

Chunliang Yun

Die Strafbarkeitsgründe des Insiderhandelsverbots

Eine Analyse der strafrechtsdogmatischen Grundlagen
und des Rechtsgüterschutzes



Nomos

Studien zum Wirtschaftsstrafrecht – Neue Folge

herausgegeben von

Professor em. Dr. Dr. h.c. mult. Klaus Tiedemann,
Universität Freiburg i. Br.

Professor em. Dr. Dr. h.c. mult. Bernd Schönemann,
Ludwig-Maximilians-Universität München

Professor Dr. Thomas Rönnau,
Bucerius Law School Hamburg

Band 6

Ass.-Prof. Dr. Chunliang Yun

Die Strafbarkeitsgründe des Insiderhandelsverbots

Eine Analyse der strafrechtsdogmatischen Grundlagen
und des Rechtsgüterschutzes



Nomos

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

Zugl.: Freiburg, Univ., Diss., 2014

ISBN 978-3-8487-1751-4 (Print)

ISBN 978-3-8452-5705-1 (ePDF)

1. Auflage 2016

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2016. Printed in Germany. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

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

Inhaltsverzeichnis

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

Inhaltsverzeichnis

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 – Insiderfaktoren 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

Inhaltsverzeichnis

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 ≠ 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

Inhaltsverzeichnis

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) <i>petitio principii</i> 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

Inhaltsverzeichnis

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