

**Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen  
Analyse des Rechts**

---

**Band 40**

# **Insiderrecht und Kapitalmarktschutz**

**Haftungstheorien im U.S.-amerikanischen,  
europäischen und deutschen Recht**

**Von**

**Klaus-Peter Weber**



**Duncker & Humblot · Berlin**

**KLAUS-PETER WEBER**

**Insiderrecht und Kapitalmarktschutz**

# **Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts**

herausgegeben von

**Heinz Grosseckler, Münster · Bernhard Großfeld, Münster  
Klaus J. Hopt, Hamburg · Christian Kirchner, Berlin  
Dieter Rückle, Trier · Reinhard H. Schmidt, Frankfurt/Main**

**Band 40**

# Insiderrecht und Kapitalmarktschutz

Haftungstheorien im U.S.-amerikanischen,  
europäischen und deutschen Recht

Von

Klaus-Peter Weber



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Weber, Klaus-Peter:**

Insiderrecht und Kapitalmarktschutz : Haftungstheorien im  
U.S.-amerikanischen, europäischen und deutschen Recht / von  
Klaus-Peter Weber. – Berlin : Duncker und Humblot, 1999  
(Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse  
des Rechts ; Bd. 40)

Zagl.: Münster (Westfalen), Univ., Diss., 1997/98

ISBN 3-428-09806-4

D 6

Alle Rechte vorbehalten

© 1999 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fotoprint: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0935-5065

ISBN 3-428-09806-4

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 

*Dem Andenken meines Vaters*



## Vorwort

Diese Arbeit wurde von der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität zu Münster im Wintersemester 1997/1998 als Dissertation angenommen.

Erste Anregung zur Beschäftigung mit dem Thema der mißbräuchlichen Ausnutzung von Informationsvorsprüngen gab mir Professor Dr. Bernhard Großfeld während meiner Mitarbeit an seinem Lehrstuhl. Den Grundstein dieser Untersuchung bildete dann ein Forschungsaufenthalt an der Duke University Law School im Anschluß an mein dortiges LL.M.-Studium. Die Arbeit habe ich danach an der Universität Münster fortgeführt und während meines Referendariats in Hamburg fertiggestellt.

Meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Bernhard Großfeld, danke ich herzlich für seine wissenschaftliche wie persönliche Betreuung. Sein guter Rat und seine engagierte Kritik haben nicht nur diese Arbeit gefördert, sondern bleiben weit darüber hinaus prägend und wegweisend.

Herrn Professor Dr. Thomas Lundmark danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Besonderer Dank gilt meinen Eltern, die mir das Studium immer in jeder Hinsicht ermöglicht und daran großen Anteil genommen haben. Mein Vater konnte einen wesentlichen Teil dieser Arbeit noch entstehen sehen; er bleibt mir Vorbild.

Freundschaftlich verbundene Wegbegleiter haben mir geholfen, Gleichgewicht zu behalten. Besonders danken möchte ich meiner Freundin Dr. Ilona Bánhegyi, auf deren fachlichen und persönlichen Rat ich stets zählen konnte.

Hamburg, im März 1999

*Klaus-Peter Weber*





# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b> .....	21
-------------------------	----

## *Teil 1*

### **Grundlagen**

A. Das Insiderproblem .....	25
B. Rahmenbedingungen .....	28
I. Schutzzweck .....	28
1. Anlegerschutz .....	28
2. Marktschutz .....	29
II. Wertpapiergeschäft .....	31
1. Individualität .....	31
2. Anonymität .....	32
III. Theoriebegriff .....	34
C. Elemente einer Insiderregelung .....	35
I. Insider .....	35
1. Unternehmensinsider .....	35
2. Marktinsider .....	36
3. Tipempfänger .....	37
4. Informationsinhaber .....	37
5. Grundproblem .....	38
II. Insiderinformation .....	39
1. Inhalt .....	39
2. Form .....	41
III. Insiderpapier .....	42
IV. Verbotstatbestand .....	43
V. Zusammenspiel .....	44

