

Studien zum vergleichenden Privatrecht

Studies in Comparative Private Law

Band / Volume 28

**Öffentliche Durchsetzung
des Insiderhandelsverbots
in den USA und Deutschland**

Von

Michael Hendricks



Duncker & Humblot · Berlin

MICHAEL HENDRICKS

Öffentliche Durchsetzung des Insiderhandelsverbots
in den USA und Deutschland

Studien zum vergleichenden Privatrecht

Studies in Comparative Private Law

Band/Volume 28

Öffentliche Durchsetzung des Insiderhandelsverbots in den USA und Deutschland

Von

Michael Hendricks



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin
hat diese Arbeit im Jahre 2023 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2025 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf
Druck: CPI books GmbH, Leck
Printed in Germany

ISSN 2567-5427
ISBN 978-3-428-19172-7 (Print)
ISBN 978-3-428-59172-5 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,
12165 Berlin, Germany | E-Mail: info@duncker-humblot.de
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

Meiner geliebten Familie

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2023/2024 von der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur wurden im Wesentlichen bis November 2021 berücksichtigt.

Mein herzlicher Dank gilt meinem hochverehrten Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M. (Harvard), vor allem für den mir beim Verfassen dieser Arbeit gewährten wissenschaftlichen Freiraum sowie die inspirierende, lehrreiche Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl.

Danken möchte ich auch Herrn Prof. Dr. Andreas M. Fleckner, LL.M. (Harvard), MPA (Harvard) für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Für die Aufnahme meiner Abhandlung danke ich zudem den Herausgebern dieser Schriftenreihe.

Ein ganz besonderer Dank gilt schließlich meiner Frau Linda für ihre emotionale Unterstützung und ihr Verständnis.

Düsseldorf, im Oktober 2024

Michael Hendricks

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1

Einleitung 33

A. Themenbegrenzung	33
B. Gang der Untersuchung	36
C. Definition „Insider(-handels-)verbot“	37
D. Sprache	38
E. Zitierweise	39

Kapitel 2

Die Öffentliche Durchsetzung des Insiderhandelsverbots in den USA 40

A. Rechtliche Grundlagen	42
I. Hintergrund	42
II. Gesetzgebungsakte im Zusammenhang mit der Bekämpfung von Insiderhandel	44
1. Insider Trading Sanctions Act aus dem Jahre 1984	44
2. Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act aus dem Jahre 1988	45
3. Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act aus dem Jahre 1990	48
4. Rules 10b5-1 aus dem Jahre 2000 und 10b5-2 aus dem Jahre 2001	49
5. Sarbanes-Oxley Act aus dem Jahre 2002	49
6. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act aus dem Jahre 2010	50
7. Stop Trading on Congressional Knowledge Act aus dem Jahre 2012	51
III. Das in den anti fraud-Bestimmungen von SEA § 10(b) und Rule 10b-5 wurzelnde Insiderhandelsverbot	51
1. SEA § 10(b) und Rule 10b-5	52
2. Duale Auslegung und Rechtsfortbildung durch SEC und Rechtsprechung	53
3. Die Rechtsprechung	56
a) Die wesentlichen Grundzüge	56
b) Die wesentlichen Entscheidungen	59
aa) In re Cady, Roberts & Co.	59
bb) Texas Gulf Sulphur	60

cc) Chiarella	61
dd) Dirks	63
ee) O'Hagan	65
c) Die tipper-/tippee-Haftung nach der aktuellen Rechtsprechung	66
aa) Der Fall United States v. Newman im Second Circuit	66
(1) Tatbestand und Entscheidung	66
(2) Reaktionen auf die Entscheidung und ihre Folgen	70
bb) Der Fall United States v. Salman im Ninth Circuit	72
cc) Die Entscheidung des U.S. Supreme Court in Sachen Salman v. United States	73
dd) Stellungnahme	73
(1) Vorsatz des tippee hinsichtlich des „Personal Benefit“	74
(2) Fortbestehende Haftungslücken und Enforcement-Defizit	74
(a) Haftungslücken als Folge von Personal Benefit-Voraussetzung	75
(b) Haftungslücken wegen hoher Anforderungen an den subjektiven Tatbestand	80
ee) Ruf nach Gesetzgebungsakt	80
ff) Zwischenfazit	82
B. Rechtsdurchsetzung durch die SEC im administrativ- und zivilrechtlichen Verfolgungssystem	82
I. Der investigative Teil zur Rechtsdurchsetzung	82
1. Hintergrund	82
2. Verfahrenseinleitendes Ermessen	85
a) Normative Grundlagen	85
b) Trigger für die Einleitung eines Ermittlungsverfahrens	86
3. Erste Ermittlungen (Informal/Preliminary Investigations)	89
4. Förmliche Ermittlung (Formal Order of Investigation)	91
a) Recht zur Zeugeneinvernahme und Beweisstückherausgabe (Subpoena Power)	92
aa) Grundsätze	92
(1) Rechtsgrundlage	92
(2) „Ad testificandum“ und „duces tecum“	93
(3) Subpoena-Enforcement	94
bb) Extraterritoriale Beweisgewinnung	96
(1) Tatbestandliche Reichweite der Subpoena-Vorschriften	96
(a) Wortlaut der Subpoena-Vorschriften	97
(aa) Wortlaut von SEA § 21(b)	97
(bb) Wortlaut von SEA § 21(c)	98
(b) Systematik der Subpoena-Vorschriften sowie Gesetzesänderungen durch den Dodd-Frank Act	99

(2) Persönliche Gerichtsbarkeit (Personal Jurisdiction) und ihre verfassungsrechtliche Ausprägung	101
(3) Rekapitulation	103
(4) Recht zur Zeugeneinvernahme und Herausgabe von Beweismitteln (Subpoena Power) nach allgemeinem Prozessrecht	104
(5) Zeugeneinvernahme und Herausgabe von Beweismitteln (Subpoena Power) nach internationalen Übereinkommen	105
b) Rechtsstellung des Subpoena-Adressaten	106
aa) Einsicht in den Formal Order of Investigation	106
bb) Keine Benachrichtigung des Beschuldigten über Subpoenas an Dritte	107
cc) Schutz durch die 5th Amendment	108
(1) Hintergrund	108
(2) Anwendungsbereich	109
(a) Persönlich	109
(b) „In any criminal case“	109
(c) „Testimonial Value“	111
(d) „Required Records“-Doktrin	113
(3) Nachteilige Schlussfolgerungen im Prozess	114
(4) Immunitätsgewährung und Proffer Agreements	115
dd) Schutz durch die 4th Amendment	117
ee) Attorney-Client Privilege und Attorney Work Product Doctrine	117
ff) Verzicht auf Privilegien und Kooperationsbonus	118
gg) Recht zur Begleitung durch einen Anwalt	120
hh) Spezialgesetzliche Vorgaben	121
c) Keine Durchsuchungs-, Sicherstellungs- oder Festnahmebefugnis (Search and Seizure)	122
5. Abschluss des investigativen Teils zur Rechtsdurchsetzung	122
a) Die Entscheidung der fünf SEC-Kommissare	122
b) Wells notice-Verfahren	123
c) Maßnahmen ohne Eingriffsqualität	125
aa) Verwarnung	125
bb) Veröffentlichung von Ermittlungsergebnissen (Report of Investigation oder Section 21(a) Report)	126
d) (Vorläufiger) Abschluss von Ermittlungsverfahren durch Deferred Prosecution Agreement, Non-Prosecution Agreement und Settlement	127
aa) Deferred Prosecution Agreements	127
bb) Non-Prosecution Agreements	128
cc) Settlement (Administrative Order oder Consent Judgment)	129
(1) Vor- und Nachteile eines Vergleichs	129
(2) Typischer Vergleichsinhalt	132
(3) Verwertung des Vergleichsinhalts im Strafverfahren	133

