. Vorgabe der MMR und Umsetzung in deutsches Recht.....	S. 46
2. Literatur.....	S. 46
3. Stellungnahme.....	S. 46
IV. Auslandssachverhalte, § 1 Abs. 2 WpHG.....	S. 47
1. Einschränkungen.....	S. 47
a) Inländische Finanzinstrumente.....	S. 48
b) Spezialregelungen.....	S. 48
c) Teleologische Reduktion.....	S. 48

2. Zusammenfassung.....	S. 49
V. Zusammenfassung.....	S. 50
Zweites Kapitel: Insiderinformation, § 13 WpHG.....	S. 51
I. Von der Insidertatsache zur Insiderinformation.....	S. 51
1. Konkrete Information über Umstände.....	S. 52
a) Definition.....	S. 52
aa) Umstände.....	S. 53
aaa) Rechtslage vor dem AnSVG.....	S. 53
bbb) Rechtslage nach dem AnSVG.....	S. 54
(1) Äußere Umstände.....	S. 55
(2) Innere Umstände.....	S. 56
(a) Weite Auslegung.....	S. 56
(b) Enge Auslegung.....	S. 57
(c) Stellungnahme.....	S. 57
(d) Ergebnis.....	S. 58
(3) Zukünftige Umstände.....	S. 58
(a) Zeitpunkt.....	S. 59
(b) Parameter.....	S. 59
(aa) Voraussehbarkeit.....	S. 59
(bb) Hohe Wahrscheinlichkeit.....	S. 59
(cc) „Probability/magnitude“-Formel.....	S. 59
(dd) Relativer Wahrscheinlichkeitsbegriff.....	S. 60
(ee) Stellungnahme.....	S. 60
(c) Ergebnis.....	S. 62
(4) Ergebnis.....	S. 62
bb) Konkrete Information.....	S. 63
aaa) Definition.....	S. 63
bbb) Ergebnis.....	S. 65
cc) Maßgeblichkeit des Informationsempfängers.....	S. 66
dd) Regelbeispiele des § 13 Abs. 1 Satz 4 WpHG.....	S. 66
aaa) Insiderinformationen über Orderaufträge,	

VII

§ 13 Abs. 1 Satz 4, Ziff. 1 WpHG	S. 66
bbb) Insiderinformationen in Bezug auf Derivate,	
§ 13 Abs. 1 Satz 4, Ziff. 2 WpHG	S. 67
ccc) Ergebnis	S. 68
ee) Ergebnis	S. 68
b) Sonderfälle	S. 69
aa) Werturteile und Prognosen	S. 69
aaa) Rechtslage vor dem AnSVG	S. 69
bbb) Rechtslage nach dem AnSVG	S. 69
(1) Weite Ansicht	S. 70
(2) Einschränkungende Ansicht	S. 70
(3) Stellungnahme	S. 70
ccc) Ergebnis	S. 70
bb) Gerüchte	S. 72
aaa) Gerücht als Umstand	S. 72
bbb) Gerücht über Umstände	S. 72
(1) Rechtslage vor dem AnSVG	S. 72
(2) Rechtslage nach dem AnSVG	S. 73
(3) Stellungnahme	S. 74
ccc) Ergebnis	S. 75
cc) Absichten und Pläne (Zukünftige Umstände)	S. 76
aaa) Rechtslage vor dem AnSVG	S. 76
bbb) Rechtslage nach dem AnSVG	S. 76
(1) Verhältnis von Absichten und Plänen zu zukünftigen Umständen	S. 76
(2) Hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts	S. 78
ccc) Ergebnis	S. 79
dd) Abgrenzung Gerüchte und zukünftige Umstände	S. 80
aaa) Meinungsstand	S. 80
bbb) Stellungnahme	S. 80
ccc) Ergebnis	S. 81
ee) Mehrstufige Entscheidungsprozesse	S. 82
aaa) Rechtslage vor dem AnSVG	S. 82
bbb) Rechtslage nach dem AnSVG	S. 82
(1) Preiserheblichkeit	S. 83