## *Teil 2*

### **U.S.A.**

Einführung .....	46
I. Common Law .....	46

II. Keimzelle: Rule 10b-5 .....	48
---------------------------------	----

### Kapitel 1 Equal Access Theorie

A. Grundgedanke .....	51
B. Entwicklung .....	51
I. Ausgangspunkt: In Re Cady, Roberts & Co. (1961).....	51
1. Sachverhalt.....	51
2. Verbotsbegründung.....	52
3. Interpretationsmöglichkeiten .....	54
II. Erweiterung: S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co. (1968).....	54
1. Sachverhalt.....	55
2. Verbot für jeden Informationsinhaber.....	56
3. Gleicher Informationszugang im anonymen Markt .....	57
4. Informationsbegriff.....	58
III. Anwendung auf Tipempfänger und Marktinsider .....	60
1. Tipempfänger.....	60
2. Marktinsider.....	62
C. Kritik .....	63
I. Gleichheit der Marktteilnehmer .....	63
1. Information .....	63
2. Zugang .....	64
3. Relativität.....	64
II. Notwendige Unterscheidungen .....	65
1. Marktteilnehmer.....	65
2. Vorsatz.....	66
3. Kausalität .....	67
4. Konsequenz.....	69
III. Widerspruch.....	70
1. Gesetzeszweck .....	70
2. Gesetzeswortlaut.....	71
IV. Neuere Forderungen.....	72
D. Ergebnis.....	72

### Kapitel 2 Fiduciary Duty Theorie

A. Grundgedanke .....	74
B. Entwicklung .....	74
I. Ausgangspunkt: Chiarella v. United States (1980).....	74
1. Sachverhalt.....	75
2. Erfordernis einer Treuepflicht.....	76

	Inhaltsverzeichnis	11
	3. Absage an Equal Access Theorie.....	77
	4. Zwischenergebnis .....	78
II.	Bestätigung: Dirks v. S.E.C. (1983) .....	79
	1. Sachverhalt.....	79
	2. Problem: Haftung des Tipempfängers .....	80
	3. Lösung: Abgeleitete Treuepflicht .....	81
	4. Haftungslücke .....	82
	5. Möglicher Ausweg.....	84
III.	Insider qua Fiktion.....	85
	1. Handelsverbot: S.E.C. v. Lund (1983).....	85
	2. Weitergabeverbot: S.E.C. v. Ingram (1988) .....	86
	3. Zwischenergebnis .....	87
C.	Kritik.....	88
	I. Insiderproblem und Treuepflicht .....	88
	II. Regelungslücken.....	90
	1. Tipempfänger.....	90
	2. Marktinsider.....	91
	3. Insiderpapiere.....	92
	a) Allgemein.....	92
	b) Optionen .....	93
	c) Schuldverschreibungen.....	94
	III. Gegenstimmen im United States Supreme Court.....	95
	IV. Widerspruch.....	96
	1. Individuelle Treuebeziehung .....	96
	2. Anonyme Marktbeziehung.....	96
D.	Ergebnis.....	97

### Kapitel 3 Misappropriation Theorie

A.	Grundgedanke .....	99
B.	Entwicklung .....	99
	I. Berufliche Sonderbeziehung.....	99
	1. Ausgangspunkt: United States v. Newman (1981) .....	99
	a) Sachverhalt.....	99
	b) "Veruntreuung" von Insiderinformationen .....	100
	c) Anwendung.....	101
	2. Erweiterung: United States v. Carpenter (1986).....	103
	a) Sachverhalt.....	103
	b) Insiderrecht als Arbeitgeberschutz.....	104
	c) Neuer Informationstypus .....	106
	II. Familiäre Sonderbeziehung.....	107
	1. Ausgangspunkt: United States v. Reed (1985) .....	107
	a) Sachverhalt.....	107

