



**Schadenersatz bei Verletzung von § 14 WpHG?
Insiderhandel mit positiver und negativer Information**

Kristoffel Grechenig





Schadenersatz bei Verletzung von § 14 WpHG? Insiderhandel mit positiver und negativer Information

Kristoffel Grechenig

August 2008

Schadenersatz bei Verletzung von § 14 WpHG? Insiderhandel mit positiver und negativer Information

Kristoffel Grechenig¹

I.	Einleitung	1
II.	Die Notwendigkeit teleologischer Argumente bei Verletzung von § 14 WpHG	3
III.	Die Teleologie des Insiderhandelsverbots	4
	1. Die Diskussion zum Insiderhandel – ein kurzer Überblick	5
	2. Neue Tendenzen als Folge der Unternehmensskandale	6
	3. Insiderhandel mit positiver und negativer Information	7
	a) Insiderhandel versus Veröffentlichungspflichten	7
	b) Der Informationsverbreitungseffekt bei positiver und negativer Information	9
	c) Insiderhandel als Übervorteilung	10
IV.	Positive und negative Information im US-amerikanischen Recht	11
	1. Das frühe common law und das Gesetzesrecht	11
	2. Das geltende Fallrecht	12
V.	Schadenersatz bei Verletzung des Insiderhandelsverbotes	14
	1. § 823 BGB (§ 14 WpHG als partielles Schutzgesetz)	14
	2. § 826 BGB (§ 14 WpHG und sittenwidrige Schädigung)	16
	3. Weitere Anspruchsgrundlagen	16
VI.	Teleologische Reduktion des § 14 WpHG	17
VII.	Schluss	18

1 Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern, Bonn; Universität St. Gallen, Rechtswissenschaftliche Abteilung. Für hilfreiche Kommentare dankt der Autor Anne van Aaken, Stefan Bechthold, Christoph Engel, Martin Hellwig, Carsten Jungmann, Matthias Lehmann, Alexander Morell, Ulrich Schmolke, Tobias Tröger, Rüdiger Wilhelmi und Dirk Zetzsche.

I. Einleitung

Das Insiderhandelsverbot soll die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes sicherstellen und vor Marktmissbrauch schützen.² Gleichzeitig verhindert es, dass wichtige Informationen (etwa über geschönte Bilanzen) frühzeitig an den Markt gelangen, da Insider mit dieser Information nicht handeln dürfen und die Information zumindest in manchen Fällen nicht ordnungsgemäß veröffentlicht wird. Dürften Insider mit derartigen Informationen am Kapitalmarkt handeln, würde dies eine Auswirkung auf die Preise haben, sodass es bei geschönten Bilanzen zu einem Kursverfall kommen würde, womit die Information über den Preis an den Markt transportiert wird.³ Aus dieser Perspektive führt das Insiderhandelsverbot nicht zu einer Förderung, sondern zu einer *Einschränkung* der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. Das Kapital fließt aufgrund fehlender oder mangelhafter Information zu den falschen Gesellschaften. Es kommt zu einem partiellen Marktversagen (in Form einer suboptimalen Allokation des Kapitals)⁴, das es nach herrschender Ansicht zu verhindern gilt.⁵

Dieser im WpHG enthaltene wertungswiderspruchsnaher Zielkonflikt⁶ kann durch eine Unterscheidung von Insiderhandel mit *positiver* und Insiderhandel mit *negativer* Information weitgehend aufgelöst werden, wobei Informationen etwa danach unterschieden werden könnten, ob die Veröffentlichung zu einer Kurssteigerung (positive Information) oder Kurssenkung (negative Information) führt. Besser wäre es womöglich nach der Einschätzung des Insiders zu unterscheiden, das heißt danach, ob er in Besitz nicht öffentlicher Information verkauft⁷ oder kauft⁸. Während positive Informationen in aller Regel auch ohne zusätzliche Anreize über Insiderprofite bekannt gegeben werden (etwa die Bekanntgabe einer erfolgreichen Investition durch einen Manager), trifft dasselbe, trotz weitreichender Veröffentlichungspflichten, für negative Informationen oft nicht zu. Damit sind zugleich aus der Presse bekannte, *aktuelle Fälle* angesprochen, bei denen es sich um Handel mit negativer Information dreht.⁹

