© V&R unipress GmbH, Göttingen

Veröffentlichung des Universitätsverlags Osnabrück bei V&R unipress

Osnabrücker Abhandlungen zum gesamten Wirtschaftsstrafrecht

Band 4

Herausgegeben von
Hans Achenbach, Andreas Ransiek und Hero Schall
Universität Osnabrück

V&R unipress

© V&R unipress GmbH, Göttingen

Philip Koch

Ermittlung und Verfolgung von strafbarem Insiderhandel

Eine vergleichende Untersuchung des
U.S.-amerikanischen und deutschen Rechts

V&R unipress

© V&R unipress GmbH, Göttingen

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind
im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

ISBN 3-89971-242-0

© 2005, V&R unipress in Göttingen / www.vr-unipress.de
mit Universitätsverlag Osnabrück
Alle Rechte vorbehalten. Das Werk und seine Teile sind urheberrechtlich geschützt.
Jede Verwertung in anderen als den gesetzlich zugelassenen Fällen bedarf der vorherigen
schriftlichen Einwilligung des Verlages. Hinweis zu § 52a UrhG: Weder das Werk noch seine
Teile dürfen ohne vorherige schriftliche Einwilligung des Verlages öffentlich zugänglich
gemacht werden. Dies gilt auch bei einer entsprechenden Nutzung für Lehr- und
Unterrichtszwecke. Printed in Germany.

Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

© V&R unipress GmbH, Göttingen

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2005 vom Fachbereich Rechtswissenschaften der Universität Osnabrück als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur befinden sich auf dem Stand vom März 2005.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Ransiek für die sehr gute wissenschaftliche Betreuung.

Herrn Professor Dr. Achenbach danke ich für die Übernahme und zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Ferner bedanke ich mich bei den Herausgebern für die Aufnahme in diese Schriftenreihe.

Ganz herzlicher Dank gilt auch meiner Mutter und meiner Tante Erika, die mir durch ihre großzügige Unterstützung den notwendigen Freiraum für eine konzentrierte und zusammenhängende Bearbeitung ermöglicht haben.

Danke auch meiner Freundin Friederike.

Dafür, dass sie die Mühen des Korrekturlesens auf sich genommen haben, danke ich Frau Ute Steenken, Herrn Jan Furnivall und Herrn Guido Kleve.

© V&R unipress GmbH, Göttingen

© V&R unipress GmbH, Göttingen

Inhalt

VORWORT 5

ABKÜRZUNGEN 11

EINFÜHRUNG IN DIE ARBEIT 13

I. KAPITEL – INSIDER TRADING NACH U.S. AMERIKANISCHEM RECHT 15

A. Grundlagen 16

B. Strafbarkeit nach § 10 (b), § 32 (a) SEA 18
1. Primärinsider / klassische Theorie 21
2. Bewertung 23
3. Misappropriation-Theorie 25
4. Bewertung 30

C. Die weiteren Tatbestandsvoraussetzungen 32
1. Anwendbarkeit des Bundesrechts 33
2. Material Information 33
3. Disclose or Abstain – Nichtöffentlichkeit 34
4. Verbindung zum Handel mit Wertpapieren 36

D. Insiderhandel nach § 14(e) Securities Exchange Act 37

E. Wissen, Vorsatz und Absichten – prozessuale Beweisbarkeit 39
1. Das kognitive Element im § 32 (a) SEA 39
2. Indizienbeweise 43
3. Use versus Possession 50
4. Zusammenfassende Kritik 57

II. KAPITEL – VERFOLGUNG UND AUFDECKUNG VON INSIDER TRADING 61

A. Problemüberblick 61

B. Institutionen /Marktüberwachung durch die SEC und SROs 63
1. Die Securities Exchange Commission (SEC) 63
2. Self Regulatory Organisations 64
3. Informanten und Belohnungssysteme 68

C. Verfolgung durch die SEC – Überblick 70

© V&R unipress GmbH, Göttingen

1. Informelle Untersuchung ... 72
2. Formelles Verfahren ... 74
a) Überblick ... 74
b) Rechte von Personen im formellen Verfahren ... 75
3. Rechtsschutz und Vollstreckung im formellen Verfahren ... 79
a) 1. Schritt der gerichtlichen Prüfung ... 79
(1) 1st Amendment ... 80
(2) 4th Amendment ... 81
(3) 5th Amendment ... 82
b) 2. Schritt der gerichtlichen Prüfung ... 83
4. Zusammenfassende Bewertung des formellen Verfahrens ... 85
5. Weiteres Verfahren ... 87
a) Die zivilrechtliche Klage ... 87
b) Das Verwaltungsverfahren ... 87
c) Verweisung an das DOJ ... 88
6. Internationale Verfolgung ... 88