b) Schutz jeglicher Treueverhältnisse .....	108
c) Problem: Hinreichende Konkretisierung.....	109
2. Abgrenzung: United States v. Chestman (1991).....	110
a) Sachverhalt.....	110
b) Treuebindung qua Verwandtschaft oder Ehe.....	111
c) Zwischenergebnis .....	112
III. Andere Sonderbeziehungen .....	113
1. Ärztliche Schweigepflicht: United States v. Willis (1991).....	113
2. Staatliche Bedienstete .....	114
3. Abgrenzung: Zufallsinsider .....	115
IV. Bestätigung: United States v. O'Hagan (1997) .....	116
1. Sachverhalt.....	116
2. Vorgeschichte .....	117
3. Analyse .....	118
a) Misappropriation ergänzt Fiduciary Duty Theorie.....	118
b) Täuschung im Sinne von Rule 10b-5.....	119
c) Zusammenhang mit einem Wertpapiergeschäft .....	120
4. Zwischenergebnis .....	121
C. Kritik.....	122
I. Schutzrichtung .....	122
1. Interessen außerhalb des Marktes .....	122
2. Schrittweise Schwerpunktverlagerung.....	123
II. "Property Rights"-Ansatz.....	125
III. Gesetzliche Grundlage .....	127
IV. Praktische Anwendbarkeit .....	128
1. Insider .....	128
2. Insiderpapiere.....	129
3. Rechtssicherheit .....	129
V. Aktuelle Rechtslage und Ausblick.....	130
D. Ergebnis.....	131

### Teil 3

## Europa

Einführung.....	132
A. Insider.....	132
I. Primärinsider.....	133
1. Unternehmensinsider .....	133
2. Tätigkeitsbedingte Insider.....	135
3. Vergleich.....	137
II. Sekundärinsider .....	139
1. Informationsinhaber.....	139
2. Primärinsider als Informationsquelle .....	140

3. Vergleich.....	141
III. Zwischenbilanz .....	143
1. Auslegungsprobleme.....	143
2. Abgrenzung der beiden Insiderbegriffe .....	144
B. Insiderinformation .....	146
I. Generalklausel.....	146
II. Informationsinhalt.....	147
1. Ermittentenbezug .....	147
2. Wertpapierbezug.....	148
3. Marktinformationen .....	149
III. Vergleich.....	150
C. Insiderpapiere .....	151
I. Wertpapiere.....	151
II. Märkte.....	151
D. Verbotstatbestand .....	152
I. Primärinsider.....	152
1. Umfassendes Verbot .....	152
2. Vergleich.....	153
II. Sekundärinsider .....	154
1. Eingeschränktes Verbot .....	154
2. Vergleich.....	154
E. Deutungsmöglichkeiten.....	155
I. Ausgangspunkt .....	155
II. Misappropriation Theorie .....	156
III. Equal Access Theorie.....	157
F. Ergebnis.....	158

*Teil 4*

**Deutschland**

Einführung.....	160
I. Vorreiter für Deutschland .....	160
II. Normative Schwierigkeiten.....	162
A. Insider.....	163
I. Primärinsider.....	164
1. Unternehmensinsider .....	164
2. Insider qua "bestimmungsgemäßer" Kenntnis .....	165
3. Ungelöste Schwierigkeiten .....	167
a) Insiderkenntnis aus sozialen Gründen.....	167
b) Analystentätigkeit .....	167

