

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XIII
Abkürzungsverzeichnis	XXIX
Einführung und Überblick zum Gang der Untersuchung	1
Erster Teil: Das Insider-Handelsverbot	3
1. Kapitel: Das insiderrechtliche telos	3
2. Kapitel: Theorie des Insiderrechts	28
3. Kapitel: Zur Sanktion des Insiderhandels	40
A. Öffentlich-rechtliche Sanktionen	41
B. Zusätzlich privatrechtliche Sanktionen?	47
4. Kapitel: Die einzelnen Tatbestandsmerkmale der Insider- Information	68
5. Kapitel: Eignung der Insidertatsache zur beträchtlichen Kursbeeinflussung	90
A. Grundlagen der Geeignetheitsprüfung	90
B. Rechtsvergleichung zum Informationsbegriff	94
C. Bisherige Vorschläge für das deutsche Recht	121

D. Eigener Vorschlag: Europarechtlich-systematische Interpretation des Begriffs der Geeignetheit	135
6. Kapitel: Die Insider-Person und die sie treffenden Verbote	154
Zweiter Teil: Die besonderen Rechtspflichten der Banken unter dem neuen Insiderrecht	181
Einführung: Insiderrecht und Bankrecht	181
1. Kapitel: Organisation von Insiderwissen im Rahmen der Banktätigkeit - Insider und sensitive Informationen in einzelnen Geschäftssparten	185
A. Kreditgeschäft.....	185
B. Emissionstätigkeit.....	189
C. Analysesektor.....	191
D. Aufsichtsratsmandate.....	191
E. Zusammenfassung.....	193
F. Merger & Acquisition	194
2. Kapitel: Compliance	212
A. Bankorganisation und Insiderrecht	212
B. Compliance als Organisationselement	214
3. Kapitel: Chinese Walls	231
A. Das Institut der Chinese Wall.....	231
B. Weiterreichende Funktion der Walls	240
C. Zur Übertragbarkeit ins deutsche Recht	253
D. Würdigung des Chinese Wall-Ansatzes	263

4. Kapitel: Die Behandlung der Insider-Information im Verhältnis der Bank zu ihren Kunden	265
A. Auffassungen zum Problem der Informations- weitergabe durch Banken	266
B. Vertragsauslegung und Interessenbewertung am Maßstab des Publizitätsmodells.....	279
Schluß: Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse dieser Arbeit in Form von Thesen	293
Materialien	297
Literatur.....	301
Index	329

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht.....	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXIX
 Einführung und Überblick zum Gang der Untersuchung.....	 1
 Erster Teil: Das Insider-Handelsverbot.....	 3
 1. Kapitel: Das insiderrechtliche telos.....	 3
I. Rechtlicher Kontext des Insiderrechts	3
II. Insider-Richtlinie und Ziele des EU-Vertrages	4
III. Einordnung in das Kapitalmarktrecht	5
1. Entstehung der europäischen Insiderregelung	5
a) Die Rechtsgrundlage als Auslegungsmaßstab	6
b) Wechsel der Rechtsgrundlage für das Insiderrecht	7
c) Wechsel der zuständigen Generaldirektion	9
2. Konsequenzen für die durch die Richtlinie geschützten Rechtsgüter... ..	9
3. Zwischenergebnis	10
4. Regelungszusammenhang des Insiderrechts.....	11
IV. Weitere Grundlagen für die Auslegung	12
1. Besonderheiten bei der Auslegung von Recht europäischen Ursprungs.....	12
2. Bedeutung des telos europäischer Richtlinien	13