dd) Neither-admit-nor-deny policy	134
(1) Praxis	134
(2) Kritik der Bundesgerichte	137
(3) Ausnahmen von der neither-deny-nor-admit-Praxis	139
(4) (Rechtsökonomische) Bedenken gegen die neither-admit-nor-deny policy	142
6. „Suspicious Trading“-Fälle	145
II. Reichweite der Rechtsprechungsgewalt	146
1. Reichweite der extraterritorialen bundesgerichtlichen Jurisdiktionsgewalt	147
a) Sachliche Gerichtsbarkeit (Subject-Matter Jurisdiction)	148
aa) Morrison v. National Australia Bank	150
bb) Die Reaktion von Congress: Verschriftlichung extraterritorialer Subject- Matter Jurisdiction	151
b) Persönliche Gerichtsbarkeit (Personal Jurisdiction) und örtliche Zuständig- keit (Venue)	153
aa) Klagezustellung (Service of Process) in den USA	154
bb) Klagezustellung (Service of Process) außerhalb der USA	156
(1) Autorisierung einer Zustellung außerhalb der USA	156
(2) Das Haager Zustellungsübereinkommen	159
(3) Enforcement des Insiderhandelsverbots: Eine Zivil- oder Handels- sache?	162
(4) Verfahrensfortgang bei Zustellungsverweigerung oder unbekanntem Aufenthaltort bzw. unbekannter Identität des Insiderhändlers	164
cc) Die verfassungsrechtlichen Voraussetzungen für die Ausübung persön- licher Gerichtsbarkeit	167
dd) Fehlerhafte Zustellung im ersuchten Staat	170
c) Örtliche Zuständigkeit (Venue)	170
2. Reichweite der extraterritorialen administrativrechtlichen Jurisdiktionsgewalt	172
III. Rechtsdurchsetzung durch die SEC im administrativrechtlichen Verfolgungssys- tem	173
1. Verfahrensspezifika des administrativrechtlichen Verfolgungssystems	174
a) Hintergrund	174
b) Keine Geltung der Jury-Garantie	174
c) Verfahrensgang	176
aa) Verfahrenseinleitende Verfügung (Order Instituting Proceedings, OIP) und Verfügungserweiterung (Answer)	176
bb) Vorbesprechung (Prehearing Conference)	178
cc) Vorgeschaltete Beweisaufnahme (Prehearing Submissions)	178
dd) Beweismittelgewinnung und -offenlegung vor der mündlichen Ver- handlung (Discovery)	179
(1) (Begrenzte Möglichkeit von) Zeugeneinvernahmen vor der mündli- chen Verhandlung	179

(2) Herausgabe nicht privilegierter Dokumente und Vernehmungsprotokolle durch die Division of Enforcement	181
ee) Summarische Entscheidung ohne mündliche Verhandlung (Summary Disposition)	183
ff) Mündliche Verhandlung (Hearing)	184
(1) Öffentlichkeit	184
(2) Beweisaufnahme und Beweiswürdigung – Verwertbarkeit von Hearsay	184
(a) Die Federal Rules Evidence und Hearsay	185
(b) SEC Rules of Practice und Hearsay	186
(c) Abschließende Stellungnahme der Parteien (Post-Hearing Briefings)	187
gg) Vorläufige Entscheidung (Initial Decision)	188
hh) Beschwerde gegen vorläufige Entscheidung (Petition to Review) und (End-)Entscheidung (Final Order)	189
ii) Überprüfung durch ein (Bundes-)Berufungsgericht	191
(1) Zuständigkeit, Frist	191
(2) Vollzugsaussetzung	191
(3) Prüfungsmaßstab	192
jj) Vergleich (Settlement)	194
d) Die (aus der Sicht eines Maßnahmeadressaten) wichtigsten Unterschiede des administrativen Forums gegenüber dem zivilrechtlichen Forum	194
aa) Fehlende Unabhängigkeit des ALJ	194
bb) Keine Geltung der Federal Rules of Civil Procedure	196
cc) Keine Geltung der Federal Rules of Evidence	196
e) Rechtsvergleichender Seitenblick in das deutsche verwaltungsprozessuale Vorverfahren	197
2. Tendenz zur Ergreifung administrativrechtlicher Maßnahmen	198
a) Bestandsaufnahme	198
b) Ursachen	199
aa) Verfahrensstruktur und Verfahrensspezifika	199
bb) Regulierung durch Rechtsverfolgung	201
cc) Gesetzesänderungen	204
(1) Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act ...	204
(2) Sarbanes-Oxley Act	206
(3) Dodd-Frank Act	207
(4) Praktische Folgen	208
dd) Stagnierende Erfolgsquote vor den Bundesgerichten geführter Insiderhandelsverfahren	210
ee) Ermessen	212

3. Verfassungsmäßigkeit des administrativen Forums und der administrativen Rechtsdurchsetzung	213
a) Bundesgerichtsbarkeit für parallele Feststellungs- und Unterlassungsklage des SEC-Maßnahmeadressaten	214
aa) Die unterinstanzliche Rechtsprechung im Second Circuit – der Fall Gupta	214
bb) Das Urteil des Court of Appeals for the Second Circuit – der Fall Tilton	219
cc) Kritik	220
b) Verfassungsrechtliche Rügen in Bezug auf das Administrativverfahren	220
aa) Verstoß gegen die Appointments Clause durch Nichtbestellung der ALJ durch „Agency Heads“?	221
(1) Die Entscheidung des U.S. Supreme Court in Lucia	222
(2) Folgen	224
bb) Verstoß gegen die Appointments Clause durch „Removal Protection“?	224
cc) Verstoß gegen das Recht auf eine Jury?	226
dd) Verstoß gegen das „Non-Delegation Doctrine“?	228
ee) Verstoß gegen den Gleichheitssatz?	229
ff) Verstoß gegen den Gewaltenteilungsgrundsatz?	230
c) Stellungnahme und Ausblick	230
4. Maßnahmen und Sanktionen zur Rechtsdurchsetzung im administrativrechtlichen Verfolgungssystem	234
a) Maßnahme- und Sanktionsspektrum	234
b) Unterlassungsanordnung (Cease-and-Desist Order)	234
aa) Hintergrund	234
bb) Tatbestand	235
cc) Einmalige Rechtsverletzung in der Vergangenheit und Wiederholungsgefahr	236
dd) Ermessensausübung	237
ee) Vorläufiger Cease-and-Desist Order (Temporary Cease-and-Desist Order)	238
ff) Im Cease-and-Desist Order verhängbare Sanktionen	241
(1) Geldbuße	241
(2) Herausgabe widerrechtlich erlangter Vermögensvorteile (Disgorgement)	242
gg) Durchsetzung eines Cease-and-Desist Order	243
(1) Gerichtliche Geldbuße (Court-Imposed Civil Penalty)	243
(2) Befolgungsverfügung (Order Commanding Compliance)	244
(3) Contempt of Court	245
(a) Hintergrund und Tatbestand	245
(b) Verfahren und Abgrenzung von Civil und Criminal Contempt	246