c) Ärztliche Gespräche.....	169
d) Deliktische Informationserlangung.....	170
e) Fazit.....	170
II. Sekundärinsider.....	171
1. Wegfall informationeller Bindung.....	171
2. Auswirkungen.....	171
3. Zufallsinsider.....	172
III. Zwischenergebnis.....	174
B. Insidertatsache.....	175
I. Generalklausel.....	175
II. Keine Inhaltsbestimmung.....	176
III. Formale Kriterien.....	177
1. Nicht-Öffentlichkeit.....	177
2. Tatsache.....	178
3. Eignung zur Kursbeeinflussung.....	179
IV. Zwischenergebnis.....	182
C. Insiderpapiere.....	182
I. Wertpapiere.....	182
II. Märkte.....	183
D. Verbotstatbestand.....	185
I. Inhaltliche Ausgestaltung.....	185
II. Kausalität.....	185
III. Verbleibender Widerspruch.....	187
E. Bewertung der Regelungselemente.....	190
I. Einheitlicher Insiderbegriff.....	190
II. Information als Kernbegriff.....	191
1. Zentrales Tatbestandsmerkmal.....	191
2. Vergleich.....	192
3. Sprachliche Fassung.....	193
III. Einheitliches Verbot.....	194
F. Folgerungen.....	197
I. Verbesserte Equal Access Theorie.....	197
II. Relative informationelle Chancengleichheit.....	199
III. Insiderrecht im engeren Sinne.....	201
IV. Schutzzweck.....	202
G. Informationsproduktion.....	204
I. Problem.....	204
II. Teilbereiche.....	205
1. Analyseergebnisse.....	205
2. Übernahmeentscheidungen.....	207

Inhaltsverzeichnis	15
3. Konsequenz.....	210
III. Lösungsvorschlag .....	211
1. Wortlautauslegung: "Tatsache" .....	211
2. Wortlautauslegung: "Information" .....	212
3. Teleologische Reduktion .....	213
H. Ergebnis.....	214
J. Ausblick .....	216
<b>Zusammenfassung .....</b>	<b>219</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>224</b>
<b>Sachverzeichnis.....</b>	<b>238</b>



## Abkürzungsverzeichnis

a.A.	anderer Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
ABA	American Bar Association
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
aff'd	affirmed
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Ala.L.Rev.	Alabama Law Review
Alb.L.Rev.	Albany Law Review
ALI	American Law Institute
Alt.	Alternative
Am.Bus.L.J.	American Business Law Journal
Am.Crim.L.Rev.	American Criminal Law Review
Anm.	Anmerkung
Art.	Artikel
BB	Betriebsberater
B.C.L.Rev.	Boston College Law Review
Bd.	Band
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BörsG	Börsengesetz
BR-Drucks.	Bundesrats-Drucksache
Brook.L.Rev.	Brooklyn Law Review
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
B.U.Int'l L.J.	Boston University International Law Journal
Bus.Law.	Business Lawyer
Cal.L.Rev.	California Law Review
Case W.Res.L.Rev.	Case Western Reserve Law Review
C.D. Cal.	District Court for the Central District of California
cert. denied	certiorari denied
C.F.R.	Code of Federal Regulations
Cir.	Circuit Court
CJA	Criminal Justice Act
Co.	Company
Colum.L.Rev.	Columbia Law Review
Colum.J.Transnat'l L.	Columbia Journal of Transnational Law

Conn.L.Rev.	Connecticut Law Review
Corp.	Corporation
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
D.Del.	District Court for the District of Delaware
Del.J.Corp.L.	Delaware Journal of Corporate Law
Denv.U.L.Rev.	Denver University Law Review
ders.	derselbe
dies.	dieselben
Diss.	Dissertation
Duke L.J.	Duke Law Journal
E.D.Mo.	District Court for the Eastern District of Montana
E.D.Pa.	District Court for the Eastern District of Pennsylvania
EG	Europäische Gemeinschaft(en)
EGV/EWGV	Vertrag über die Europäische Gemeinschaft
Emory L.J.	Emory Law Journal
EU	Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
Fed.Sec.L.Rep.	Federal Securities Law Reports
ff.	folgende
Fn.	Footnote/Fußnote
Fordham Int'l L.J.	Fordham International Law Journal
Fordham L.Rev.	Fordham Law Review
Fordham Urb.L.J.	Fordham Urban Law Journal
FS	Festschrift
F.Supp.	Federal Supplement
F.2d	Federal Reporter, Second Series
F.3d	Federal Reporter, Third Series
Ga.J. Int'l & Comp.L.	Georgia Journal of International and Comparative Law
Ga.L.Rev.	Georgia Law Review
Ga.St.U.L.Rev.	Georgia State University Law Review
Geo.L.J.	Georgetown Law Journal
Geo.Wash.J.Int'l L.&Econ.	George Washington Journal of International Law & Economics
Geo.Wash.L.Rev.	George Washington Law Review
Gonz.L.Rev.	Gonzaga Law Review
Harv.Int'l.L.J.	Harvard International Law Journal
Harv.J.L. & Pub.Pol'y	Harvard Journal of Law and Public Policy
Harv.L.Rev.	Harvard Law Review
Hastings L.J.	Hastings Law Journal
Hastings Int'l & Comp.L.Rev.	Hastings International and Comparative Law Review