Die Bilanzfälschungsskandale des neuen Jahrtausends haben eindrucksvoll demonstriert, was auf theoretischer Ebene als Problem marginaler Abschreckung¹⁰ lange bekannt war: Sanktionen für Publizitätspflichtverletzungen, seien sie zivilrechtlicher oder strafrechtlicher Natur, bedürfen ergänzender Mechanismen, um *Marktmissbrauch in Form von fehlerhafter oder rechtswidrig unterlassener Veröffentlichung* zu unterbinden. Bestimmungen zur ad-hoc Publizität und andere

2 So auch die Erwägungsgründe 2, 12, 13 (ua) RL 2003/6/EG. Pawlik in KK-WpHG § 14 Rz. 3.

3 Zu den Mechanismen im Einzelnen bei Fn. 5.

4 Grundsätzlich veröffentlichen die Gesellschaften weniger Information als sozial optimal; Fox, The Issuer Choice Debate, 2 Theoretical Inquiries L. 563 (2001).

5 Pawlik in KK-WpHG § 14 Rz. 2.

6 S. bereits Kirchner, Zur zentralen Rolle der zivilrechtlichen Sanktionen im Recht des Insiderhandels in FS Kitagawa (1992) 665 ff, 671 f, 675 f zur Insiderrichtlinie bzw. dem Insiderhandelsverbot generell.

7 Dazu zählen auch vergleichbare Transaktionen wie Lehrverkäufe.

8 Dazu zählen auch vergleichbare Transaktionen wie der Kauf einer Call-Option.

9 S. z.B. "Verdacht auf Insiderhandel - EADS drohen Klagen in den USA" (EADS) 16.6.2008, spiegel online (<http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,559885,00.html>); „Verdacht auf Insiderhandel – Führender Aktionärsschützer tritt zurück“ (Wirecards) 23.7.2008, spiegel online (<http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,567614,00.html>); „Insiderhandel mit Air-Berlin-Aktien?“ (Air-Berlin) 25.7.2008, boerse.ARD.de (http://boerse.ard.de/content.jsp?key=dokument_303008).

10 S. dazu etwa Shavell, Foundations of Economic Analysis of Law (2004) 518 ff.

Veröffentlichungspflichten alleine können dieses Problem nicht lösen. Insiderhandel mit negativer Information stellt einen solchen *ergänzenden Mechanismus* dar, da er zur Verbreitung von rechtswidrig geheim gehaltener, negativer Information und damit zur Aufdeckung von Marktmissbrauch (in Form von fehlerhafter Information) führt.¹¹ Ein Insider, der mit negativer Information handelt, fügt den Aktionären nicht nur einen Schaden zu, sondern stiftet auch einen Nutzen!¹² Die Teleologie dieses Argumentes soll für die Frage des Schutzgesetzcharakters von § 14 WpHG verwendet werden und das Problem der Schadenersatzpflicht im Sinne eines Mittelweges¹³ lösen: § 14 WpHG hat einen partiellen Schutzgesetzcharakter, der nach dem allgemein anerkannten Zweck des Insiderhandelsverbots unterscheidet und primär auf die Art der Information (positiv oder negativ) bzw. die Handlung des Insiders (Kauf oder Verkauf) schaut. Diese Unterscheidung soll in der Folge auch für einen Anspruch nach § 826 BGB fruchtbar gemacht werden und zur Interpretation des § 14 WpHG generell beitragen.¹⁴

II. Die Notwendigkeit teleologischer Argumente bei Verletzung von § 14 WpHG

Verletzt ein Insider § 14 WpHG, dann stellt sich aus zivilrechtlicher Sicht, ebenso wie bei der weit ausführlicher diskutierten Kapitalmarktinformationshaftung,¹⁵ die Frage des schadenersatzrechtlichen Rückforderungsanspruchs. Primär kommt hier § 823 BGB i.V.m. § 14 WpHG als Anspruchsgrundlage in Frage. Generell wird davon ausgegangen, dass die Regelung vorwiegend die Funktionsfähigkeit des (organisierten) Kapitalmarktes schützen soll und damit ein zivilrechtlicher Ersatzanspruch nicht in Frage kommt.¹⁶ Klar dürfte allerdings auch sein, dass den Insiderbestimmungen nicht generell mit diesem Hinweis die Schutzgesetzeigenschaft abgesprochen werden kann, da es sich hierbei um zwei unterschiedliche Fragen handelt und im Übrigen der Individualschutz mit dem Allgemein- bzw. Funktionsschutz stets verbunden ist.¹⁷

11 Das hat der U.S. Supreme Court in der Entscheidung *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983) bereits ausdrücklich anerkannt und den Insider freigesprochen. Die Entscheidung stand damals freilich im Licht einer ganz anderen Diskussion; s. *Voss*, Das US-amerikanische Insiderkonzept (1984) 339, 382, passim, mit einer umfangreichen Darstellung der Diskussion die zu *Dirks* geführt hatte.