(c) Der Contempt of Court im Gefüge des durchzusetzenden Cease-and-Desist Order	248
(d) Rechtsvergleichender Seitenblick nach Deutschland	249
hh) Kollaterale Rechtswirkungen des Erlasses eines Cease-and-Desist Order	249
ii) Obey-the-law cease-and-desist order	250
c) Administrativrechtliches Officer- und Director-Berufsausübungsverbot für Insiderhändler (Administrative Officer and Director Bar)	251
IV. Rechtsdurchsetzung durch die SEC im zivilrechtlichen Verfolgungssystem	253
1. Verfahrensspezifika des zivilrechtlichen Verfolgungssystems	253
a) Jury-Verfahren	253
aa) Rechtliche Rahmenbedingungen	253
(1) Verfahren vor den Bundesgerichten	253
(2) Natur des Klageanspruchs „at law“, nicht „in equity“	254
(3) Beantragung des Jury-Verfahrens	256
bb) Rechtstaktische Überlegungen	256
b) Bundeszivilprozessuale Particularity-Hürde	257
c) Summary Judgment und Offensive Non-Mutual Collateral Estoppel	260
d) Haager Beweisaufnahmeübereinkommen und Pre-Trial Discovery	262
2. Maßnahmen und Sanktionen zur Rechtsdurchsetzung im zivilrechtlichen Verfolgungssystem	264
a) Bundesgerichtliche Unterlassungsverfügungen (Injunctions) – Grundpfeiler der Enforcement-Aktivität der SEC	264
aa) Gesetzgebung und Enforcement-Praxis	264
bb) Tatbestand und Abgrenzung zur Common Law-Injunction	266
(1) Rechtsgrundlage	266
(2) Konkrete Wiederholungsgefahr	267
(3) Einstweilige Unterlassungsverfügung (Preliminary Injunction und Temporary Restraining Order)	272
(4) Subjektive Voraussetzung	273
cc) Aufhebung und Abänderung von Injunctions	275
dd) Teilnehmer als Verfügungsadressaten (Aiding and Abetting)	276
ee) Billigkeitsrechtsschutz (Equitable Relief)	278
ff) Kollaterale Rechtswirkungen des Erlasses einer Injunction	282
gg) Gegenüberstellung von Cease-and-Desist Order und Injunction	285
(1) Geringere Tatbestandshürden des Cease-and-Desist Order	285
(2) Vollstreckbarkeit ohne Order of Compliance	285
(3) Flexibilität bei der Rechtsfolgengestaltung	286
hh) Die obey-the-law Injunction	286
(1) Unbestimmtheit (Overbreadth)	287
(2) Due Process und Personal Jurisdiction	289
(3) Contempt of Court und Jury-Verfahren	290

(4) Vollziehung der obey-the-law Injunction oder Ahndung neuer Insiderhandelsverstöße durch Contempt of Court?	292
(5) Stellungnahme	293
ii) Zivilrechtliches Officer- und Director-Berufsausübungsverbot für Insiderhändler (Civil Officer and Director Bar)	294
(1) Hintergrund	294
(2) Tatbestand	295
(a) Verstoß gegen die anti fraud-Vorschriften	295
(b) Ungeeignetheit für die Berufsausübung – substantial unfitness standard vs. unfitness standard	296
(3) Die Alternative des „equitable“ Officer- und Director-Berufsausübungsverbots	299
jj) Recht auf ein Jury-Verfahren	300
kk) Verjährung	300
b) Dinglicher Arrest (asset freeze)	303
aa) Allgemeine Grundsätze und Umfang	303
bb) Unabhängigkeit vom Tatbestand der Injunction	304
cc) Einstweiliger asset freeze	305
dd) Rechtsanwaltskosten	306
c) Insider Trading-Geldbußen	307
aa) Gesetzgebungsakte und Hintergrund	307
bb) Tatbestand	310
(1) Tatbestandliche Einschränkungen	311
(2) Predicate Offense	311
(a) Insiderhandelstransaktion	311
(b) Communication	312
(3) Subjektive Voraussetzung	314
(4) Spezialität von SEA § 21A und Verdrängung von SEA § 21(d)(3)	314
cc) Sanktionsadressaten: Insiderhändler, Communicator, Controlling Person, Prinzipal und Gehilfe	317
(1) Haftung des Insiderhändlers und Communicator	317
(2) Haftung der Controlling Person	317
(3) Haftung des Prinzipals	321
(4) Haftung des Gehilfen (Aiding and Abetting)	322
dd) Festsetzung des konkreten Bußgeldbetrages: Kalkulationsbasis und Ermessenserwägungen	323
(1) Kalkulationsbasis	323
(a) Bußgeld gegen Insiderhändler oder Communicator	323
(b) Bußgeld gegen Controlling Person	328
(2) Ermessenserwägungen	328
ee) Vollstreckung	331

ff) Verjährung (Statute of Limitations)	331
(1) Discovery Rule	333
(2) Fraudulent Concealment und Equitable Tolling	335
gg) Recht auf ein Jury-Verfahren	336
hh) Dreifacher Schadensersatz (Treble Damages) und das Verbot der Doppelbestrafung (Double Jeopardy)	337
(1) Hintergrund und Rechtsprechung des U.S. Supreme Court	337
(2) SEA § 21A(a)(2) und Double Jeopardy	340
d) Geldbußen	342
e) Herausgabe widerrechtlich erlangter Vermögensvorteile (Disgorgement) ..	343
aa) Hintergrund, Rechtsnatur und Zweck	343
bb) Schuldner	346
cc) Berechnungsmodus	348
dd) Verzinsung	351
ee) Kein Recht auf ein Jury-Verfahren	352
ff) Kein Double Jeopardy	352
gg) Verjährung	353
hh) Die Entscheidung in Sachen Liu	355
C. Rechtsdurchsetzung durch das DoJ im strafrechtlichen Verfolgungssystem	356
I. Hintergrund und rechtsökonomisches Fundament der hohen Strafen	356
II. Ermittlungsbefugnisse	361
1. Überwachung von Tele- und elektronischer Kommunikation sowie gesprochenem Wort	361
2. Abfrage von Inhalten von Tele- und elektronischer Kommunikation sowie von Verkehrsdaten	362
3. Durchsuchungen, Sicherstellungen und Festnahmen (Searches and Seizures) ..	363
III. Zusammenspiel von SEC und DoJ	364
IV. Strafbarkeit von Insiderhändlern	366
1. Nach dem Securities Exchange Act	366
a) Gesetzlicher Strafraumen	366
b) Höhere mens rea-Voraussetzung	366
c) Verjährung	369
2. Nach dem Penal Code (18 U.S.C.)	369
a) Verbrechensverabredung und Beteiligungsstrafbarkeit	369
b) Nach 18 U.S.C. § 1348	369
V. Die U.S. Federal Sentencing Guidelines und Insider Trading-Strafen	371
1. Strafraumenfindung – was ist der Profit einer Insiderhandelstransaktion? ..	371
a) Net Profit Approach	374
b) Market Absorption Approach	375
c) Modifizierter Market Absorption Approach	376

d) Stellungnahme	378
aa) Entkräftung der Argumente für den Net Profit und modifizierten Market Absorption Approach	378
bb) Profitbestimmung als nur ein mitschwingender Faktor bei der Schuldsuche	381
2. Strafrahmenausfüllung	383
VI. Verfall (Criminal Forfeiture) und Schadenswiedergutmachung (Restitution)	384
D. Rechtsdurchsetzung des Insiderhandelsverbots in mehreren Rechtsdurchsetzungsforen	385
I. Vorenthaltung von Rechten	386
II. Doppelbestrafungsverbot (Double Jeopardy)	389