Hofstra L.Rev.	Hofstra Law Review
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
IHR	Insiderhandels-Richtlinien
Ind.L.J.	Indiana Law Journal
i.S.v./e./d.	im Sinne von/ einer/ des
i.V.m.	in Verbindung mit
J.Contemp.L.	Journal of Contemporary Law
J.Corp.L.	Journal of Corporation Law
J.Legal Stud.	Journal of Legal Studies
J.Marshall L.Rev.	John Marshall Law Review
JZ	Juristenzeitung
Kap.	Kapitel
KWG	Kreditwesengesetz
Law & Contemp. Probs.	Law and Contemporary Problems
lit.	littera
Mass.	Massachusetts Reports
Minn.	Minnesota Reports
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
N.D.Cal.	District Court for the Northern District of California
N.D.Ohio	District Court for the Northern District of Ohio
N.E.	North Eastern Reporter
N.Ill.U.L.Rev.	Northern Illinois University Law Review
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
N.W.	North Western Reporter
Nw.U.L.Rev.	Northwestern University Law Review
N.Y.U.L.Rev.	New York University Law Review
Ohio St.L.J.	Ohio State Law Journal
Ox.J.L.St.	Oxford Journal of Legal Studies
rev'd	reversed
Rz.	Randziffer
S.	Seite
s.	siehe
San Diego L.Rev.	San Diego Law Review
Santa Clara L.Rev.	Santa Clara Law Review
S.Cal.L.Rev.	Southern California Law Review
S.C.Mass.	Supreme Court of Massachusetts
S.Ct.	Supreme Court Reporter
S.D.N.Y.	District Court for the Southern District of New York
S.E.A.	Securities Exchange Act
S.E.C.	Securities and Exchange Commission
Sec.	Section
Sec.Reg.L.J.	Securities Regulation Law Journal
s.o.	siehe oben

sog.	sogenannte(-r,-s)
Stan.L.Rev.	Stanford Law Review
Sw.U.L.Rev.	Southwestern University Law Review
Temp.L.Q.	Temple Law Quarterly
Touro L.Rev.	Touro Law Review
Transnat'l Law.	The Transnational Lawyer
Tul.L.Rev.	Tulane Law Review
U.Bridgeport L.Rev.	University of Bridgeport Law Review
U.Chi.L.Rev.	University of Chicago Law Review
U.Fla.L.Rev.	University of Florida Law Review
U.Ill.L.Rev.	University of Illinois Law Review
U.Kan.L.Rev.	University of Kansas Law Review
U.Miami L.Rev.	University of Miami Law Review
U.Pa.J.Int'l Bus.L.	University of Pennsylvania Journal of International Business Law
U.Pa.L.Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U.Pitt.L.Rev.	University of Pittsburgh Law Review
U.Rich.L.Rev.	University of Richmond Law Review
U.S.A.	United States of America
U.S.	United States (Supreme Court) Reports
U.S.C.	United States Code (annotated)
v.	versus
Va.L.Rev.	Virginia Law Review
Vand.J.Transnat'l L.	Vanderbilt Journal of Transnational Law
Verf.	Verfasser
vgl.	vergleiche
Vor.	Vorbemerkung
Wash. & Lee L.Rev.	Washington and Lee Law Review
Wash.L.Rev.	Washington Law Review
Wash.U.L.Q.	Washington University Law Quarterly
W.D.Okla.	District Court for the Western District of Oklahoma
WM	Wertpapiermitteilungen
W.New Eng.L.Rev.	Western New England Law Review
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
Yale J.on Reg.	Yale Journal on Regulation
Yale L.J.	Yale Law Journal
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik



## Einleitung

Das Börsengeschehen in Deutschland ist in aller Munde. Der Kapitalmarkt erlebt einen ungeahnten Zustrom von Investoren. Dabei erregen auch die Aktivitäten von Börseninsidern zunehmendes Aufsehen. Diese Aufmerksamkeit beruht insbesondere darauf, daß Deutschland seit einiger Zeit ein gesetzliches Insiderhandelsverbot hat. Es ist im Wertpapierhandelsgesetz (nachfolgend: WpHG) vom 1.1.1995 verankert<sup>1</sup>. Insider, die ihren Informationsvorsprung zu unlauteren Wertpapiergeschäften nutzen, müssen danach sogar mit strafrechtlichen Konsequenzen rechnen<sup>2</sup>. Im Jahr 1996 hat das neugegründete "Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel" in 59 Fällen Ermittlungen wegen des Verdachts auf Insiderhandel eingeleitet. Davon wurden 17 Verfahren an die zuständigen Staatsanwaltschaften abgegeben<sup>3</sup>. Im Jahr 1997 hat man 55 Insider-Verdachtsfälle neu aufgegriffen, wovon 22 den Strafverfolgungsbehörden übergeben wurden<sup>4</sup>.

Insiderrecht ist eine schwierige Materie, das Verstehen des Regelungszusammenhangs für die Anwendung und Auslegung der jeweiligen Vorschriften also besonders wichtig<sup>5</sup>. Dieses Verständnis ist bei der im WpHG kodifizierten Insiderregelung erschwert. Das liegt daran, daß sie auf der Vorgabe der EG-Insiderhandelsrichtlinie vom 13.11.1989 basiert und eher durch

---

<sup>1</sup> Die insiderrechtlichen Bestimmungen des WpHG sind bereits am 1.8.1994 in Kraft getreten. Das WpHG wurde als Teil des "Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes" verkündet; BGBl.I 1994 Nr.48, S.1749-1785 vom 30.7.1994.

<sup>2</sup> Nach § 38 Abs.1 WpHG ist ein Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot mit bis zu fünf Jahren Freiheitsstrafe zu sanktionieren.

<sup>3</sup> *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel*, Jahresbericht 1996, S.16; von diesen Verfahren sind bis Juli 1997 bereits in vier Fällen Insider rechtskräftig verurteilt worden, a.a.O., S.17; vgl. FAZ vom 4.9.1996, Nr.206, S.26. Zu den praktischen Erfahrungen mit den neuen Insiderregeln aus Sicht des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel, *Süßmann*, AG 1997, 63-65.

<sup>4</sup> *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel*, Jahresbericht 1997, S.18. Im Berichtsjahr 1997 sind in drei Fällen Strafbefehle gegen Insider erlassen worden. In weiteren sechs Fällen stellten die jeweils zuständigen Staatsanwaltschaften die Ermittlungsverfahren gegen Zahlung von Geldauflagen gemäß § 153a StPO ein; das *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel*, a.a.O., S.18-21, stellt einige dieser Fälle anschaulich dar.

<sup>5</sup> Vgl. *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, Vor. § 12 Rz.13; *ders.*, ZGR 1994, 494-495; *Caspari*, ZGR 1994, 530, 532; *Kümpel*, S.1164-1165, Rz.14.94-14.95.

äußeren Druck als durch Einsicht in ihre inhaltliche Notwendigkeit entstanden ist<sup>6</sup>. Den breiten Widerstand gegen eine gesetzliche Insiderregelung gab die deutsche Finanzwirtschaft erst im Juli 1989 auf, als sich der baldige Erlass der EG-Insiderhandelsrichtlinie abzeichnete. Aber auch danach rechneten wohl nur Wenige in Deutschland mit einer so weitreichenden Regelung wie dem späteren WpHG<sup>7</sup>.