12 S. bereits *Hopt*, Ökonomische Theorie und Insiderrecht, AG 1995, 353ff, 356.

13 Vgl. auch den vermittelnden Lösungsvorschlag von *Kirchner* in FS Kitagawa 676 f.

14 Andere Differenzierungen, z.B. zwischen verschiedenen Arten von Insidern, sollen hier nicht behandelt werden, da sie zwar relevant, aber aus der Literatur bereits weitgehend bekannt sind. Für einen Überblick s. *Hopt*, AG 1995, 353ff; *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht (2001) 931ff.

15 Zur neueren Rechtsprechung s. *Fleischer*, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, ZIP 2005, 1805ff. Ausführlich *Sethe* in *Assmann/Schneider*, Wertpapierhandelsgesetz (2006) §§ 37b, 37c.

16 *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG § 14 Rz. 7, 208; *Pawlik* in KK-WpHG § 14 Rz. 7 mit weiteren Nachweisen; aA *Schäfer* in *Schäfer*, WpHG § 14 Rz. 7. Als „zweifelhaft“ bezeichnet *Hopt*, Insider-Probleme (§ 107) in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, Band III (1997) 2840ff, 2856f (§ 107 Rz. 75f) die Schutzgesetzeigenschaft. Grundlegend *Fleischer*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag (2002).

17 Darauf hat *Hopt* mehrfach hingewiesen: *Hopt*, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, ZHR 159 (1995) 135ff, 158f; *Hopt* in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch 2843 (§ 107 Rz. 4); ebenso *Hommelhoff*, Anlegerinformation im Aktien-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2000, 748ff, 772; *Schwark* in *Schwark*, Kapitalmarktrechtskommentar3 (2004) WpHG vor § 12 Rz. 8. S. auch *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG § 14 Rz. 49; *Bachmann*, Grenzen und Pflichten einer bürgerlich-

Es kann nicht bestritten werden, dass der Schutz der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte auch dem Einzelnen dient.¹⁸ Es wird allerdings vorgebracht, dass der Individualschutz nur eine Reflexwirkung des kollektivistischen Schutzgedankens darstelle.¹⁹ Dabei ist zu beachten, dass das traditionelle Abgrenzungskriterium, das danach fragt, ob eine Norm auch dem Einzelnen dient oder in erster Linie die Allgemeinheit im Auge hat,²⁰ einen hohen Grad an Unbestimmtheit enthält und damit stark wertend interpretiert werden muss.²¹ Im Grunde handelt es sich um ein Problem des Durchsetzungsmechanismus zwischen bloßer tatbestandsspezifischer Sanktion und ergänzendem Schadenersatzanspruch bzw. zwischen Bürokratie und Zivilrechtsprechung.²² Das gilt auch für andere Anspruchsgrundlagen eines insiderrechtlichen Schadenersatzanspruchs (insb. § 826 BGB). In den dogmatischen Differenzierungen liegt daher oft unausgesprochen²³ die Frage, ob es einer zusätzlichen Schadenersatzpflicht bedarf oder die übrigen Sanktionen ausreichend sind.²⁴ Demnach ist im Rahmen des § 823 BGB die Schutzgesetzeigenschaft dann gegeben, wenn der konkrete Normverstoß so schwerwiegend ist, dass Schadenersatz geboten²⁵ bzw. sinnvoll²⁶ erscheint, wobei im Bereich des Insiderhandels ursprünglich wohl davon ausgegangen wurde, dass eine zivilrechtliche Schadenersatzpflicht notwendig sei.²⁷ Richtigerweise weisen die Autoren darauf hin, es dürfte oft „unausgesprochen die Erwägung im Hintergrund stehen“, dass es sich um den „Unrechtsgehalt“ handelt,²⁸ wobei man sich nicht in „rechtspolitische und dogmatische Glaubenskämpfe“ verstricken solle.²⁹ In diesem Sinn soll, in Ergänzung zu den aus der Literatur bekannten dogmatischen Ausführungen, die Teleologie des Insiderhandelsverbots in Abhängigkeit von positiver und negativer Information etwas weitergehender untersucht werden, um sie für einen zivilrechtlichen Schadenersatzanspruch fruchtbar zu machen.

rechtlichen Informationshaftung, in *Bachmann/Caspar/C. Schäfer/R. Veil*, Steuerungsfunktion des Haftungsrechts im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (2007) 93 ff, 121. Ausführlich zu den Zielvorgaben des Kapitalmarktrechts *Merkt*, Unternehmenspublizität (2001) 296ff.