D. Verfolgung durch das Departement of Justice (DOJ) ... 90

E. Parallele Verfolgung durch DOJ und SEC ... 92
1. Übersicht ... 92
2. Gewährung eines Aufschubs in einem Verfahren ... 94
3. Double Jeopardy ... 96
4. Zusammenfassende Kritik ... 97

F. Ergebnis ... 98

III. KAPITEL – INSIDERRECHT IN DEUTSCHLAND ... 101

A. Historische Entwicklung ... 101

B. Die Insidergesetze des WpHG ... 105
1. Insiderpapiere § 12 WpHG ... 105
2. Insiderinformation ... 106
a) Überblick ... 106
b) Konkrete Information ... 108
c) Nicht öffentlich ... 112
d) Emittentenbezug ... 114
e) Kursbeeinflussungspotential ... 115
f) Rechtsvergleichende Zusammenfassung ... 119

© V&R unipress GmbH, Göttingen

3. Verbotstatbestand des § 14 WpHG 120
a) § 14 Abs. 1 Nr.1 WpHG....120
b) § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG....123
c) § 14 Abs. 1 Nr. 3 WpHG....124
4. Die Sanktionsnormen des WpHG 125
a) § 38 WpHG 125
(1) Angehörige eines Gesellschaftsorgans....126
(2) Beteiligungsinsider 126
(3) Tätigkeitsinsider....127
(4) Straftäter 128
b) § 39 WpHG 128

C. Parallelen zum US-Recht....129

D. Einzelne Fallgruppen....133
1. Der Empfehlende....134
2. Ausnutzung der Empfehlung eines Dritten 137
3. Scalping nach US-Recht....138

E. Der Fall Martha Stewart 138
1. Strafbarkeit der Beteiligten nach US-Recht 139
a) CEO Waksal und seiner Tochter 139
b) Stewarts Börsenmakler....139
c) Martha Stewart 139
2. Strafbarkeit der Beteiligten nach dem WpHG....140
a) Samual Waksal....140
b) Waksals Tochter....140
c) Stewarts Börsenmakler....140
d) Martha Stewart 141
3. Ergebnis....141

IV. KAPITEL – VERFOLGUNG VON INSIDERHANDEL IN DEUTSCHLAND 143

A. Prävention von Insiderhandel 143
1. Ad Hoc Veröffentlichungspflicht nach § 15 WpHG 144
2. Directors Dealings § 15a WpHG....145
3. Chinese-Walls 146
4. Wirksamkeit 146

© V&R unipress GmbH, Göttingen

B. Marktüberwachung ... 148
1. Börsenaufsicht ... 148
2. BaFin ... 148
C. Informationsgewinnung der BaFin ... 149
1. Meldepflichten nach § 9 WpHG ... 149
2. Aufzeichnungspflichten der Kreditinstitute nach § 16 WpHG ... 150
3. Speicherung von Kommunikationsdaten gem. § 16b WpHG ... 151
4. Führung von Insiderverzeichnissen nach § 15b WpHG ... 152
5. Anzeigepflicht nach § 10 WpHG ... 153
6. Kritik ... 154
D. Ermittlungsbefugnisse der BaFin ... 155
1. Generalnorm des § 4 Abs. 1 WpHG ... 155
2. Anordnungsbefugnis § 4 Abs. 2 WpHG ... 155
3. Auskunfts- und Ladungsbefugnis § 4 Abs.3 WpHG ... 156
4. Betretungsbefugnisse § 4 Abs. 4 WpHG ... 157
5. Anzeigepflicht an die Staatsanwaltschaft ... 158
6. Kritik ... 159
E. Rechte und Pflichten des Betroffenen ... 161
1. Überblick ... 161
2. Kritik ... 162
F. Parallele Verfahren ... 162
G. Verordnungen ... 163
H. Ergebnis ... 164
I. Exkurs: Der Fall Stewart in prozessualer Realität ... 165

ZUSAMMENFASSUNG ... 171

AUSBLICK ... 175

LITERATUR ... 177

© V&R unipress GmbH, Göttingen

Abkürzungen

Die Abkürzungen folgen dem Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache von Hildebert Kirchner, 5. Auflage, Berlin, New York 2002. Die Abkürzungen der englischsprachigen Zeitschriften wurden nach dem amerikanischen *Bluebook* (The Bluebook – A Uniform System of Citation, 17th Edition 2000), herausgegeben von *Columbia Law Review*, *Harvard Law Review*, *University of Pennsylvania Law Review* und *The Yale Law Journal* gebildet.