Dieses Rezeptionsproblem verschärft sich durch eine zusätzliche Spannungslage: Auf der einen Seite soll das neue Recht den Finanzplatz Deutschland stärken, also grundsätzlich Marktrecht sein<sup>8</sup>. Auf der anderen Seite haben viele insiderrechtliche Überlegungen ihren traditionellen Ansatzpunkt im Gesellschaftsrecht. Der "dogmatische Unterbau" des neuen Insiderrechts ist deshalb unklar<sup>9</sup>. Dies nimmt die vorliegende Arbeit zum Anlaß, unterschiedliche insiderrechtliche Haftungsgründe zu untersuchen und vor deren Hintergrund den Standort der deutschen Regelung zu ermitteln. Vorrangig ist dabei jeweils die Frage: Wer ist Insider und warum haftet er?

Das *erste* Kapitel der Arbeit erörtert die Grundlagen einer Insiderregelung. Es stellt das Börseninsiderproblem zunächst in den umgebenden Zusammenhang der unlauteren Verwertung von Informationsvorsprüngen. Denn diesem größeren, nicht spezifisch börsenrechtlichen, Bereich werden häufig Lösungsansätze für ein Insiderrecht entnommen. Danach folgt ein Überblick über die zur Schaffung einer Insiderregelung regelmäßig verwendeten Tatbestandselemente und die dadurch eröffneten Gestaltungsmöglichkeiten.

Im *zweiten* Kapitel wendet sich der Blick nach U.S.A. Dort hat man sich zuerst mit der Erfassung des Börseninsiderproblems auseinandergesetzt. Gleichwohl gibt es dort bis heute keine Kodifikation<sup>10</sup>. Vielmehr haben sich durch die

---

<sup>6</sup> Dazu *Hopt*, ZGR 1991, 17, 22 sowie *Assmann*, ZGR 1994, 494, 497.

<sup>7</sup> Manche Autoren waren sich sicher, der durch die EG-Richtlinie geschaffene nationale Spielraum im Hinblick auf die Schaffung einer "abschreckenden Sanktion" werde lediglich durch das Ordnungswidrigkeitenrecht, nicht aber durch das Strafrecht ausgefüllt werden; siehe *Ernst*, WM 1990, 461; *Hübscher*, in: Büschgen/Schneider, S.329, 337; *Schwarze*, in: *Hopt/Wymeersch*, S.151, 154; *Wymeersch*, in: *Hopt/Wymeersch*, S.65, 118. Vgl. auch *Kirchner*, in: FS Kitagawa, S.665, 676-677, der sich eindringlich gegen strafrechtliche Insidersanktionen ausspricht. Demgegenüber befürwortet *Schörner*, S.38 zur gleichen Zeit eine Sanktionierung durch Freiheitsstrafen.

<sup>8</sup> Das Konzept "Finanzplatz Deutschland" geht zurück auf eine Anfang 1992 veröffentlichte Vorlage des Bundesministers der Finanzen, abgedruckt in: WM 1992, 420.

<sup>9</sup> Vgl. nur *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, Vor. § 12 Rz.40, er sieht es "der juristischen Analyse aufgegeben, der Gesamtheit der insiderrechtlichen Bestimmungen zu entnehmen, welchem Regelungsbild der Gesetzgeber implizit folgt".

<sup>10</sup> An entsprechenden Bestrebungen hat es nicht gemangelt. Vgl. insbesondere den von den Senatoren D'Amato und Riegle eingebrachten Vorschlag des "Insider Trading

Einbindung in das Fallrechtssystem Überlegungen zur Theorie des Insiderrechts immer wieder neu entwickelt; die einschlägige Rechtsprechung der Bundesgerichte diente dabei als ein Laboratorium insiderrechtlicher Regelungsideen. Auf diese Weise haben sich drei Ansätze mit unterschiedlichen Ausgangspunkten herausgebildet: die Equal Access Theorie, die Fiduciary Duty Theorie und die Misappropriation Theorie. Eine zusammenhängende Analyse fehlt bislang<sup>11</sup>. Die schrittweise Entwicklung und inhaltliche Reichweite der U.S.-amerikanischen Insiderrechtstheorien soll deshalb anhand der "leading cases" nachgezeichnet werden<sup>12</sup>. Auf die Darstellung einer Theorie folgt jeweils die kritische Betrachtung ihrer Vor- und Nachteile bei der Erfassung des Insiderproblems.