(2) Eintrittswahrscheinlichkeit	S. 83
(3) Stellungnahme	S. 83
ccc) Ergebnis	S. 84
c) Ergebnis	S. 84
2. Nicht öffentlich	S. 84
3. Emittenten- oder Insiderpapierbezug	S. 86
a) Marktinformationen	S. 87
b) Konzernstrukturen	S. 88
c) Ergebnis	S. 88
4. Eignung zur erheblichen Beeinflussung des Kurs- und Marktpreises	S. 88
a) Verfassungsmäßigkeit	S. 89
b) Eignung zur Preisbeeinflussung	S. 90
aa) Ermittlung des Börsenpreises	S. 90
bb) Prognoseentscheidung	S. 91
aaa) Verständiger Anleger	S. 92
(1) Durchschnittlich verständiger Anleger	S. 92
(2) Börsenkundiger Anleger	S. 92
(3) Stellungnahme	S. 93
(4) Ergebnis	S. 94
bbb) Wahrscheinlichkeitsgrad	S. 94
ee) Ergebnis	S. 95
c) Erheblichkeit	S. 95
aa) Erheblichkeitskriterien	S. 95
aaa) Rechtslage vor dem AnSVG	S. 95
bbb) Rechtslage nach dem AnSVG	S. 96
ccc) Stellungnahme	S. 97
bb) Ergebnis	S. 98
d) Kurs- und Marktpreis	S. 98
e) Ergebnis	S. 99
f) Sonderfälle	S. 99
aa) Gerüchte	S. 99
bb) Werturteile und Prognosen	S. 100
cc) Absichten und Pläne (Zukünftige Umstände)	S. 100
dd) Mehrstufige Entscheidungsprozesse	S. 101

5. Negativabgrenzung, § 13 Abs. 2 WpHG.....	S. 101
6. Ergebnis.....	S. 101
II. Begriff des Insiders.....	S. 102
III. Insiderinformationen im Rahmen von Unternehmensakquisitionen.....	S. 102
1. Öffentliche Erwerbs- und Übernahmeangebote.....	S. 103
a) Freiwillige Angebote.....	S. 104
aa) Planungsphase.....	S. 105
aaa) Gerüchte.....	S. 105
bbb) Absichten und Pläne zur Abgabe eines Angebots.....	S. 105
(1) Konkrete Information über Umstände.....	S. 105
(2) Eignung zur Beeinflussung des Börsen- oder Marktpreises.....	S. 107
(3) Nicht öffentlich.....	S. 107
(4) Ergebnis.....	S. 108
ccc) Vertraulichkeitsvereinbarungen.....	S. 108
(1) Begriff und Funktion.....	S. 108
(2) Erscheinungsformen.....	S. 108
(3) Insiderinformation.....	S. 109
(4) Ergebnis.....	S. 109
ddd) Business Combination Agreement.....	S. 109
(1) Begriff und Funktion.....	S. 109
(2) Insiderinformation.....	S. 110
(a) Konkrete Information.....	S. 110
(b) Preiserheblichkeit.....	S. 110
(3) Ergebnis.....	S. 111
eee) Due Diligence.....	S. 111
(1) Begriff und Funktion.....	S. 111
(2) Insiderinformation.....	S. 113
(a) Konkrete Information.....	S. 113
(b) Preiserheblichkeit.....	S. 114
(3) Ergebnis.....	S. 115
fff) Sonstige Informationen.....	S. 115
ggg) Ergebnis.....	S. 116