© V&R unipress GmbH, Göttingen

© V&R unipress GmbH, Göttingen

Einführung in die Arbeit

Am 2. Juli 2003 hat Samuel Waksal eine siebenjährige Haftstrafe wegen Insiderhandels angetreten[1]. Der Chef der Biotech Firma ImClone hatte vor Bekanntgabe der Nichtzulassung eines Krebsmedikaments 80.000 Aktien des von ihm geführten Unternehmens verkauft. Darüber hinaus riet er Familienangehörigen ebenfalls zum Verkauf ihrer Anteilsscheine. Im Fall von Mr. Waksal war die Beweislage derart erdrückend, dass dieser die Taten zugegeben und sich schuldig bekannt hat.

Der Insiderskandal um das Unternehmen ImCone hat eine breite Berichterstattung in den amerikanischen Medien erfahren, was auch daran lag, dass die bekannte Moderatorin und Unternehmerin Martha Stewart ebenfalls ins Visier der US-amerikanischen Wertpaperbehörde SEC geriet. Diese hatte ebenfalls nur wenige Tage vor Bekanntgabe der für das Unternehmen prägnanten Entscheidung der Arzneimittelaufsicht ihre 4000 Aktien verkauft.

Am 7. März 2004 wurde Stewart schuldig gesprochen. Die Verurteilung erfolgte jedoch nicht wegen illegalen Insiderhandels, ein solcher konnte ihr nicht nachgewiesen werden, vielmehr hatte sie in Vernehmungen des FBI und der SEC falsch ausgesagt, was in den USA als Behinderung der Justiz strafrechtlich verfolgt werden kann.

Die medienwirksame Verfolgung von Martha Stewart hat jedoch auch Kritik erfahren, denn die Multimillionärin vermied durch den Verkauf der Aktien »lediglich« einen Verlust von 50.000 Dollar. Im Gegensatz dazu fiel der Börsenwert ihres eigenen Unternehmens rapide, da dessen Erfolg maßgeblich mit ihrer Person verknüpft war.

Dieser Fall zeigt die Problematik der strafrechtlichen Aufdeckung und Verfolgung von Insidergeschäften. Das Handeln von Mr. Waksal ist wohl aus Sicht der Ermittlungsbehörden als Idealfall zu bezeichnen. Die Bekanntgabe einer derart »einschlagenden« Unternehmensnachricht drängt nahezu eine Überprüfung der getätigten Wertpapiertransaktionen im Umfeld von Unternehmensinsidern auf. Das Handeln von Mr. Waksal kann in dieser Situation wohl nur als unüberlegt beschrieben werden, denn es ist in den USA gemeinhin bekannt, dass die SEC äußerst wachsam bei der Verfolgung von Insiderrechtsverstößen ist. Als CEO eines börsennotierten Unternehmens hätte

1 Vgl. »Die Welt« vom 12.6.2003, S. 19; Spiegel Online, 11.6.2003 – http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,252366,00.html.

© V&R unipress GmbH, Göttingen

Waksal daher mit einer Entdeckung seiner verbotenen Insidergeschäfte rechnen müssen.

Der Fall von Martha Stewart hingegen zeigt, dass die Verfolgungsbehörden schnell an ihre Grenzen stoßen, wenn die Beweislage nicht so eindeutig ist. Die Anklage wegen Behinderung der Justiz ist zu Recht als Ausflucht der Staatsanwaltschaft kritisiert worden, die aufgrund der intensiven Berichterstattung in den Medien eine Verurteilung unbedingt erreichen wollte[2]. Die Anklage wegen Insiderhandels war dabei aufgrund des hohen Risikos eines Freispruchs vorsorglich fallen gelassen worden[3].