- 18 *Bachmann* in *Bachmann/Caspar/C. Schäfer/R. Veil*, Steuerungsfunktion 121. So auch *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG § 14 Rz. 10, der eine Schutzgesetzeigenschaft ablehnt.
- 19 S. etwa *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG § 14 Rz. 10.
- 20 Statt vieler BGH von 19.7.2004 – II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, 138 f (Infomatec I); *Sprau* in Palandt § 823 Rz. 57.
- 21 Prägnant im Zusammenhang mit kapitalmarktrechtlichen Fragestellungen *Bachmann* in *Bachmann/Caspar/C. Schäfer/R. Veil*, Steuerungsfunktion 119. Zum Zivilrecht allgemein *Canaris*, Schutzgesetze – Verkehrspflichten – Schutzpflichten in FS Larenz II (1983) 27 ff, 46; *Mertens* in MünchKomm BGB (1997) § 823 Rz. 170 ff; BGH vom 8.6.1976 – VI ZR 50/75, BGHZ 66, 388.
- 22 *Mertens* in MünchKomm BGB § 823 Rz. 180.
- 23 S. auch *Mertens* in MünchKomm BGB § 823 Rz. 171, der von der im Hintergrund stehenden unausgesprochenen Erwägung des Unrechtsgehalts spricht.
- 24 Das war schon die Diskussion zur Interpretation bzw. Umsetzung der Insiderrichtlinie zur Beginn der 1990er Jahre; s. *Kirchner* in FS Kitagawa 677 ff.
- 25 *Bachmann* in *Bachmann/Caspar/C. Schäfer/R. Veil*, Steuerungsfunktion 125.
- 26 BGH vom 8.6.1976 – VI ZR 50/75, BGHZ 66, 388.
- 27 So *Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht (1973) 166 ff.
- 28 *Mertens* in MünchKomm BGB § 823 Rz. 171.
- 29 *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG Vor §12 Rz. 49.

III. Die Teleologie des Insiderhandelsverbots

1. Die Diskussion zum Insiderhandel – ein kurzer Überblick

Dass Insiderhandel zu einer erhöhten „Verbreitung“ von Information führt, stand schon am Anfang der Insiderhandelsdiskussion in den 1960er Jahren im Mittelpunkt³⁰ und ist heute weitgehend anerkannt. Ein Insider, der von einer „geschönten“ Bilanz weiß, wird Anteile verkaufen bzw. leer verkaufen (short selling) und damit den Aktienkurs drücken. Die Senkung des Aktienkurses teilt den Investoren mit, dass die Gesellschaft überbewertet war und die Bilanzen nicht den Wert des Unternehmens wiedergeben. Empirische Analysen zeigen, dass dieser Mechanismus tatsächlich funktioniert, auch wenn die Insider selbst kein ausreichendes Handelsvolumen schaffen. Einerseits werden Informationen von Insidern bewusst weitergegeben,³¹ andererseits gibt es Analysten, die sich auf die Aufspürung von Insidertransaktionen spezialisieren, um damit Handelsprofite zu machen,³² und das Handelsvolumen sowie den Preiseffekt erheblich verstärken.³³ Schließlich könnte der Manager-Insider die Informationen nachträglich selbst veröffentlichen, da er von seinen Verkäufen nur profitiert, wenn der Preis in der Folge auch fällt, sodass die Informationen nur im Ausnahmefall dem Markt vorenthalten bliebe.³⁴

Die wohlfahrtsökonomischen Kosten des Insiderhandels liegen in der Tatsache, dass Outsider gegenüber Insidern im Durchschnitt verlieren und in Antizipation dieses Effekts weniger investieren. Dieser oft auch als Vertrauensverlust³⁵ skizzierte Effekt wurde bereits Anfang der 1970er Jahre folgendermaßen beschrieben:³⁶ Der Kapitalmarkt ist eine Institution, bei dem manche gewinnen und manche verlieren. So genannte *Market Makers*, die zwischen den Vertragsparteien stehen, um Liquidität zur Verfügung zu stellen, verlieren gegen Insider, da sie manchmal zu einem überhöhten Preis kaufen und manchmal zu einem zu niedrigen Preis verkaufen. Diese *Market Makers* bleiben auf den Kosten aber nicht sitzen, sondern geben sie über größere bid-ask-spreads³⁷ (also die Differenz zwischen dem Preis zu dem sie bereit sind Aktien zu kaufen und dem Preis zu dem sie bereit sind die Aktien zu verkaufen) an die Investoren weiter. Gibt es viele Insider in einem Markt, wird der bid-ask-spread aus diesem Aspekt³⁸ groß sein, andernfalls klein.³⁹ Diese auch als „Insiderhandelssteuer“⁴⁰ bezeichneten Kosten fallen den Investoren (die

30 *Henry G. Manne*, Insider Trading and the Stock Market (1966).