bb) Vorangebotsphase	S. 116
aaa) Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebotes	S. 116
(1) Finanzbeteiligung	S. 117
(2) Wesentliche Beteiligung	S. 118
(3) Unternehmerische Beteiligung	S. 119
(4) Ergebnis	S. 120
bbb) Eckpunkte des Angebotsinhaltes	S. 120
ccc) Ergebnis	S. 121
cc) Angebotsphase	S. 122
dd) Nachangebotsphase	S. 123
b) Pflichtangebote	S. 123
aa) Planungsphase	S. 124
bb) Vorangebotsphase	S. 124
cc) Angebotsphase	S. 125
c) Ergebnis	S. 125
2. Sonstige Unternehmensakquisitionen	S. 125
a) Unternehmens- und Beteiligungskauf	S. 126
aa) Non Binding Indicative Offer Letter	S. 127
bb) Letter of Intent (Absichtserklärung)	S. 127
aaa) Begriff und Funktion	S. 128
bbb) Vereinbarung der Vertraulichkeit	S. 128
ccc) Vereinbarung der weiteren Vorgehensweise	S. 128
ddd) Ergebnis	S. 129
cc) Due Diligence	S. 129
dd) Erwerbsentschluss	S. 130
ee) Ergebnis	S. 130
b) Pakethandel	S. 130
aa) Definition	S. 130
bb) Insiderinformation	S. 131
cc) Ergebnis	S. 132
c) Blockhandel	S. 132
3. Ergebnis	S. 132
IV. Zusammenfassung	S. 132

3. Kapitel: Verbot von Insidergeschäften, § 14 WpHG	S. 134
I. Grundlagen der Strafbarkeit	S. 134
1. Anwendungsbereich	S. 134
2. Gefährdungs-/ Erfolgsdelikt	S. 135
3. Gesetzessystematik	S. 136
II. Tathandlungsalternativen	S. 136
1. Erwerbs- und Veräußerungsverbot, § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG	S. 136
a) Erwerb und Veräußerung	S. 136
aa) Aktives Tun	S. 137
aaa) Verfügungsgeschäft	S. 137
bbb) Verpflichtungsgeschäft	S. 137
ccc) Stellungnahme	S. 137
ddd) Ergebnis	S. 138
bb) Unterlassen	S. 138
cc) Eigen- oder Fremdgegeschäft	S. 139
b) Verwendung der Insiderinformation	S. 139
aa) Sondervorteilsabsicht	S. 140
bb) Ursächlichkeit	S. 140
aaa) Weite Ansicht	S. 140
bbb) Enge Ansicht	S. 141
ccc) Stellungnahme	S. 142
ddd) Ergebnis	S. 144
cc) Ergebnis	S. 144
c) Zeitpunkt der Kenntnis	S. 144
d) Subjektiver Tatbestand	S. 144
aa) Vorsatz	S. 144
bb) Leichtfertigkeit	S. 145
aaa) Anwendbarkeit	S. 145
bbb) Definition	S. 146
cc) Ergebnis	S. 147
e) Rechtswidrigkeit und Schuld	S. 147
f) Ergebnis	S. 147

2. Vorfeldtatbestände, § 14 Abs. 1, Ziff. 2, 3 WpHG	S. 148
a) Unbefugtes Mitteilen oder zugänglich machen, § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG	S. 148
aa) Mitteilen oder zugänglich machen	S. 148
aaa) Aktives Tun	S. 148
(1) Definition	S. 148
(2) Nichtkenntnis des Dritten	S. 149
(a) Weite Ansicht	S. 149
(b) Enge Ansicht	S. 149
(c) Stellungnahme	S. 150
(d) Ergebnis	S. 150
bbb) Unterlassen	S. 150
bb) Unbefugt	S. 151
aaa) Rechtliche Qualität	S. 151
bbb) Definition	S. 152
(1) Rechtslage vor dem AnSVG	S. 152
(2) Rechtslage nach dem AnSVG	S. 153
(a) Auslegungsperspektive	S. 153
(b) Änderungen durch das AnSVG	S. 154
(aa) Erleichterung der Weitergabe	S. 154
aaa) Vertraulichkeitsvereinbarung	S. 154
bbb) Vertraulichkeitspflicht	S. 154
ccc) Keine Änderung der Auslegung	S. 154
ddd) Stellungnahme	S. 155
eee) Ergebnis	S. 158
(bb) Verschärfung des Weitergabeverbots	S. 158
aaa) Literatur und EuGH	S. 158
bbb) Stellungnahme	S. 158
ccc) Ergebnis	S. 160
(c) Ergebnis	S. 160
ccc) Ergebnis	S. 161
b) Empfehlen oder Verleiten, § 14 Abs. 1, Ziff. 3 WpHG	S. 161
aa) Empfehlen	S. 162
bb) Verleiten	S. 162
aaa) Aktives Tun	S. 162