V. Ziele der europäischen Insidergesetzgebung	14
1. Die Ziele der Richtlinie in der textlichen Fassung.....	14
a) Sekundärmärkte als Schutzzobjekt	14
b) Das Vertrauen der Anleger als Funktionselement	15
2. Ökonomische Fundierung insiderrechtlicher Ziele?	16
a) Unsicherheit über den ökonomischen Sinn einer insider-	
rechtlichen Regelung	16
b) Ausgewählte Argumente gegen ein Verbot	17
c) Grundzüge einer ökonomischen Begründung	19
3. Zwischenergebnis	20
VI. Insbesondere: Die juristische Zielsetzung der Richtlinie	20
1. Die Informationsordnung des Kapitalmarktes	20
2. Insiderrechtlicher Schutz der Informationsordnung	22
3. Abgrenzung von der Kursmanipulation	23
4. Rolle des Anlegerschutzes	24
a) Schutz der Berufs- und allgemeinen Handlungsfreiheit	24
b) Schutz vor materiellem Schaden?	25
5. Der Schutz börsennotierter Gesellschaften?	25
a) Verletzung des Geschäftsgeheimnisses?	26
b) Reflex des Funktionenschutzes	26
VII. Ergebnis	27
 2. Kapitel: Theorie des Insiderrechts	28
I. Bedeutung einer theoretischen Fundierung	28
II. Disclose or abstain: Theorie des gleichen Zugangs zu Informationen... 28	
1. Publizität nur durch die Gesellschaft	29
2. Rechtsgrundlage und Erfordernis des fraud	30
3. Disclose or abstain - eine echte Alternative?	31
4. Der Chiarella-Fall als Beispiel	31
5. Zwischenergebnis	32
III. Treuepflicht als Geltungsgrund („fiduciary duty“)	32
1. Inhalt der Treuepflichttheorie	32

2. Ablehnung der fiduciary duty als Geltungsgrund	33
3. Ablehnung auch aus ökonomischer Sicht	34
4. Zwischenergebnis	35
IV. Veruntreuungstheorie	35
V. Zum Charakter des Insiderrechts	37
VI. Die Beziehung zwischen telos und Rechtsgüterschutz als Harmonisierung europarechtlicher und nationaler Auslegung	38
VII. Ergebnis	38
3. Kapitel: Zur Sanktion des Insiderhandels	40
A. Öffentlich-rechtliche Sanktionen	41
I. Insiderhandel als Ordnungswidrigkeit?	41
II. Kritik und Ablehnung	42
III. Die strafrechtliche Sanktion	43
1. Bisheriger Ansatz: Betrugsähnlichkeit	43
2. Die Gleichwertigkeit der Finanzplätze	45
3. Schaffung von Unrechtsbewußtsein	45
4. Abschreckung und Effektivität	46
5. Ergebnis	47
B. Zusätzlich privatrechtliche Sanktionen?	47
I. Überblick über die privatrechtlichen Sanktionen	48
II. Vertragliche Ansprüche	48
III. Bereicherungsansprüche	49
1. Restitution des Insidergewinnes an die Gesellschaft	49
a) Telos und Wortlaut der Richtlinie	49
b) Systematische Gründe gegen den Anspruch auf Restitution des Insidergewinnes an die Gesellschaft	50
2. Anspruch des Anlegers aus § 812 I Satz 1 BGB?	51
3. Zwischenergebnis	51
IV. Schadensersatzansprüche gegen Insider	52
1. § 823 I BGB	52

2. § 826 BGB	52
3. § 14 WpHG als Schutzgesetz i.S.d. § 823 II BGB	53
4. Gründe für eine zivilrechtliche Sanktion	54
V. Schadensersatzklage gegen Insider nach neuerem US-Recht	55
1. Hintergrund	55
2. Legislative Bestimmungen: Die Grundnorm	55
3. Weitere Bestimmungen	56
4. Kritik dieser Regelung	56
VI. Grundsätzliche Bedenken gegen einen Schadensersatzanspruch gegen den Insider	58
1. Zweifel an der erhöhten Abschreckungswirkung	58
2. Zum Problem der Kausalität	59
3. Einordnung als Problem des Schadensbegriffs	59
VII. Eigener Vorschlag: Systematische Trennung informationeller von insiderrechtlicher Verantwortung	61
1. Informationsverantwortlichkeit	61
2. Konsequenz für die Schadensbeurteilung	62
3. Insiderhandel vor einer Publizitätspflicht	64
4. Interpretation des § 15 I WpHG im Lichte der Informationsverantwortlichkeiten	65
VIII. Ergebnisse	66