31 *Bainbridge*, The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma, 38 U. Fla. L. Rev. 35, 43-45 (1986).

32 *Meulbroek*, An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, 47 Journal of Finance 1661 (1992).

33 Kritisch anscheinend *Pawlik* in KK-WpHG § 14 Rz. 5.

34 Einen Überblick über die früheren empirischen Analysen findet sich bei *King/Roell*, Economic Policy 1988, 163 ff; einen aktuellen Überblick bietet *Dolgoplov*, Insider trading and the bid-ask spread: a critical evaluation of adverse selection in the market setting, 33 Cap. U. L. Rev. 83 (2004).

35 *Pawlik* in KK-WpHG § 14 Rz. 3.

36 Walter Bagehot (Pseudonym für Jack Treynor), The Only Game in Town, 2 Financial Analysts Journal 12 (1971). S. auch *King/Roell*, Insider Trading, Economic Policy 1988, 163 ff, 168 f; *Dennert*, Insider Trading, Kyklos 1991, 181 ff, 186.

37 *Pawlik* in KK-WpHG § 14 Rz. 2 (Preisauflschläge).

38 Da es zusätzliche Marktteilnehmer, nämlich Insider gibt, kann das zugleich die Liquidität erhöhen.

39 Dabei ist zu beachten, Insiderhandel die Unsicherheit bezüglich künftiger Entwicklungen reduziert und es daher auch einen gegenläufigen Effekt gibt; *Dennert* (N. 36) 187. Vgl. ausführlicher *Dennert*, Insider Trading and the Allocation of Risk, LSN Financial Markets Group Discussion Paper Series No. 77, 1990: Insiderhan-

das Papier nicht dauerhaft halten) deshalb an, da sie aufgrund der Informationsasymmetrie *cet. par.* bei Insiderhandel weniger als die erwarteten cash flows bekommen.⁴¹ Das Konzept der Insiderhandelssteuer ist eine Ausprägung der allgemeinen Empfindung, dass Insiderhandel *unfair* ist.⁴² Dabei muss die Tatsache berücksichtigt werden, dass die Teilnahme von Insidern am Marktgeschehen schon in den Aktienkurs eingepreist ist. Ein Investor würde daher für eine Aktie, mit der auch Insider handeln, schon *ex ante* weniger bezahlen als sonst. In anderen Worten wird ein Aktionär schon bei der Investitionsentscheidung mitberücksichtigen, dass er gegen Insider verlieren wird.

Die Intuition stimmt aber insofern, als die Insiderhandelssteuer eine effiziente Kapitalallokation behindert, da gewisse effiziente Transaktionen aufgrund der Kosten nicht mehr durchgeführt werden, was einen Gesamtnutzen- bzw. Wohlfahrtsverlust darstellt. Richtig ist auch der Gedanke, dass durch Anteilskäufe von Insidern, im Falle eines noch nicht öffentlich bekannten, unternehmerischen Erfolgs, Gewinne von Outsider zu Insider transferiert werden, was ebenso Ausprägung von Chancenungleichheit⁴³ bzw. Unfairness ist. Ferner wurde vorgebracht, dass Insiderhandel eine Anreizverzerrung bewirkt, die dazu führt, dass Manager ihre Investitionsentscheidungen in Abhängigkeit möglicher Handelsprofite treffen⁴⁴ oder Informationen erfinden, um so von den Kursschwankungen zu profitieren.⁴⁵ Außerdem wurde argumentiert, dass Insiderhandel im Einzelfall auch zu einer Verzögerung der Veröffentlichung führen kann, da Insider die Information solange geheim halten, bis sie ihre Aktienkäufe abgewickelt haben.⁴⁶ Ob die positiven oder die negativen Effekte des Insiderhandels überwiegen, ist eine schwierige und bislang ungeklärte, empirische Frage.⁴⁷

del bewirkt unter anderem, dass die Varianz der Preis (und damit das Risiko) zum Zeitpunkt der Informationsbekanntgabe steigt und zum Zeitpunkt, zu dem sie sonst bekannt gemacht würde, sinkt.

