

Directors' Dealings im Lichte des Insiderrechts

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung des akademischen Grades eines Doktors der Rechte
durch die Rechtswissenschaftliche Fakultät der Westfälischen
Wilhelms-Universität zu Münster

vorgelegt von: Steffen Nguyen-Quang
aus: Düsseldorf

Gliederung

A. Einführung.....	- 1 -
I. Untersuchungsgegenstand.....	- 3 -
II. Gang der Untersuchung	- 3 -
B. Funktionsweise des Insiderhandels.....	- 5 -
I. Informationsasymmetrien (kein vollkommener Markt).....	- 5 -
II. Wertschwankungen/hohes Transaktionsvolumen	- 7 -
III. Firmenspezifische vs. systematische Risiken.....	- 9 -
IV. Exklusivität der Information	- 12 -
V. Divergenz zwischen Markttrend und firmenspezifischem Risiko.....	- 13 -
VI. Niedriger Diversifikationsgrad.....	- 13 -
VII. Zeitnahe Veröffentlichung der Insiderinformation.....	- 14 -
VIII. Möglichkeit der Einflussnahme auf den Aktienkurs.....	- 16 -
C. Schadet Insiderhandel?	- 17 -
I. Zurechenbarer Schaden auf Anlegerseite	- 17 -
1. Vermögensschaden.....	- 17 -
a) Insider auf Verkäuferseite.....	- 18 -
b) Insider auf Erwerberseite	- 20 -
2. Kausalität und Zurechnung	- 21 -
3. Entgangene Gewinnchance als zurechenbar verursachter Schaden.....	- 25 -
II. Der Emittent.....	- 27 -
III. Der Kapitalmarkt.....	- 29 -
IV. Zusammenfassung	- 32 -
D. Insiderhandel aus wirtschaftspolitischer Sicht	- 33 -
I. Zur Existenz der Insiderproblematik	- 34 -
II. Ist Insiderhandel unfair?	- 36 -
III. Informationseffizienz des Kapitalmarkts.....	- 40 -
IV. Anreizmodelle/Prinzipal-Agent-Ansatz	- 42 -
V. Insider außerhalb der Geschäftsleitung	- 47 -
VI. Zusammenfassung	- 47 -
E. Insiderhandel aus rechtlicher Sicht (Property-Rights)	- 49 -

II

I.	Information als Gegenstand des Rechts	- 49 -
II.	Kriterien zur Begründung von Rechten an Informationen	- 51 -
III.	Anwendung auf Insiderinformationen.....	- 52 -
F.	(Rechtliche) Rahmenbedingungen	- 57 -
I.	Zielsetzung des WpHG	- 57 -
II.	Das Insiderhandelsverbot § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG.....	- 58 -
1.	Wer ist Insider?	- 59 -
2.	Insiderpapiere.....	- 60 -
a)	§ 12 WpHG i. V. m. § 2 WpHG a.F.....	- 60 -
b)	§ 12 WpHG n.F.	- 63 -
aa)	Finanzinstrumente	- 63 -
bb)	Einschränkende Voraussetzungen aus § 12 S. 1 Nr. 1-3 WpHG..	- 64 -
3.	Die Tathandlung.....	- 66 -
a)	Erwerb und Veräußerung	- 66 -
aa)	Bedingter Erwerb.....	- 69 -
bb)	Entgeltlichkeit des Erwerbs.....	- 70 -
b)	Verwendung einer Insiderinformation.....	- 71 -
aa)	Beweislast (Spector-Rechtsprechung des EuGH)	- 76 -
bb)	Ausnahme bei gleichem Wissensstand (Face-to-Face-Geschäfte).....	- 83 -
c)	Unterlassen als Erwerb bzw. Veräußerung	- 84 -
4.	Für eigene oder fremde Rechnung	- 86 -
5.	Insiderinformation.....	- 86 -
a)	Konkrete Information.....	- 87 -
aa)	Informationen nach § 13 Abs. 2 WpHG	- 89 -
bb)	Mehrstufige Entscheidungsprozesse	- 90 -
b)	Drittbezug	- 96 -
c)	Nicht öffentlich bekannt	- 98 -
d)	Bezug zu Emittenten oder auf Insiderpapiere	- 102 -
e)	Eignung zur erheblichen Beeinflussung des Börsen- oder Marktpreises	- 102 -
f)	Maßgeblicher Zeitpunkt der Qualifikation als Insiderinformation	- 104 -
G.	Sanktionen.....	- 107 -