4. Kapitel: Die einzelnen Tatbestandsmerkmale der

Insider-Information

I. Ausgangspunkt Definitionen: Richtlinie und WpHG	68
II. Zu Definitionen in EU-Richtlinien	69
III. Die Insider-Information	69
1. Überblick über die Tatbestandsmerkmale	70
2. Auslegung nach dem Wortsinn	71
3. Begriff und sprachliche Fassungen	71

IV. Untersuchungsgegenstand	72
1. Berücksichtigung ökonomischer Sachverhalte	73
a) Informationsgewinnung und Rechnungswesen	74
b) Verdichtung interner Daten	76
2. Übertragung auf den rechtlichen Informationsbegriff	76
3. Wissen als Element des Tätervorsatzes	77
4. Wahre und unwahre Information	77
V. Die „nichtöffentliche“ Information	78
1. Teleologischer Aspekt	79
2. Ökonomische Betrachtung	80
3. Börsenöffentlichkeit	81
a) Bestätigung durch die Entstehungsgeschichte	81
b) Strafrechtlicher Aspekt und ökonomische Zielunsicherheit	82
VI. Anwendung dieses Ansatzes auf drei Problemfälle	83
1. Besonderer Zeitpunkt für Analysten?	83
2. Wertpapierorder kurz nach Pressekonferenz	84
3. Ausblick: Gesellschaften an internationalen Börsen	85
VII. Das Merkmal „präzise“	86
1. Unsicherheit über die Bedeutung	86
2. Kriterien für das Merkmal „präzise“	88
VIII. Ergebnis	89

5. Kapitel: Eignung der Insidertatsache zur beträchtlichen Kursbeeinflussung

90

A. Grundlagen der Geeignetheitsprüfung

90

I. Problemstellung und Gang der Untersuchung	90
II. Ausgangsfall	91
III. Wortsinn	91
IV. Ziele der Begriffsbegrenzung	92
1. Insidersachverhalte aus ökonomischer Sicht	92
2. Strafrechtlicher Aspekt	93

B. Rechtsvergleichung zum Informationsbegriff	94
I. Vorbemerkung	94
II. USA	95
1. Herkunft des materiality-Erfordernis	96
2. Der insiderrechtliche Kontext	96
3. Grundsatz der Securities and Exchange Commission (SEC)	97
4. Entwicklung differenzierter Kriterien im Fall Texas Gulf Sulphur (TGS)	97
5. Die vier daraus entwickelten materiality-tests	98
6. Open-ended Konzept der jüngeren Rechtsprechung	100
7. Würdigung	101
III. Schweiz	102
1. Artikel 161 des Stragesetzbuches der Schweiz	102
2. Terminologisches	103
3. Struktur der Insider-Sachverhalte	104
a) Bevorstehende Emission von Beteiligungsrechten	104
b) Die Unternehmensverbindung	105
4. Eingrenzung der Insider-Sachverhalte	106
a) Kursbewegung als „zweite“ Voraussetzung	106
b) „Ähnlicher Sachverhalt von vergleichbarer Tragweite“	107
5. Würdigung	109
IV. England	110
1. Gesetzliche Grundlage: Vom Insider Dealing Act 1985 zum Criminal Justice Act 1993 (Part V)	110
2. Die Entwicklung des Begriffs der preissensiblen Information vom IDA 1985 zum CJA 1993	111
3. „Price sensitivity“ unter dem CJA 1993	114
4. Würdigung	119
V. Conclusio: Auslegungsansätze	120
C. Bisherige Vorschläge für das deutsche Recht	121
I. Tatsächliche Kursbeeinflussung - insbesondere die Ansicht von Claussen	122