40 D.h. Insiderhandel als Steuer. *King/Roell*, *Economic Policy* 1988, 169; *Manne*, *J. Corp. Law* 2005, 168. Aus der deutschsprachigen Literatur s. etwa *Hopt*, *AG* 1995, 357 (mit Hinweis auf Akerlofs „Market for Lemons“). Es handelt sich um ein Problem adverser Selektion.

41 Zu Informationsasymmetrien s. *Fleischer*, *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht* (2001).

42 S. z.B. *Assmann* in *Assmann/Schneider*, *WpHG* Vor § 12 Rz. 49, § 14 Rz. 10, der ua von Chancengleichheit spricht; ähnlich *Schwark* in *Schwark*, *KMRK* vor § 12 *WpHG* Rz. 8; *Ian B. Lee*, *Fairness and Insider Trading*, *Colum. Bus. L. Rev.* 119 (2002).

43 Informelle Chancengleichheit; *Pawlik* in *KK-WpHG* § 14 Rz. 3.

44 *Hopt*, *AG* 1995, 356; für weitere Nachweise s. *Grechenig*, *37 U. Mem. L. Rev.* 75 (2006).

45 Zum *scalping* s. *Fleischer*, *Scalping zwischen Insiderdelikt und Kursmanipulation*, *DB* 2004, 51ff. Zu Fragen der Anreizverzerrung s. auch *Kirchner* in *FS Kitagawa* 675.

46 *S. Haft*, *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*, *80 Mich. L. Rev.* 1051, 1053–60 (1982).

47 S. zuletzt etwa *Laura Beny*, *Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate*, *32 Iowa J. Corp. L.* 237 (2007); *Stanislav Dolgoplov*, *Insider Trading and the Bid-Ask Spread: A Critical Evaluation of Adverse Selection in Market Making*, *33 Cap. U. L. Rev.* 83 (2004).

2. Neue Tendenzen als Folge der Unternehmensskandale

In den letzten Jahren wurde das Thema „Insiderhandel“ sowohl in Europa, wie auch in den Vereinigten Staaten wieder intensiv diskutiert.⁴⁸ Impuls dafür waren nicht etwa Aktienspekulationen mit privater Information, sondern Fälle wie Enron, bei denen Informationen verschwiegen wurden und durch Insiderhandel mit negativer Information zum Vorschein hätte kommen können! Betont wird nunmehr vor allem der „Informationsverbreitungseffekt“ des Insiderhandels bezüglich *rechtswidrig unveröffentlichter, negativer Information*, das heißt, solcher Information, die im Falle der Veröffentlichung zu einer Kursenkung geführt hätte, allerdings im konkreten Fall geheim gehalten wurde. Zentral ist der Gedanke, dass Information über schlechte Unternehmensergebnisse, missglückte Investitionen und dergleichen dem Markt nicht mehr in rechtswidriger Weise vorenthalten werden können, wenn Insiderhandel erlaubt ist. Information würde schlicht über Markttransaktionen eingepreist, sodass in Folge eines Kurseinbruchs Bilanzfälschungen rascher bekannt würden und damit schon ex ante unattraktiver oder gar unmöglich wären. Eine Regelung, die Insiderhandel mit negativer Information erlaubt, aber mit positiver Information verbietet, könnte daher entscheidende Vorteile gegenüber einer der beiden bisher diskutierten Extrempositionen haben. Die Unterscheidung zwischen positiver und negativer Information ist im Übrigen im US-amerikanischen Recht bereits angelegt, sodass sich auch ein Blick über den Atlantik lohnt. Schon das common law behandelte Insiderhandel mit positiver Information anders als Handel mit negativer Information. Das geltende Fallrecht⁴⁹ scheint zu dieser Unterscheidung zurück zu kehren. Relevant sind dabei weniger die Entscheidungen als solche, sondern vielmehr die darin enthaltenen Argumente.