bbb) Unterlassen.....	S. 163
cc) Ergebnis.....	S. 163
c) Subjektiver Tatbestand.....	S. 164
aa) Primärinsider.....	S. 164
bb) Sekundärinsider.....	S. 165
cc) Ergebnis.....	S. 165
d) Rechtswidrigkeit und Schuld.....	S. 165
e) Ergebnis.....	S. 165
3. Strafbarkeit des Versuchs, § 38 Abs. 3 WpHG.....	S. 166
4. Ausnahmen.....	S. 167
a) Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen.....	S. 167
b) Sonstige Maßnahmen.....	S. 168
c) Ergebnis.....	S. 168
III. Insiderhandelsverbot im Rahmen von Unternehmensakquisitionen.....	S. 169
1. Verwendung von Insiderinformationen.....	S. 169
a) Eigener Erwerbsentschluss.....	S. 170
aa) Verwendung des eigenen Erwerbsentschlusses.....	S. 170
bb) Umsetzung eines Gesamtplans.....	S. 172
cc) Ergebnis.....	S. 173
b) Verwenden von Insiderinformationen aus einer Due Diligence.....	S. 173
aa) Durch den Erwerber.....	S. 174
aaa) Fester Erwerbsentschluss mit Vorbehalt der Abstandsnahme.....	S. 174
bbb) Einfluss von Insiderinformationen auf das Zustandekommen oder die Bedingungen eines Unternehmenskaufs.....	S. 174
(1) Lösungsvorschläge der BaFin und des Schrifttums.....	S. 175
(2) Stellungnahme.....	S. 176
(3) Ergebnis.....	S. 180
ccc) Erwerbsentschluss nach Due Diligence.....	S. 180
ddd) Ergebnis.....	S. 181
bb) Verwenden durch den Veräußerer.....	S. 181
c) Verwenden durch andere Erwerber (Warehousing).....	S. 181
d) Ergebnis.....	S. 182
2. Weitergabe von Insiderinformationen.....	S. 183

a) Weitergabe durch die Zielgesellschaft.....	S. 183
aa) Weitergabe an den Erwerber.....	S. 183
aaa) Öffentliche Übernahmeangebote.....	S. 184
bbb) Paketerwerbe unterhalb der Kontrollschwelle.....	S. 184
ccc) Ergebnis.....	S. 185
bb) Weitergabe an einen konkurrierenden Erwerber.....	S. 186
cc) Weitergabe an Aktionäre.....	S. 187
aaa) Weitergabe an Kleinaktionäre.....	S. 187
bbb) Weitergabe an Großaktionäre/Familienpools.....	S. 188
ccc) Weitergabe an alle Aktionäre (Hauptversammlung).....	S. 189
(1) Weite Ansicht.....	S. 189
(2) Enge Ansicht.....	S. 189
(3) Vermittelnde Ansicht.....	S. 189
(4) Stellungnahme.....	S. 190
(5) Ergebnis.....	S. 191
dd) Weitergabe an Betriebsinterne und -externe.....	S. 191
aaa) Weitergabe an Betriebsinterne.....	S. 191
bbb) Weitergabe an Betriebsexterne.....	S. 191
ee) Ergebnis.....	S. 192
b) Weitergabe durch den Verkäufer (Aktionär) an den Erwerber.....	S. 193
aa) Rechtmäßige Kenntnis von Insidertatsache.....	S. 193
bb) Unrechtmäßige Kenntnis von Insiderinformationen.....	S. 194
cc) Ergebnis.....	S. 195
c) Weitergabe durch den Erwerber bzw. Bieter.....	S. 196
aa) Weitergabe an Zielgesellschaft und Veräußerer.....	S. 196
aaa) Plan/Absicht.....	S. 196
bbb) Eigener Erwerbsentschluss.....	S. 196
ccc) Informationen aus einer Due Diligence.....	S. 197
ddd) Ergebnis.....	S. 197
bb) Weitergabe an andere Erwerber (Warehousing).....	S. 197
cc) Weitergabe an Betriebsinterne und -externe.....	S. 198
dd) Ergebnis.....	S. 198
d) Ergebnis.....	S. 198
3. Verleiten zu einer Unternehmensakquisition.....	S. 199