1. Kritik in wirtschaftlicher Hinsicht	123
2. Keine Differenzierung nach der Wertpapierart.....	123
3. Methodische Einwände gegen eine %-Grenze.....	124
4. Orientierung an Plus- oder Minuszeichen, die dem Kurs als Ankündigung bestimmter erwarteter Kursausschläge beigelegt werden	125
5. Ergebnis zu den Ansichten von Claussen sowie zum Maßstab von Plus- und Minusankündigungen.....	128
II. Die Ansicht von Hopt: Marktbeeinflussung.....	129
1. Praktische Konsequenz	129
2. Methodische Einwände.....	130
a) Problem der Anwendbarkeit empirischer Aussagen auf das juristische Merkmal der Geeignetheit	130
b) Nur relativer Informationswert	131
c) Welche Kursveränderung ist denn eigentlich - empirisch gesehen - erheblich?	132
3. Wandel des Wortsinns im veränderbaren System der Publizitätsgebote	133
4. Würdigung der Ansicht Hopts und Ergebnis	135
D. Eigener Vorschlag: Europarechtlich-systematische Interpretation des Begriffs der Geeignetheit.....	135
I. Publizitätspflichten als Ausgangspunkt.....	135
II. Geeignetheit und Publizitätspflicht	137
III. Nur europäische Publizitätspflichten	138
1. Angleichung der Rechtsordnungen.....	138
2. Systematische Auslegung im Europäischen Recht?	139
3. Zwischenergebnis	140
IV. Die Ausgestaltung.....	140
1. Informationen, die grundsätzlich geeignet sind, die Kurse beträchtlich zu beeinflussen	140
2. Insbesondere: § 15 I Satz 1 WpHG.....	143

3. Die Tatbestandsmerkmale des § 15 I Satz 1 WpHG.....	144
a) Im Tätigkeitsbereich des Emittenten eintretende Tatsachen	144
b) Wegen Auswirkung auf Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf geeignet, den Börsenpreis erheblich zu beeinflussen	146
4. Eigener Vorschlag: Abschließende Aufzählung	148
5. Zwischenergebnis	150
V. Geeignetheit zur Tatzeit	150
VI. Überprüfung anhand zweier Fälle.....	152
1. Der paradigmatische Ölfund	152
2. Der Ausgangsfall (oben A, II).....	152
VII. Ergebnis	153

6. Kapitel: Die Insider-Person und die sie treffenden

Verbote..... 154

I. Zur Bestimmung des relevanten Personenkreises	154
II. Die Struktur der Richtlinie	155
III. Die tätigkeitsbezogenen Insider im einzelnen	156
1. Vorgaben für die Auslegung	156
2. Terminologische Kritik.....	157
3. Die Unternehmensführung.....	158
a) Der Vorstand.....	158
b) Der Aufsichtsrat.....	160
4. Die Kapitalgeber	161
a) Untergrenze der Kapitalbeteiligung?	162
b) Kritik dieser Auffassung.....	162
5. Insider auf Grund beruflicher Tätigkeit	163
a) „Arbeit, Beruf und Aufgabe“ - ein Gleiches?	163
b) Beruf	164
c) Aufgaben.....	164
d) Arbeit.....	165

6. Widerrechtliche Verschaffung von Informationen	166
a) Entstehungsgeschichte der Alternative „durch Arbeit“	166
b) Parallele Entwicklung im UWG	167
c) Die Fassung des WpHG	168
7. Ergebnis	168
IV. Verbote für Insider nach § 14 I WpHG	169
1. „Handeln aufgrund der Information“ bzw. „Ausnutzung seiner Kenntnis“ als strafprozessuales Problem	169
2. Die einzelnen Verbote für Insider	170
a) Untersagt: Börsenhandel auf eigene und fremde Rechnung	170
b) Das Weitergabeverbot	171
aa) Analysten	171
bb) Ausnahme: Zur Erfüllung beruflicher Pflichten	172
V. Die 2. Insiderkategorie - aus guter Quelle unterrichtete Tippees, sog. Sekundärinsider	173
1. Die Personen dieser „Gruppe“	174
2. Die Verbote für diese „Gruppe“ von Insidern	174
3. Der Zufalls-Insider?	175
4. Das Merkmal „leichtfertig“ im Referentenentwurf	177
VI. Ergebnis	178