3. Insiderhandel mit positiver und negativer Information

a) Insiderhandel versus Veröffentlichungspflichten

Der Nutzen des Insiderhandels für die Effizienz der Kapitalmärkte hängt davon ab, wie gut andere Informationsverbreitungsanreize funktionieren. Würde Information z.B. aufgrund von Veröffentlichungspflichten immer entsprechend veröffentlicht, dann wäre der zusätzliche Nutzen des Insiderhandels gering.⁵⁰ Es geht schließlich darum, den Investoren die für ihre Investitionsentscheidung notwendige Information zur Verfügung zu stellen; andernfalls würde es zu einer sub-

48 *Henry G. Manne*, Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark, 31. J. Corp. L. 167 (2005); *Kristoffel Grechenig*, The Marginal Incentive of Insider Trading: An Economic Reinterpretation of the Case Law, 37 U. Mem. L. Rev. 75 (2006); *Thom Lambert*, Overvalued Equity and the Case for an Asymmetric Insider Trading Regime, 41 Wake Forest L. Rev. 1045 (2006); *Kobayashi/Ribstein*, Outsider Trading as an Incentive Device, 40 UC-Davis Law Review 21 (2006); *Jonathan Macey*, Getting the Word Out About Fraud: A Theoretical Analysis of Whistleblowing and Insider Trading, 105 U. Mich. L. Rev. 1899 (2007).

49 Insb. *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983).

50 S. auch die Gegenüberstellung der beiden Mechanismen bei *Dennert* (N. 36) 186; vgl. *King/Roell*, Economic Policy 1988, 172; *Dennert*, Insider Trading and the Cost of Capital in a Multi-Period Economy, Discussion Paper No. 128, LSE Financial Market Group Discussion Paper Series (1992).

optimalen Kapitalallokation kommen.⁵¹ Dass Information nicht immer sofort veröffentlicht wird, sondern mitunter lange Zeit geheim gehalten wird, ist allerdings nicht erst seit Enron und ähnlichen Fällen des neuen Jahrtausends bekannt.⁵² Generell gilt zwar, dass Gesellschaften auch ohne Veröffentlichungspflichten Information veröffentlichen werden, allerdings weniger als sozial optimal.⁵³ Es ist daher nicht verwunderlich, dass alternative Mechanismen zur Informationsverbreitung diskutiert werden, insbesondere Insiderhandel. Sobald nicht alle veröffentlichungspflichtigen Informationen rechtskonform publiziert werden, liegt der zusätzliche Nutzen des Insiderhandels in der Beschleunigung der Informationsverbreitung. Anders ausgedrückt hängt der Nutzen des Insiderhandels davon ab, wie lange sich die Veröffentlichung der Information ohne Insiderhandel verzögern würde. Das ist besonders augenscheinlich, wenn es sich um Bilanzfälschungen handelt, da hier Information bewusst nicht veröffentlicht wird und klar ist, dass versucht wird, diese Information den Marktteilnehmern vorzuenthalten.

Man könnte argumentieren, dass das Problem bei den Veröffentlichungspflichten, samt entsprechenden Sanktionen, liegt und man nur die Anreize dieser Kapitalmarktgesetze verbessern müsste. Das ist allerdings nicht nur aus praktischer Sicht, sondern bereits aus rein theoretischen Überlegungen schwierig. Veröffentlichungspflichten und die dazu gehörenden Schadensersatzpflichten sowie strafrechtliche Sanktionen stellen, im Vergleich zu Insiderhandelsprofiten, negative Handlungsanreize dar. Das veröffentlichungspflichtige Organ wird für die rechtswidrig unterlassene Veröffentlichung „bestraft“ (*negative Anreize*), während es durch Insiderhandel für die Informationsveröffentlichung „belohnt“ wird (*positive Anreize*).⁵⁴ Der entscheidende Unterschied ist, dass negative Anreize stets Vermögensrestriktionen unterliegen. Übersteigt die potenzielle Schadensersatzzahlung das Vermögen der veröffentlichungspflichtigen Person, dann kann sie keine weitere Abschreckungswirkung entfalten. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn es sich um extrem negative Information handelt und ein Manager bereits anderen potenziellen Schadensersatzzahlungen ausgesetzt ist (z.B. weil sich die Gesellschaft nahe der Insolvenz befindet). In einer solchen Situation werden die zusätzlichen Schadensersatzzahlungen, ebenso wie zusätzliche Gefängnisstrafen, wenn hohe Gefängnisstrafen ohnehin drohen, keine weitere Abschreckungswirkung entfalten. Dieses so genannte *Problem der marginalen Abschreckung*⁵⁵ bedeutet grob gesprochen nichts anderes, als dass die veröffentlichungspflichtige Person nichts mehr zu verlieren hat und es daher wenig Sinn macht, sich rechtskonform zu verhalten. Sie wird sich in derartigen Situationen oft dafür entscheiden, die Information nicht zu veröffentlichen.⁵⁶ Die

51 Zur ökonomischen Analyse der Unternehmenspublizität ausführlich *Merkt*, Unternehmenspublizität (2001) 207ff, der auch die Existenzberechtigung von Veröffentlichungspflichten diskutiert. Ausführlich zur Informationsverarbeitung im Kapitalmarkt *Hellwig*, Market Discipline, Information Processing, and Corporate Governance, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, 2005/19.