4. Ergebnis	S. 199
IV. Zusammenfassung	S. 200
Viertes Kapitel: Rechtsfolgen	S. 201
I. Straftatbestände	S. 201
1. Allgemeindelikt, § 38 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG	S. 201
2. Sonderdelikt, § 38 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG	S. 201
a) Primärinsider	S. 202
aa) § 38 Abs. 1, Ziff. 2a)-c) WpHG	S. 202
bb) § 38 Abs. 1, Ziff. 2d) WpHG	S. 202
b) Sekundärinsider	S. 203
3. Versuchsstrafbarkeit	S. 203
4. Haftungsmaßstab	S. 203
5. Rechtsfolgen der Tat	S. 204
a) Freiheits- und Geldstrafe	S. 204
b) Sonstige Sanktionen	S. 204
II. Bußgeldtatbestand	S. 204
1. Anwendungsbereich	S. 204
2. Haftungsmaßstab	S. 205
3. Rechtsfolgen	S. 205
III. Durchsetzung des Insiderhandelsverbotes	S. 206
1. Befugnisse zur Durchsetzung von Verboten, § 4 Abs. 2 WpHG	S. 206
2. Auskunft, Vorlage und Überlassung von Unterlagen, § 4 Abs. 3 WpHG	S. 208
3. Betretungsrecht, § 4 Abs. 4 WpHG	S. 208
4. Strafverfolgung, § 4 Abs. 5 WpHG	S. 208
5. Schweigepflicht, § 4 Abs. 8 WpHG	S. 208
IV. Shaming, § 40b WpHG	S. 208
V. Zusammenfassung	S. 210

Fünftes Kapitel: Zusammenfassung	S. 211
I. Zusammenfassung der Ergebnisse	S. 211
1. Anwendungsbereich	S. 211
2. Insiderpapiere	S. 211
3. Insiderinformationen	S. 211
a) Konkrete Informationen über Umstände	S. 211
b) Nicht öffentlich	S. 212
c) Emittenten- oder Insiderpapierbezug	S. 212
d) Eignung zur erheblichen Beeinflussung des Börsen- oder Marktpreises	S. 212
e) Insiderinformationen im Rahmen von Unternehmensakquisitionen	S. 213
4. Insiderhandelsverbot	S. 213
a) Tathandlungsalternativen	S. 213
aa) § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG	S. 213
bb) § 14 Abs. 1, Ziff. 2, 3 WpHG	S. 214
cc) Versuch, § 38 Abs. 3 WpHG	S. 215
b) Insiderhandelsverbot im Rahmen von Unternehmensakquisitionen	S. 215
aa) § 14 Abs. 1, Ziff. 1 WpHG	S. 215
bb) § 14 Abs. 1, Ziff. 2 WpHG	S. 216
5. Rechtsfolgen und Haftung	S. 217
II. Bilanz	S. 217