Kapitel 3

Die Öffentliche Durchsetzung des Insiderhandelsverbots in Deutschland	391
A. Rechtliche Grundlagen	392
I. Der neue Rechtsrahmen von MAR und CRIM-MAD	392
II. Die Annexkompetenz für die CRIM-MAD	395
III. Zweigleisigkeit der Sanktionierung von Verstößen gegen das Insiderhandelsverbot	396
IV. Harmonisierungsgrad des Insiderverbotstatbestands und der Ermittlungs- und Maßnahme-/Sanktionsbefugnisse	398
V. Der Insiderverbotstatbestand	400
1. Insidergeschäft nach Art. 14 lit. a) MAR	401
2. Empfehlung von und Verleitung zu Insidergeschäften nach Art. 14 lit. b) MAR	404
3. Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen nach Art. 14 lit. c) MAR	405
a) Ungenauigkeiten	406
b) Rechtsvergleichender Seitenblick in die USA	407
B. Rechtsdurchsetzung durch die BaFin im verwaltungs- bzw. aufsichts- und ordnungs- widrigkeitenrechtlichen Verfolgungssystem	408
I. Einleitung	408
1. Prävention und Repression	408
2. Verfassungsmäßigkeit der Ermittlungs-, Maßnahme- und Sanktionsbefugnisse	410
3. Haushalt der BaFin	411
II. Der investigative Teil zur Rechtsdurchsetzung	412
1. Zahlenmaterial	413
2. Schlicht hoheitliches Handeln	414
3. Auskunfts- und Vorlageverlangen nach § 6 Abs. 3 WpHG	415
a) Tatbestand	415
b) Verdachtsstufe	416
c) Ermessen	419

d) Mitwirkungsverweigerungsrechte	420
aa) Das Problem des Vorlageersuchens	421
bb) Lösungsansatz	422
e) Rechtsschutz	423
4. Zugriff auf Telekommunikationsdaten nach § 7 WpHG	425
a) Telekommunikationsbetreiber als Maßnahmeadressaten	425
aa) Tatbestand	425
bb) Verdachtsstufe	426
b) Wertpapierdienstleistungs- und sonstige Unternehmen als Maßnahmeadressaten	427
aa) Tatbestand	427
bb) Verdachtsstufe	427
c) Rechtsschutz	428
5. Durchsuchungen, Sicherstellungen und Beschlagnahmen nach § 6 Abs. 12 WpHG	429
a) Tatbestand	429
b) Verdachtsstufe	430
c) Keine Ergreifungsdurchsuchung	430
d) Durchsuchungen bei Nichtverdächtigen	431
e) Keine Notwendigkeit einer vorherigen Absprache mit der Staatsanwaltschaft	432
f) Rechtsschutz	433
6. Vermögensbeschlagnahmen nach § 6 Abs. 13 WpHG	434
a) Tatbestand	434
aa) Sachlicher Anwendungsbereich	434
(1) Umfassendes Verständnis der neuen Kompetenz	434
(2) Begriff des Vermögenswerts	435
(3) Sicherung eines Anspruchs	436
(a) Problemaufriss	436
(b) Rechtsvergleichender Seitenblick in die USA	437
(c) Mögliche Ansprüche	438
(d) Verhältnis von § 6 Abs. 13 WpHG zu § 111e StPO i. V.m. § 46 Abs. 2 OWiG	438
(4) Anordnungsgrund	440
bb) Persönlicher Anwendungsbereich	441
b) Vollziehung der Beschlagnahme und Verwaltung der beschlagnahmten Vermögenswerte	441
c) Rechtsschutz	441
7. Abschluss des investigativen Teils zur Rechtsdurchsetzung durch ein „Settlement“ – rechtsvergleichender Seitenblick in die USA	442
8. Stellungnahme	443

III. Maßnahmen und Sanktionen zur Rechtsdurchsetzung im aufsichtsrechtlichen Verfolgungssystem	445
1. Das Insiderverbot im aufsichtsrechtlichen Verfolgungssystem	445
a) Vermutung der Nutzung der Insiderinformation	445
aa) Grundsatz: Echte Beweislastumkehr	445
bb) Ausnahme: Vollstreckung von Unterlassungsanordnung wegen Verstoßes gegen Art. 14 MAR	447
b) Personeller Anwendungsbereich und Vorsatzfragen	449
2. Das in aufsichtsrechtlichen Verfahren zur Verfügung stehende Maßnahme- und Sanktionsarsenal	450
a) Anordnung nach § 6 Abs. 2 S. 1 und 2 WpHG	451
aa) Tatbestand und Ermessen	451
bb) Anwendungsbereich hinsichtlich der Durchsetzung des Insiderhandelsverbots	451
cc) Keine Einschränkung durch Missstandsvoraussetzung	452
dd) Repressionswirkungen einer präventiven Anordnung	453
ee) Anordnungen in Bezug auf Art. 14 MAR – rechtsvergleichender Seitenblick in die USA	453
ff) Rechtsschutz	454
b) Unterlassungsanordnung nach § 6 Abs. 6 S. 1 Nr. 2 WpHG	455
aa) Tatbestand und Ermessen	455
(1) Wiederholungsgefahr	455
(2) Vortat	456
(3) Ermessensreduktion durch Automatismus der Maßnahmebekanntmachung nach § 125 WpHG	457
bb) Zulässigkeit einer „obey-Art. 14 MAR“-Anordnung?	458
(1) Rechtsvergleichender Seitenblick in die USA	459
(2) Bestimmtheit i. S. von § 37 Abs. 1 VwVfG	460
(a) Bezugnahme auf Art. 14 MAR insgesamt	462
(b) Bezugnahme auf eine Tatbestandsvariante von Art. 14 MAR ...	463
(c) Vermeidung von Über- und Unterinklusivität	464
(3) Festsetzungsfähiger Zwangsgeldbetrag und Ermessen	464
cc) Rechtsschutz	465
c) Unterlassungsanordnung nach § 6 Abs. 7 Alt. 1 WpHG	465
aa) Tatbestand und Ermessen	465
bb) Berufsregelnde Tendenz trotz eingeschränkter Rechtsfolge	466
cc) Rechtsschutz	467
d) Unterlassungsanordnung nach § 6 Abs. 6 S. 1 Nr. 7 WpHG und § 6 Abs. 7 Alt. 2 WpHG	467
aa) Tatbestand und Ermessen	467
bb) Art der Bezugsanordnung	468

cc) Rechtsschutz	468
e) Berufsausübungsverbot nach § 6 Abs. 8 S. 1 i. V. m. Abs. 6 S. 1 Nr. 2 WpHG 468	
aa) Tatbestand und Ermessen	468
(1) Nicht nur „Verantwortlichkeit“ für den Verstoß	470
(2) Vorsätzlichkeit und Gleichartigkeit der Verstöße	471
(3) Zeitlicher Zusammenhang der Verstöße	473
bb) Umfang des Berufsausübungsverbots	473
cc) Feststellung fehlender Vorsätzlichkeit durch die Staatsanwaltschaft ...	475
dd) Keine Ungeeignetheit wegen fehlender Zuverlässigkeit des Maßnah- meadressaten als Voraussetzung des Berufsausübungsverbots?	475
ee) Rechtsschutz	476
f) Berufsausübungsverbot nach § 36 Abs. 2 KWG	477
g) Naming and Shaming nach § 125 WpHG	478
aa) Tatbestand und (gebundenes) Ermessen	478
bb) Kritik	480
cc) Rechtsschutz	481
h) Warnung nach § 6 Abs. 9 WpHG	483
aa) Tatbestand und Ermessen	483
bb) Rechtsschutz	485
3. Fortentwicklung der Insiderverbotstatbestände durch die Verwaltungsgerichte und rechtsvergleichender Seitenblick in die USA	486
IV. Die Durchsetzung des Insiderverbots durch die BaFin im ordnungswidrigkeiten- rechtlichen Verfolgungssystem	487
1. Das Insiderverbot im ordnungswidrigkeitenrechtlichen Verfolgungssystem ...	487
a) Bestandsaufnahme und prozessuale Vorüberlegungen	487
b) Vermutung der Nutzung der Insiderinformation und Vorsatz bzgl. der Insi- derinformation	488
c) Legitimation (der Verschärfung) des Ordnungswidrigkeitenrechts für Insider	489
2. Maßnahmen und Sanktionen zur Rechtsdurchsetzung im ordnungswidrigkei- tenrechtlichen Verfolgungssystem	491
a) Geldbuße	491
aa) Tatbestand	491
(1) Natürliche Person	491
(2) Juristische Person	492
(a) Umsatzbezogenes Geldbußhöchstmaß	492
(b) Anlassstat	494
(3) Rechtsvergleichender Seitenblick in die USA	494
bb) Gesetzgeberischer Übereifer	496