Inwiefern in Fällen von Insiderhandel eine Entdeckung und Verfolgung droht bzw. wie effektiv bestehende Gesetze und Handlungsbefugnisse der Verfolgungs- und Überwachungsbehörden sind, soll Gegenstand dieser Arbeit sein. Hierzu wird zunächst eine Analyse der Möglichkeiten nach US-amerikanischem Recht dargestellt sowie die Arbeit der SEC beleuchtet.

Im Anschluss werden die Handlungsbefugnisse der deutschen Wertpapieraufsicht sowie der Ermittlungsmöglichkeiten der Staatsanwaltschaft dargelegt. Hervorgehoben wird hierbei die Untersuchung, inwieweit die Maßnahmen und Möglichkeiten der US-Ermittler das Ziel der Schaffung und Aufrechterhaltung eines funktionsfähigen und integeren Wertpapiermarktes erreichen. Im Vergleich wird das deutsche Modell analysiert und untersucht, ob ein wirksamer Schutz vor Insiderhandel nach deutschem Recht möglich und zulässig ist. Dabei werden die Änderungen durch die EU-Richtline zur Verbesserung des Anlegerschutzes sowie die Umsetzung durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (AnSVG) berücksichtigt.

2 Vgl. Kadlec »Not A Good Thing For Martha«, Time Magazine, 15.3.2004, S. 60; Sloan, »She is a criminal? Give me a break!«, Newsweek, 15.3.2004, S. 37.

3 Für eine detaillierte Diskussion des Falls vgl. http://www.professorbainbridge.com/corporation_law_insider_trading_martha_stewart_case/ (zuletzt besucht am 4.11.2004).

© V&R unipress GmbH, Göttingen

I. Kapitel – Insider Trading nach U.S. amerikanischem Recht

Diese Arbeit beschränkt sich auf eine Darstellung des U.S.-Bundesrechts[4]. Dieses wird mit Bezug auf dessen strafrechtliche Anwendung erläutert. Vielfach decken sich dabei die Voraussetzungen für eine straf- und zivilrechtliche Haftung, daher sind nicht alle zitierten Entscheidungen strafrechtlicher Natur. Aufgrund der mangelnden Ausprägung des Verwaltungsrechts im angloamerikanischen Recht werden aber auch Klagen der U.S. Wertpapierbehörde SEC zivilrechtlich (*civil law)* behandelt. Die Verbotsnormen für Insider Trading können daher nicht einem Rechtsgebiet zugeordnet werden. Vielmehr kann bei Vorlage des Tatbestands aufgrund derselben Norm zivil- und strafrechtlich gegen den Täter vorgegangen werden. Ein verwaltungsrechtliches Vorgehen der SEC über sog. *administrative rulings* stützt sich ebenfalls auf dieselben Rechtsgrundlagen[5].

Insiderhandel ist in den USA nicht gesetzlich definiert. Eine von der New York Stock Exchange (NYSE) und verschiedenen anderen Stimmen lange geforderte Klarstellung der für den Laien nur schwer zu überschauenden Materie hat sich bisher nicht durchsetzen können. Insbesondere die SEC hat erhebliche Bedenken gegen eine solche Definition vorgetragen. Die US-Wertpapieraufsicht befürchtet eine Einengung ihrer Handlungsbefugnisse und einen Verlust der Flexibilität, auf neue Marktsituationen reagieren zu können. Zwar hat auch die SEC im Zuge der Gesetzgebungsberatungen zum Insider Trading and Securities Enforcement Act (ITSFA) selbst einen Vorschlag unterbreitet, dieser hat jedoch keine Berücksichtigung im Gesetz gefunden[6]. Insbesondere das Argument, dass eine Definition von Insiderhandel Strafbarkeitslücken schaffen könnte, hat den U.S.-amerikanischen Gesetzgeber davor zurückschrecken lassen, den Insidertatbestand gesetzlich klar zu erfassen.

Gegner einer Definition haben alle Vorschläge immer wieder mit der Begründung abgelehnt, dass die durch die Rechtsprechung entwickelte Definiti-

---

4 Vgl. zur Rechtsentwicklung auch Weber, Insiderrecht, S. 46.

5 Vgl. dazu unten S. 39.

6 Vgl. Oversight of the SEC and the Securities Industry: Hearing Before the Subcomm. on Securities of the Senate Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs, 100th Cong., 1st Sess. 120–121 (1987). Zitiert in: Ferrera Insidertrading and the Wall Fn. 15 § 4.05.

© V&R unipress GmbH, Göttingen