Zweiter Teil: Die besonderen Rechtspflichten der Banken unter dem neuen Insiderrecht

Einführung: Insiderrecht und Bankrecht

I. Problemstellung	181
II. Gang der Untersuchung	182
III. Vorbemerkung zum Bankensystem	182

1. Kapitel: Organisation von Insiderwissen im Rahmen der Banktätigkeit - Insider und sensitive Informationen in einzelnen Geschäftssparten.....	185
A. Kreditgeschäft	185
I. Kreditwunsch und Informationsbedarf	185
II. Gesetzliche Pflicht gemäß § 18 KWG	186
III. Insiderwissen aus dem Kreditverhältnis	187
1. Informationen über die kreditsuchende Gesellschaft.....	187
2. Informationsproduktion seitens der Bank	188
IV. Insider im Kreditbereich	189
B. Emissionstätigkeit	189
I. Information im Umfeld von Emissionen	190
II. Insider im Emissionsbereich	191
C. Analysesektor	191
D. Aufsichtsratsmandate	191
E. Zusammenfassung	193
F. Merger & Acquisition	194
I. Arbeitshypothese	194
II. Stellung und Aufgaben der M&A-Abteilung	194
III. Phasen der Unternehmensverbindung	196
IV. Unternehmensverbindung als Information	196
1. Merkmale: Erhebliche, betriebliche Information	196
2. Insbesondere: „präzise“ Information/Tatsache	197
3. Ergebnis	198
V. Befreiungstatbestände	198
1. Problemstellung und Ausgangsfall	198
2. Anwendung der Ergebnisse des ersten Teils.....	199
3. Wortlaut der Richtlinie	199
4. Zwischenergebnis	201

VI. Insbesondere: Übernahmeangebot.....	201
1. Die Ansicht von Davies	202
2. Eigener Vorschlag: Systematische Begrenzung des Befreiungstatbestandes.....	204
3. Ergebnis	205
VII. Auswirkung auf Banken.....	206
1. Zugangsweg für Informationen.....	206
2. Produktion von Information.....	207
3. Bankinsider	207
4. Befreiungstatbestand.....	208
a) Kommissionsgeschäft	208
b) Börsliche und außerbörsliche Paketbildung im Vorfeld von Unternehmensübernahmen	209
c) Insbesondere: warehousing	210
5. Weitere Pflichten und Haftung der Bank.....	210
6. Ergebnis	211
 2. Kapitel: Compliance	 212
A. Bankorganisation und Insiderrecht	212
I. Ausgangspunkt	212
II. Der Begriff „Compliance“	213
B. Compliance als Organisationselement	214
I. Aufgaben der Compliance-Abteilung.....	214
II. Funktionsweise.....	215
1. Die watch-list	216
2. Die restricted-list.....	216
3. Überwachung des Umgangs mit Informationen	217
III. Analyse der Wirkungsweise von Compliance	218
1. Interner Ansatz.....	218
2. Ethische Bezüge.....	219

3. Externe Wirkungen interner Organisationsformen	220
a) Rechtliche Wirkungen	221
b) Insiderhandel und Börsenkurs	221
IV. Zwischenergebnis	223
V. Praktische Anwendungsfälle	223
1. Kurspflege	223
2. Unterlassen von Geschäften bei Insiderwissen	226
3. Eigenhandel und Kundeninteresse	228
VI. Würdigung des Compliance-Ansatzes	229
 3. Kapitel: Chinese Walls	 231
A. Das Institut der Chinese Wall	231
I. Ziel dieses Abschnitts	231
II. Was sind Chinese Walls?	231
1. Herkunft des Begriffs	231
2. Zwecke und Arten von Chinese Walls	233
3. Kapitalmärkte zwischen Kritik und Rezeption	235
a) Einige kritische Bemerkungen zum Phänomen der Walls	235
b) Europarechtliche Normen mit Bezug zu Chinese Walls	237
c) Erste Zielbestimmung im deutschen Recht	238
4. Zwischenergebnis	239
B. Weiterreichende Funktion der Walls	240
I. Problemstellung	240
II. Chinese Walls im englischen Recht	241
1. Multifunktionelle Finanzdienstleister	241
2. Regulative Voraussetzungen	242
a) Aufsichtsrechtliche Grundlage	242
b) SIB-Regelwerke im insiderrechtlichen Kontext	243
3. Technik der Chinese Walls	244
a) Durchbrechung der Individualverbote	245
b) Durchbrechung der Wissenszurechnung	246