cc) Treble Damages	497
(1) Grundsätzliche Berechnungsmethodik und rechtsökonomische Erwägungen	497
(a) Abschöpfung und Ahnung nach der Regelungssystematik von WpHG und OWiG	499
(b) Rechtsvergleichender Seitenblick in die USA	501
(2) Die Berechnung des wirtschaftlichen Vorteils nach § 120 Abs. 18 S. 4 WpHG	501
(a) Die Berechnung des wirtschaftlichen Vorteils i. S. des Ordnungswidrigkeitenrechts – Nettoprinzip	502
(b) Die Berechnung des erlangten Etwas i. S. des Ordnungswidrigkeiten- und Strafrechts – Bruttonprinzip und Aufgabe der „Sondervorteilsdogmatik“	503
(aa) Zweistufige Berechnung nach dem Bruttonprinzip	504
(bb) Einschränkung des Bruttonprinzips, wenn Insiderverstoß eine Ordnungswidrigkeit darstellt	505
(c) Transfer der Berechnungsmethodik zum erlangten Etwas in die Berechnungsmethodik zum wirtschaftlichen Vorteil i. S. von § 120 Abs. 18 S. 4 WpHG	507
(d) Rechtsvergleichender Seitenblick in die USA	509
(3) Grundsätzliche Zumessungskriterien	509
(4) Erzielter Gewinn oder vermiedener Verlust als Kriterium zur Ausfüllung des Ahndungsrahmens?	511
(5) Abschreckungspotential?	512
dd) Das Verhältnis von § 120 Abs. 18 S. 2 Hs. 2 Nr. 1 und S. 3–4 WpHG zur OWiG-Verbandsgeldbuße im Falle eines vorsätzlichen Insiderhandelsverstoßes	512
(1) Problemaufriss	512
(2) Seitenblick auf das Kartell- und Bankenrecht	513
(3) Keine tatbestandliche Anwendbarkeit von § 120 Abs. 18 S. 2 Hs. 2 Nr. 1 WpHG bei vorsätzlichem Insiderhandelsverstoß?	514
(4) Keine Lösung des Konkurrenzproblems durch § 30 Abs. 2 S. 4 OWiG	514
(5) Vergleich der Obergrenzen von OWiG- und WpHG-Ahndungsrahmen	515
(6) WpHG-Ahndungsrahmen ist lex specialis	516
ee) Verjährung	517
ff) Tatmehrheit	517
b) Einziehung des Wertes von Taterträgen (Gewinnabschöpfung)	518
aa) Subsidiäre Stellung – rechtsvergleichender Seitenblick in die USA ...	518
bb) Tatbestand der Einziehungsanordnung nach § 29a OWiG	519

cc) Höhe des Wertes der Taterträge	520
(1) Einschränkungen des Bruttoprinzips bei leichtfertigem Handeln des Täters	521
(2) Einschränkung des Bruttoprinzips bei fehlender Vorwerfbarkeit des Täters oder fehlender Bösgläubigkeit des Dritten	523
(a) Das erlangte Etwas	523
(b) Keine Einziehung des „Paper Profit“	524
(3) Relevanz der Sondervorteilslehre für die Einziehung von „Paper Profit“	526
dd) Selbständiges Einziehungsverfahren nach § 29a Abs. 5 OWiG	527
ee) Verjährung	527
c) Beschlagnahme und Vermögensarrest	528
aa) Tatbestand	528
bb) Sicherbare Ansprüche	529
(1) Geldbuße nach WpHG	529
(2) Anordnung der Einziehung von Taterträgen nach OWiG	530
(3) Gebühren und Auslagen nach OWiG	533
(4) Geldstrafe und Strafverfahrenskosten	533
C. Rechtsdurchsetzung durch die Staatsanwaltschaft im strafrechtlichen Verfolgungssystem	534
I. Zusammenspiel von BaFin und Staatsanwaltschaft	534
II. Strafbarkeit von Insiderhändlern	536
1. Die CRIM-MAD-Vorgaben und -Umsetzung	536
2. Die widerlegliche Nutzungsvermutung	538
3. Legitimation (der Verschärfung) des Insiderstrafrechts	540
III. Strafrahmenausfüllung	544
1. Der Sondervorteil	544
a) Der freenet-Beschluss des BGH	544
b) Keine Änderung der Sondervorteils-Rechtsprechung durch die Reform der strafrechtlichen Vermögensabschöpfung v. 13.4.2017	547
aa) Der Sondervorteil in der Verlustvermeidungsalternative	548
bb) Der Sondervorteil in der Gewinnerzielungsalternative	550
c) (Unions-)Verfassungsrechtliche Notwendigkeit der Herausdestillation des Sondervorteils	551
2. Andere Faktoren	552
IV. Einziehung	553
1. Tatbestand	553
2. Grundsätze zur Bestimmung des erlangten Etwas nach dem BGH – die Sondervorteils-Rspr.	555
3. Der Beschluss des OLG Stuttgart v. 3.9.2015 – Fortsetzung der Sondervorteils-Rspr.	559

4. Die Reform der strafrechtlichen Vermögensabschöpfung v. 13.4.2017 – Auswirkungen auf die Sondervorteils-Rspr.	560
a) Die Eliminierung des Unmittelbarkeitsprinzips	560
b) Bedeutung im Insiderhandelskontext	561
c) Abzugsmöglichkeit des Kaufpreises in der Verlustvermeidungsalternative?	564
aa) Fallbeispiel	564
bb) Rekapitulation der Rechtsprechungspraxis des 3. und 5. Strafsenats des BGH	564
cc) Die Gesetzesbegründung zur Reform der strafrechtlichen Vermögensabschöpfung und die Literatur	565
dd) Teleologische und rechtsökonomische Überlegungen gegen eine Abzugsmöglichkeit	567
ee) Rechtsvergleichender Seitenblick in die USA	568
d) Berücksichtigung des Sondervorteils für eine Einziehung des „Paper Profit“	568
e) Einschränkung des Bruttoprinzips bei fehlender Vorwerfbarkeit des Täters oder fehlender Bösgläubigkeit des Dritten	569
f) Stellungnahme	571
5. Verschiebungsfälle	573
a) Tatbestand	573
b) Gesamtschuldnerische Haftung und rechtsvergleichender Seitenblick in die USA	574
6. Selbstständige Einziehung	576
7. Beschlagnahme und Vermögensarrest	578
V. Verhängung eines Berufsverbots	578
D. Rechtsdurchsetzung des Insiderhandelsverbots in mehreren Rechtsdurchsetzungsforen	579
I. Rekapitulierender Seitenblick in die USA	579
II. Das Verhältnis vom straf- zum ordnungswidrigkeitenrechtlichen Rechtsdurchsetzungsforum im nationalen Recht	579
1. Keine weitere Verfolgung der Tat als Ordnungswidrigkeit	580
a) Einstellungen nach §§ 153 ff., 170 Abs. 2 StPO	581
b) Selbstständige Einziehung	582
2. Keine weitere Verfolgung der Tat als Straftat	583
III. Das Verhältnis vom aufsichtsrechtlichen zum straf- und ordnungswidrigkeitenrechtlichen Rechtsdurchsetzungsforum im nationalen Recht	585
IV. Unionsrecht	586

Kapitel 4

Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und Ausblick	588
A. Die Öffentliche Durchsetzung des Insiderhandelsverbots in den USA	588
I. Rechtsdurchsetzungslücken	588
II. Effektivität und Effizienz des Public Enforcement durch die SEC und das DoJ	589
B. Das Public Enforcement des Insiderhandelsverbots in Deutschland	591
C. Ausblick	593
Literaturverzeichnis	595
Stichwortverzeichnis	633

Abkürzungsverzeichnis

Hinsichtlich im Text verwandter Abkürzungen, die im Folgenden nicht aufgelistet sind, wird verwiesen auf *Kirchner*, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache (9. Aufl. 2019) sowie The Bluebook (21st ed.).