Das *dritte* und das *vierte* Kapitel vergleichen das europäische und das darauf basierende deutsche Insiderrecht mit den U.S.-amerikanischen Theorien. Dadurch läßt sich die theoretische Stimmigkeit der beiden neueren Kodifikationen prüfen<sup>13</sup>. Diese ist wichtig, um Rechtssicherheit, Einzelfallgerechtigkeit und damit die Akzeptanz des Insiderrechts zu gewährleisten. Augenmerk ist im *dritten* Kapitel zunächst auf die Regelungsideen zu legen, die sich der EG-Insiderhandelsrichtlinie entnehmen lassen. Das *vierte* Kapitel erörtert danach die Strukturelemente der Insiderregelung des WpHG. Anhand der tatbestandlichen Schwer-

---

Proscriptions Act" von 1987 und dazu das "Memorandum of the S.E.C. in Support of the Insider Trading Act of 1987", Aug.6 1987. Ausführliche Analyse des Gesetzgebungsvorschlags bei *Fletcher*, S.493-524; *Colvin*, 31 Santa Clara L.Rev. 603 ff. (1991); *Pitt/Shapiro*, 39 Ala.L.Rev. 415 ff. (1988). Deutlich zu den Regelungsbemühungen *Cox*, 39 Ala.L.Rev. 381 (1988): "(I)t is imperative that Congress define insider trading."

<sup>11</sup> Im deutschen Schrifttum finden sich gelegentliche Hinweise auf die U.S.-amerikanischen Insiderrechtstheorien. Die beste Kurzdarstellung gibt *Hopt*, ZGR 1991, 17, 27-28. Darüberhinaus sind die Angaben häufig unzutreffend oder vage. So ordnet etwa *Claussen*, DB 1994, 27, 29 Fn.21, den "leading case" der Fiduciary Duty Theorie, *Dirks v. S.E.C.*, der Misappropriation Theorie zu; *Paefgen*, AG 1991, 380, 391, verkennt den ausschließlich informationsorientierten Ansatzpunkt der Equal Access Theorie; nach *Schwarze*, BFuP 1994, 124, 125, folgen die ehemaligen deutschen Insiderhandels-Richtlinien einer vom Autor nicht näher beschriebenen "Veruntreuungstheorie". Siehe auch den zusammenfassenden Hinweis bei *Siebel*, in: FS Semler, 955, 957 (m.w.N.), zur Deutung der U.S.-amerikanischen Rechtslage: "U.S. law, which is highly complex and confusing in this area, was often misinterpreted".

<sup>12</sup> Entwicklung und praktische Anwendung der drei U.S.-amerikanischen Insiderrechtstheorien stehen in engem Bezug zueinander. Auch das wird häufig übersehen. So meint etwa *Siebel*, in: FS Semler, S.955, 967, die Rechtsprechung würde "ohne erkennbare Gewichtigkeit" mal die eine, dann wieder die andere Theorie anwenden.

<sup>13</sup> Vgl. zu diesem Untersuchungsansatz *Hopt*, ZGR 1991, 17, 27-28; *ders.*, in: *Hopt/Wymeersch*, S.129, 130; *Bergmans*, S.93; *Lahmann*, S.53; *Assmann*, AG 1994, 196, 202; *Kirchner*, in: FS Kitagawa, S.665, 672. Zur Notwendigkeit einer in sich konsistenten Insiderregelung unter rechtsphilosophischem Blickwinkel ausführlich *Bayne*, 41 U.Kan.L.Rev. 315 ff. (1992).