4. Regelungsinhalte.....	247
a) Conflicting Duties.....	247
b) Funktion der Chinese Walls in den Konfliktsituationen	250
5. Konsequenzen und Ergebnis.....	251
6. Würdigung	252
C. Zur Übertragbarkeit ins deutsche Recht	253
I. Kenntnis bzw. Kennenmüssen juristischer Personen	254
1. Wissenszurechnung.....	254
a) Grundlagen.....	254
b) § 166 BGB als Grundnorm.....	255
c) Insbesondere juristische Personen	255
aa) Organmitglieder	256
bb) Rechtsgeschäftliche Vertreter.....	256
cc) Kenntnis sonstiger Hilfspersonen	257
dd) Compliance-Organisation.....	258
2. Zwischenergebnis	259
II. Pflicht zur Verwendung von Informationen.....	259
1. Aufklärungspflicht	259
2. Vollständige, klare Information	260
3. Haftung	260
4. Zwischenergebnis	261
III. Vom englischen zum deutschen Modell und dessen Prüfungsfolge bei Einführung von Chinese Walls.....	261
D. Würdigung des Chinese Wall-Ansatzes.....	263
 4. Kapitel: Die Behandlung der Insider-Information im Verhältnis der Bank zu ihren Kunden	 265
I. Ausgangspunkt	265
II. Keine Regelung der Frage durch das Insiderrecht.....	265

A. Auffassungen zum Problem der Informationsweitergabe durch Banken	266
I. Die Ansicht von Hopt.....	267
1. Kritik dieser Auffassung.....	268
2. Würdigung des Ansatzes von Hopt.....	271
II. Die überwiegende Auffassung	272
1. Bankgeheimnis.....	273
2. Kritik dieser Auffassung	274
3. Wettbewerbsverzerrung	275
4. Weitergaberecht versus Weitergabepflicht	276
a) Nothilfe	276
b) Ablehnung dieser Ansicht	277
aa) Dogmatische Konstruktion über Rechtfertigungsgründe.....	277
bb) Keine vertragliche Pflicht zur Weitergabe im Einzelfall.....	279
5. Zwischenergebnis	279
B. Vertragsauslegung und Interessenbewertung am Maßstab des Publizitätsmodells	279
I. Ausgangspunkt - Die Lösung über Chinese Walls?	279
II. Interessenbewertung.....	280
1. Feststellung der betroffenen Interessen.....	280
a) Des Unternehmens.....	280
b) Des Anlegers.....	281
2. Marktpublizität durch die Banken?.....	282
3. Zwischenergebnis	284
4. Beiderseitige Verpflichtung zur Kooperation	284
a) Geschäftsinteresse der Bank	285
b) Mittlerrolle und Vertragspflichten der Bank	286
aa) Einbeziehung der Marktpflichten des Unternehmens in die Beziehung zur Bank	286
bb) Marktgerichtete Pflicht der Bank gegenüber dem Kunden	287

c) Ausgleich der Interessen auf der vertraglichen Ebene unter Beachtung des Marktaspektes	287
aa) Vertragsinteresse der Investoren	288
bb) Vertragsinteresse des Unternehmens	288
d) Sonderfall: Information betrifft die Bank selbst	289
III. Ergebnis	290

Schluß: Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse dieser Arbeit in Form von Thesen	293
---	------------

Materialien	297
--------------------------	------------

Literatur	301
------------------------	------------

Index	329
--------------------	------------