1. FiMaNoG	Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz
2. FiMaNoG	Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz
Acc. Rev.	Accounting Review
Admin. L. Rev.	Administrative Law Review
aff'd	affirmed
Ala.	Alabama
Ala. L. Rev.	Alabama Law Review
Alb. L. Rev.	Albany Law Review
ALJ	Administrative Law Judge
Am. Crim. L. Rev.	American Criminal Law Review
Am. J. Comp. L. Supp.	American Journal of Comparative Law Supplement
Am. L. & Econ. Rev.	American Law & Economics Review
Am. U. Bus. L. Rev.	American University Business Law Review
Am. U. L. Rev.	American University Law Review
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
Ariz. L. Rev.	Arizona Law Review
Ariz. St. L.J.	Arizona State Law Journal
backg'd	background
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
B.C. Int'l & Comp. L. Rev.	Boston College International & Comparative Law Review
Berkeley Bus. L.J.	Berkeley Business Law Journal
Berkeley J. Int'l L.	Berkeley Journal of International Law
Brook. L. Rev.	Brooklyn Law Review
BSA	Bank Secrecy Act
Buff. L. Rev.	Buffalo Law Review
B.U. L. Rev.	Boston University Law Review
Bus. Law.	Business Lawyer
Cal.	California
Cal. L. Rev.	California Law Review
Cal. W. Int'l L.J.	California Western International Law Journal
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
Case W. Res. L. Rev.	Case Western Reserve Law Review
Cath. U. L. Rev.	Catholic University Law Review
CEA	Commodities Exchange Act
cert.	certiorari
CFBP	Bureau of Consumer Financial Protection
CFR	Code of Federal Regulations
CFTC	Commodities and Futures Trading Commission

Ch.	Chapter
Cir.	Circuit Court of Appeals (federal)
C.J.	Chief Justice
Clev. St. L. Rev.	Cleveland State Law Review
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. J. Transnat'l L.	Columbia Journal of Transnational Law
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Const.	Constitution
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
CPLR	New York Civil Practice Law and Rules
CRIM-MAD	Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse
CUNY L. Rev.	City University of New York Law Review
D.	District Court (federal)
D.C.	District of Columbia
Del.	Delaware
Dodd-Frank Act	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
DoE	SEC Division of Enforcement
DoJ	Department of Justice
DPA	Deferred Prosecution Agreement
Duke L.J.	Duke Law Journal
EAJA	Equal Access to Justice Act
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
E.D.	Eastern District
Ed.	Edition oder Editor
Emory L.J.	Emory Law Journal
Eur. Fin. Mgmt.	European Financial Management
F.	Federal Reporter
F.2d	Federal Reporter, Second Series
F.3d	Federal Reporter, Third Series
F. App'x	Federal Appendix
F. Supp.	Federal Supplement
F. Supp. 2d	Federal Supplement Second Series
F. Supp. 3d	Federal Supplement Third Series
FCPA	Foreign Corrupt Practices Act
Fed. R. Civ. Proc.	Federal Rules of Civil Procedure
Fed. R. Crim. Proc.	Federal Rules of Criminal Procedure
Fed. Reg.	Federal Register
Fed. R. Evid.	Federal Rules of Evidence
Fed. Sec. L. Rep.	Federal Securities Law Reporter
Fed. Sent'g Rep.	Federal Sentencing Reporter
Fin. Rev.	Financial Review
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
Fla.	Florida
Fla. L. Rev.	Florida Law Review
FOIA	Freedom of Information Act
Fordham J. Corp. & Fin. L.	Fordham Journal of Corporate & Financial Law
Fordham L. Rev.	Fordham Law Review
F.R.D.	Federal Rules Decisions

Ga.	Georgia
Ga. L. Rev.	Georgia Law Review
Geo. L.J.	Georgetown Law Journal
Geo. Wash. L. Rev.	George Washington Law Review
Global Mkt. L.J.	Global Markets Law Journal
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. J.L. & Pub. Pol'y	Harvard Journal of Law & Public Policy
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Hastings L. J.	Hastings Law Journal
Hofstra L. Rev.	Hofstra Law Review
H.R.	House of Representatives
Ill.	Illinois
Int'l Econ. Rev.	International Economic Review
Int'l Law.	International Lawyer
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
Iowa L. Rev.	Iowa Law Review
ISECA	International Securities Enforcement Cooperation Act
ITSA	Insider Trading Sanctions Act
ITSFEA	Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act
J.	Justice
J. Acct. & Econ.	Journal of Accounting & Economics
J. Acct. & Fin.	Journal of Accounting & Finance
J. Bus.	Journal of Business
J. Bus. & Sec. L.	Journal of Business & Securities Law
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Corp. L. Stud.	Journal of Corporate Law Studies
J. Crim. L. & Criminology	Journal of Criminal Law & Criminology
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Fin. Res.	Journal of Financial Research
J.L. & Econ.	Journal of Law & Economics
J.L. Econ. & Org.	Journal of Law, Economics & Organisation
J. Legal Stud.	Journal of Legal Studies
J. Risk & Ins.	Journal of Risk & Insurance
L.Ed.	United States Supreme Court Reports, Lawyer's Edition
L.Ed.2d	United States Supreme Court Reports, Lawyer's Edition Second Series
Law & Contemp. Probs.	Law & Contemporary Problems
Law & Pol'y Int'l Bus.	Law & Policy in International Business
Law & Soc'y Rev.	Law & Society Review
Lewis & Clark L. Rev	Lewis & Clark Law Review
Litig.	Litigation
MAR	Market Abuse Regulation
McGeorge L. Rev.	McGeorge Law Review
Md.	Maryland
Me. L. Rev.	Maine Law Review
Mich. J. Int'l L.	Michigan Journal of International Law

Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
Minn. J. Int'l L.	Minnesota Journal of International Law
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review
MMoU	Multilateral Memorandum of Understanding
MoU	Memorandum of Understanding
N.C. Banking Inst.	North Carolina Banking Institute
N.C. L. Rev.	North Carolina Law Review
N.D.	Northern District
N.Y.	New York
N.Y.L.J.	New York Law Journal
N.Y.U. J.L. & Bus.	New York University Journal of Law & Business
N.Y.U. L. Rev.	New York University Law Review
NASD	National Association of Securities Dealers
NDAA	National Defense Authorization Act
Neb.	Nebraska
No.	Number
Notre Dame L. Rev.	Notre Dame Law Review
NPA	Non-Prosecution Agreement
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NYSE	New York Stock Exchange
Ohio St. J. Crim. L.	Ohio State Journal of Criminal Law
Ohio St. L.J.	Ohio State Law Journal
OIP	Order Instituting Proceedings
Pa.	Pennsylvania
Pace Int'l L. Rev.	Pace International Law Review
Pace L. Rev.	Pace Law Review
PSLRA	Private Securities Litigation Reform Act
Q.J. Bus. & Econ.	Quarterly Journal of Business & Economics
Q.J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
Rel.	Release
Remedies Act	Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act
Rep.	Report
Rev. Banking & Fin. L.	Review of Banking & Financial Law
Rev. Fin. Stud.	Review of Financial Studies
Rev. Sec. & Commod. Reg.	Review of Securities & Commodities Regulation
rev'd	reversed
Rutgers L. Rev.	Rutgers Law Review
S.	Senate
SA	Securities Act
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
S.Ct.	Supreme Court
S.D.	Southern District
SEA	Securities Exchange Act
Seattle U. L. Rev.	Seattle University Law Review
SEC oder S.E.C.	Securities Exchange Commission
Sec. Litig.	Securities Litigation
Sec. Reg. & L. Rep.	Securities Regulation & Law Report
Sec. Reg. L.J.	Securities Regulation Law Journal

S. Ill. U. L.J.	Southern Illinois University Law Journal
SMU L. Rev.	SMU Law Review
St. John's L. Rev.	St. John's Law Review
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
Stan. L. Rev. Online	Stanford Law Review Online
Stat.	Statute(s)
STJ	Special Trial Judge
Suffolk Transnat'l L. Rev.	Suffolk Transnational Law Review
Suffolk U. L. Rev	Suffolk University Law Review
Sup. Ct. Rev.	Supreme Court Review
Syracuse L. Rev.	Syracuse Law Review
Temp. Int'l & Comp. L.J.	Temple International & Comparative Law Journal
Tenn. L. Rev.	Tennessee Law Review
Tex.	Texas
Tex. Int'l L.J.	Texas International Law Journal
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
TRO	Temporary Restraining Order
Tul. L. Rev.	Tulane Law Review
Tul. Mar. L.J.	Tulane Maritime Law Journal
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
U. Kan. L. Rev.	University of Kansas Law Review
U. Miami L. Rev.	University of Miami Law Review
U. Mich. J.L. Reform	University of Michigan Journal of Law Reform
U. Pa. J. Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of Business Law
U. Pa. J. Const. L.	University of Pennsylvania Journal of Constitutional Law
U. Pa. J.L. & Pub. Aff.	University of Pennsylvania Journal Law & Public Affairs
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U. Pitt. L. Rev.	University of Pittsburgh Law Review
U.C. Davis L. Rev.	University of California Davis Law Review
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
U.S.	United States oder United States Supreme Court Reporter
U.S.C.	United States Code
U.S.C.A.	United States Code Annotated
U.S.C.C.A.N.	United States Code Congressional and Administrative News
U.S.F. L. Rev.	University of San Francisco Law Review
Utah L. Rev.	Utah Law Review
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
Vill. L. Rev.	Villanova Law Review
Vt.	Vermont
Wake Forest L. Rev.	Wake Forest Law Review
Wash. & Lee L. Rev.	Washington & Lee Law Review
Wash. L. Rev.	Washington Law Review
Wash. U. L.Q.	Washington University Law Quarterly
W.D.	Western District
Wis. L. Rev.	Wisconsin Law Review
WL	Westlaw

Wm. & Mary L. Rev.	William & Mary Law Review
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation
Yale L.J.	Yale Law Journal
Yale L.J.F.	Yale Law Journal Forum

Kapitel 1

Einleitung

A. Themenbegrenzung

Materielles Recht ohne Durchsetzung ist wertlos. Stimmen in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur weisen sogar empirisch nach, dass fehlende oder ineffektive Rechtsdurchsetzung bestimmter bestehender Rechtsnormen einen Zustand begründen können, der volkswirtschaftlich betrachtet schlechter ist als ein Zustand ohne die entsprechenden Rechtsnormen.¹ Die Durchsetzung bestehenden Rechts ist damit grundsätzlich ebenso wichtig wie die Schaffung neuen Rechts.² Die Zweckrichtung einer für einen Rechtsverstoß verhängten Sanktion kann im Grundsatz präventiver oder repressiver Natur sein, wobei ihr häufig auch eine Mischform innewohnen wird.

Der Topos der Remedur steht im Mittelpunkt dieser Arbeit. Es soll um die Remedur für Verstöße gegen das Insider(-handels-)verbot (Begriffserklärung sogleich) in seiner aktuell im US-amerikanischen und im europäischen Recht wurzelnden Fassung gehen. Das Insiderverbot wird hierbei als positives Recht akzeptiert, sei es als statutarisches Recht, das in Normen gegossen worden ist, oder als Recht, wie es aus der Spruchpraxis der Gerichte folgt. Damit werden Fragen der grundsätzlichen Regelungsbedürftigkeit von Insiderhandel sowie Fragen im Zusammenhang mit den theoretischen, ökonomischen und rechtspolitischen Grundlagen des Insiderverbots nur punktuell dort behandelt, wo dies das tiefere Verständnis einer Remedur erfordert. Grund für die Nichtbefassung mit diesen Fragen ist vor allen Dingen, dass sich ihnen bereits einige Werke³ – auch aus deutscher Perspektive⁴ – gewidmet und sich

¹ *Bhattacharya/Daouk*, 13 Rev. Fin. 577, 579 et seqq. (2009); vgl. auch mit empirischen Nachweisen in Bezug auf die Korrelation zwischen dem Grad der Durchsetzung des Insiderverbots auf der einen und zunehmender Liquidität der Kapitalmärkte und sinkenden Emittentenkosten auf der anderen Seite, *Bhattacharya/Daouk*, 57 J. Fin. 75 (2002); s. ferner *Del Guercio/Odders-White/Ready*, 60 J.L. & Econ. 269, 291 (2017) mit der Erkenntnis, dass nach erhöhtem *SEC enforcement* das Ausmaß von Insiderhandelsaktivitäten abnimmt; ähnlicher Befund bei *Chira/Madura*, 36 J. Fin. Res. 325, 329 (2012); vgl. ferner *Tanimura/Wehrly*, 35 J. Fin. Res. 1 (2012); *Beny*, 7 Am. L. & Econ. Rev. 144 (2005); *Bris*, 11 Eur. Fin. Mgmt. 267 (2005).

² So das Resultat der *de Larosière*-Gruppe, The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report (25 Feb. 2009), S. 16.

³ *Manne*, Insider Trading and the Stock Market (1966); vgl. ferner *Wu*, 68 Colum. L. Rev. 260 (1968); *Manne*, 23 Vand. L. Rev. 547, 565–76 (1970); *Carlton/Fischel*,

damit umfänglich und tiefgehend auseinandergesetzt haben. Insoweit kann sich der Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit leicht abgrenzen.

Im Unterschied zu jenen Werken soll es Ziel dieser Arbeit sein, im ersten Teil (*Kapitel 2*) zunächst eine erschöpfende Darstellung der Rechtslage in Bezug auf das der *Securities and Exchange Commission* (fortan: *SEC*) sowohl durch Rechtsakte des US-amerikanischen *Congress* und der *SEC* als auch durch *case law* zur Rechtsdurchsetzung an die Hand gegebene Maßnahme- und Sanktionsarsenal zu liefern.⁵ Gleichzeitig müssen in Anbetracht der Vielzahl verfügbarer Maßnahmen und Sanktionen Schwerpunkte gesetzt werden. Maßnahmen und Sanktionen sollen dabei nicht isoliert im Raum stehen, sondern in Beziehung zu den ihnen vorausgehenden wesentlichen Ermittlungsschritten gesetzt und im Gefüge des zu ihrer Durchsetzung verfügbaren prozessualen Rechtsrahmens betrachtet werden.