III

1. Sanktionen im WpHG	- 107 -
2. Zivilrechtliche Folgen	- 109 -
a) (Vor-)Vertragliche Schadensersatzansprüche.....	- 109 -
b) Anfechtung nach § 123 Abs. 1 BGB	- 113 -
c) Schadensersatzansprüche der Gesellschaft, § 93 Abs. 2 AktG	- 114 -
d) Außerordentliche Kündigung und Abberufung.....	- 116 -
e) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	- 116 -
f) § 826 BGB.....	- 118 -
g) Emittent als Anspruchsgegner.....	- 120 -
3. Untreue § 266 StGB.....	- 122 -
4. Betrug, § 263 Abs. 1 StGB	- 123 -
5. § 404 Abs. 2 S. 2 AktG	- 124 -
6. Anordnung des Verfalls §§ 73ff. StGB	- 128 -
7. Strafrechtliches Berufsverbot (§§ 70ff. StGB).....	- 131 -
8. Zusammenfassung	- 132 -
H. Insiderrecht de lege ferenda	- 133 -
I. Verbot des Erwerbs von Anteilen des Emittenten für Insider	- 133 -
1. Abschwächung des Prinzipal-Agent-Konflikts	- 134 -
2. Wettbewerb um Führungskräfte	- 136 -
3. Indikatorwirkung von Directors' Dealings	- 137 -
II. Verbot insiderträchtiger Wertpapiergeschäfte	- 139 -
1. Short sales.....	- 140 -
2. Verbot kurzfristiger Spekulationsgewinne und Gewinnabschöpfung.....	- 141 -
III. Sperrfrist.....	- 144 -
I. Insiderrisiken.....	- 146 -
I. Aktien- und optionsbasierte Vergütungssysteme als Insiderpapiere	- 146 -
1. Reale Aktien und Aktienoptionen, Clickoptions	- 146 -
a) Fehlende Handelbarkeit.....	- 147 -
b) Fehlender Preis	- 148 -
2. Phantom Stocks und Stock Appreciation Rights	- 150 -
3. Zusammenfassung	- 154 -
II. Erwerb unter Verwendung einer Insiderinformation.....	- 154 -
1. Erwerb der Aktienoptionen.....	- 154 -

IV

2.	Ausübung der Aktienoption	- 157 -
a)	Ausübung der Option als bedingter Erwerb.....	- 158 -
b)	Kein Verwenden einer Insiderinformation, wenn Option „im Geld“	- 160 -
c)	Zusammenfassung.....	- 161 -
3.	Veräußerung der aus dem Aktienoptionsprogramm stammenden Aktien.....	- 161 -
J.	Ausgestaltung von Directors' Dealings	- 163 -
I.	Allgemeines	- 163 -
II.	Erstausübungsfrist (Wartefrist).....	- 165 -
III.	Ausübungszeiträume	- 167 -
IV.	Haltefrist	- 168 -
1.	Allgemeines.....	- 169 -
2.	Sanktionen	- 170 -
3.	Insiderrechtliche Beurteilung.....	- 171 -
V.	Handelsfenster/Trading Windows.....	- 173 -
1.	Rendite als Index für Insiderhandel.....	- 177 -
2.	Mangelndes Informationsgleichgewicht	- 179 -
3.	Insiderrechtliche Beurteilung.....	- 179 -
VI.	Aufschiebende Zeitbestimmung.....	- 181 -
VII.	Vorabveröffentlichung von Directors' Dealings	- 184 -
VIII.	Vorabveröffentlichung der Insiderinformationen.....	- 187 -
IX.	Weitergabe von Insiderinformationen	- 188 -
X.	Unabhängiger Treuhänder	- 191 -
XI.	Festes Ausübungs-/Verkaufsschema (Automatismus)	- 195 -
K.	Zusammenfassung.....	- 199 -
L.	Die Marktmissbrauchsverordnung	- 203 -
I.	Der Begriff der Insiderinformationen.....	- 204 -
II.	Insiderverbot.....	- 205 -
III.	Legitime Handlungen	- 205 -
IV.	Handelsverbot (Closed Periods).....	- 206 -
V.	Sanktionen.....	- 207 -
M.	Literaturverzeichnis.....	- 209 -