Themenbegrenzend stehen ferner nur die *öffentlich-rechtlichen* Remeduren für Insiderverbotsverstöße im Fokus der Untersuchung. Der Begriff des „*enforcement*“ soll damit immer nur in seiner öffentlich-rechtlichen Dimension verwandt und verstanden werden (im weiteren Verlauf auch „*public enforcement*“)⁶. Im Gegensatz zur privatrechtlichen Kapitalmarkrechtsdurchsetzung wird es hier also um Prävention und Repression durch Hoheitsgewalt gehen, nicht die Kompensation durch Private.⁷

Auch eine Gegenüberstellung und empirische Untersuchung der Effektivität und Effizienz⁸ beider Rechtsräume – *public enforcement* vs. *private enforcement* – bilden hier nicht den Gegenstand der Untersuchung. In diesen Fragenkreisen hat die Li-

35 Stan. L. Rev. 857, 858 (1983); Cox, 1986 Duke L.J. 628, 629–30; Levmore, 11 Harv. J.L. & Pub. Pol’y 101 (1988). Für eine Untersuchung der wesentlichen Argumente pro und contra Regulierung von Insiderhandel s. Bainbridge, Insider Trading Law and Policy, 3rd ed. 2014, at 175–211.

⁴ Klöhn, in: Klöhn, MAR, 2018, Vorbem. zu Art. 7, Rn. 38–40; Klöhn, in: Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Aufl. 2014, vor §§ 12–14 Rn. 85 f.; Lahmann, Insiderhandel, 1994; Mennicke, Sanktionen gegen Insiderhandel, 1996, S. 57–118; kürzlich auch Waschkowski, Insiderhandel, 2019, S. 44–64.

⁵ Monographien aus deutscher Perspektive bilden insoweit (nur) knapp die Rechtslage vor Erlass des *Dodd-Frank Act* im Jahre 2010 – und damit die Rechtslage vor dem Ausbau des *SEC*-Maßnahme- und Sanktionsapparats im Administrativverfahren – ab, etwa Villeda, Insiderhandel, 2010; Koenig, Verbot von Insiderhandel, 2005; Koch, Ermittlung und Verfolgung von strafbarem Insiderhandel, 2005; ausführlich hingegen Mennicke, Sanktionen gegen Insiderhandel, 1996, aber auch dort nur knappe Schilderung des *SEC*-Administrativverfahrens, das hier einen Schwerpunkt bilden wird.

⁶ Identisches Begriffsverständnis bei Bohrer, in: Enforcement im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 2015, 2015, 243, 245.

⁷ Dazu monographisch Schwarzer, Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften mittels Privatrechts, 2020.

⁸ Während die Effektivität den Grad an Zielerreichung misst, misst die Effizienz die Erreichung des Ziels auf eine bestimmte Art und Weise i.S. ihrer Wirtschaftlichkeit; etwa Maume, ZHR 180 (2016), 358, 365.

teratur insbesondere in den USA einen reichen Fundus an Arbeiten hervorgebracht⁹ und auch in Deutschland konkret für den Bereich der Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Normen bereits Spuren hinterlassen¹⁰.

Im zweiten Teil der Arbeit (*Kapitel 3*) wird dann in weitestgehender Spiegelung des Aufbaus des ersten Teils der Arbeit (*Kapitel 2*) die Durchsetzung des Insiderverbots in Deutschland durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (fortan: BaFin) beleuchtet. Ähnlich dem US-amerikanischen Teil werden auch hier Schwerpunkte bei einzelnen Maßnahmen und Sanktionen gesetzt und vor allem das Ermittlungsverfahren durch die BaFin gestrafft und mit einem Fokus auf neuere durch das 1. FiMaNoG¹¹ geschaffene Tatbestände nachgezeichnet. Dabei werden immer wieder Brücken in den US-amerikanischen Teil geschlagen und die Rechtssysteme miteinander verglichen. Es wird sich zeigen, dass die in der hiesigen Kapitalmarktpaxis bzw. bei der Durchsetzung des Insiderverbots hierzulande auftretenden Probleme und Fragen häufig miteinander vergleichbar sind. Entsprechend werden die Befunde zur US-amerikanischen Rechtslage eine substantielle Quelle für die Bewertung ausgewählter Fragen des deutschen *enforcement* und insbesondere für die Anwendung einiger neuerer durch die *Market Abuse Regulation* (fortan: MAR)¹² geschaffenen Kompetenzen, Maßnahmen und Sanktionen der Behörden zur Bekämpfung von Insiderhandel darstellen.¹³

Abschließend erfolgt eine thesenartige Rekapitulation der Befunde und ein kurzer Ausblick (*Kapitel 4*).

⁹ Für den Primärmarktbereich etwa *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer*, 61 J. Fin. 1, 20 (2006), welche die private Rechtsdurchsetzung, konkret die Durchsetzung einer Remedur für Kapitalmarktinformationsverletzungen mit geringen Beweishürden, als wesentliche Determinante für die Stärke nationaler Kapitalmärkte ansehen; *Jackson/Roe*, 93 J. Fin. 207, 235 (2009), die der administrativen Rechtsdurchsetzung und den dazu zur Verfügung stehenden Ressourcen entscheidendes Gewicht beimessen; für eine Kombination beider Rechtsdurchsetzungsmodelle *Davies*, 9 J. Corp. L. Stud. 295, 313 (2009); daneben auch *Rose*, 108 Colum. L. Rev. 1301, 1349 et seqq. (2008); kapitalmarktrechtsunabhängig *Posner*, *Economic Analysis of Law*, 9th ed. 2014, at 655 et seqq.; *Cox*, 1986 Duke L.J. 628; *Shavell*, 13 J. Leg. Stud. 357, 360 et seqq. (1984); *Landes/Posner*, 4 J. Legal Stud. 1 (1975).

¹⁰ *Bohrer*, in: *Fleischer/Kalss/Vogt*, *Enforcement im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht* 2015, 2015, 243; *Veil/Brüggemeier*, in: *Fleischer/Kalss/Vogt*, *Enforcement im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht* 2015, 2015, 277 ff., 294 ff.; *Wagner*, in: FS Köndgen, 664, 672 ff., der die Vorzüge der Doppelspurigkeit von privat- und öffentlich-rechtlichem Sanktionsrecht hervorhebt; *Ackermann*, in: FS Köndgen, 1, 6 ff., der die Effizienz der Durchsetzung von Ge- und Verboten ohne eine formale Gegenüberstellung der Rechtsdurchsetzungsforen untersucht; *Klöhn*, in: *Schulze*, *Compensation of Private Losses*, 2011, S. 179 ff.; *Möllers*, AcP 208 (2008), 1, 24; *Maume*, ZHR 180 (2016), 358; vgl. auch *Mennicke*, *Sanktionen gegen Insiderhandel*, 1996, S. 479–564; im Hinblick auf die kapitalmarktrechtliche Gewinnabschöpfung *de lege ferenda*, *Binninger*, *Gewinnabschöpfung*, 2010, S. 309 ff.

¹¹ Genauer bei Kapitel 3: A. III.

¹² Genauer bei Kapitel 3: A.

¹³ Vgl. allgemein zur Rechtsvergleichung mit dem Ziel der Verbreiterung des Fächers von Lösungsmodellen („*école de vérité*“), *Zweigert/Kötz*, *Rechtsvergleichung*, 3. Aufl. 1996, S. 13 f.