52 Vgl. etwa im Zusammenhang mit dem Insiderhandel bereits *Kirchner* in FS Kitagawa 676.

53 *Fox*, The Issuer Choice Debate, 2 Theoretical Inquiries L. 563 (2001).

54 Es wird im Grunde der Insider für seine Tätigkeit bezahlt, sodass sein Eigeninteresse in größerem Ausmaß dem Gesamtinteresse entspricht; s. dazu bereits *Kirchner* in FS Kitagawa 677.

55 S. etwa *Shavell*, Foundations of Economic Analysis of Law (2004) 518 f.

56 S. etwa *Fleischer*, Die persönliche Haftung der Organmitglieder für kapitalmarktbezogene Falschinformationen, BKR 2003, 608, 612; *Fleischer*, Erweiterte Außenhaftung der Organmitglieder im Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2004, 437ff, 463; *Grechenig*, 37 U. Mem. L. Rev. 75 (2006).

Notwendigkeit von positiven Anreizen muss auch bei der Interpretation von § 14 WpHG einbezogen werden.

b) Der Informationsverbreitungseffekt bei positiver und negativer Information

Die vorgetragenen Argumente treffen, wie bereits angedeutet, nicht auf jede Art von Insiderhandel zu. Die Frage lautet daher, in welchem Fall Insiderhandel Veröffentlichungspflichten ergänzt und in welchem Fall Insiderhandel nicht sinnvoll ist. Die Unterscheidung muss darauf abstellen, wie lange sich die Veröffentlichung ohne Insiderhandel verzögern würde. Relativ kurz bis überhaupt nicht verzögert sich die Veröffentlichung typischerweise dann, wenn es sich um positive Information handelt. Das ist einfach damit zu erklären, dass ein Manager aufgrund seiner monetären Anreize, seiner Karriereambitionen und seiner persönlichen Befriedigung typischerweise gerne bereit ist, eine erfolgreiche Investition der Öffentlichkeit bzw. den Marktteilnehmern mitzuteilen.⁵⁷ Insiderhandel mit positiver Information würde daher die Informationsverbreitung gering bis gar nicht beschleunigen. Insider für die Informationsverbreitung zu bezahlen, obwohl sie die Information ohnehin rasch veröffentlicht hätten, wäre wohlfahrtsökonomisch sinnlos und könnte auch sonst nicht gerechtfertigt werden. Dort wo positive Information nicht veröffentlicht wird, ist das in der Regel auch sinnvoll.⁵⁸

Anders ist das bei negativer Information, wobei dieselben Faktoren (Karriereambitionen etc.) dafür verantwortlich sind, dass Information nicht immer ordnungsgemäß veröffentlicht wird. Die Bilanzfälschungsskandale haben gezeigt, dass negative Information mitunter über Jahre hinweg geheim gehalten wird. Insiderhandel als Anreiz würde in diesem Fall unverhältnismäßig mehr zur Informationsverbreitung beitragen und hätte daher einen hohen sozialen Nutzen. Wie lange sich die Informationsveröffentlichung ohne Insiderhandel verzögern würde, ist wie bei fast allen Themen der Insiderhandelsdebatte eine schwer festzustellende empirische Frage. Oft sind die Anreize, insbesondere für die Veröffentlichung leicht negativer Information auch ohne Insiderhandel ausreichend, sodass in diesen Fällen keine zusätzlichen Mechanismen notwendig sind. In diesem Sinn wird in der oben erwähnten Literatur auch darauf hingewiesen, dass der Informationsverbreitungseffekt bei rechtswidrig geheim gehaltener Information, das heißt bereits eingetretener Verletzung einer Veröffentlichungspflicht, höher ist als bei schlicht negativer Information, die ohnehin in den nächsten Finanzberichten bzw. sonstigen Veröffentlichungen enthalten wäre. Diese Differenzierung muss auch bei der Beurteilung der bereits erwähnten, aktuellen Fälle möglichen Insiderhandels berücksichtigt werden.⁵⁹

Jedenfalls scheint klar, dass das Insiderhandelsverbot die rechtswidrige Nichtveröffentlichung von missglückten Investitionen und schlechten Unternehmensergebnissen erleichtert. Das Verbot macht es nämlich möglich, jemanden wegen Insiderhandel bei den Behörden anzuzeigen. Kollu-

57 Dabei kann es sein, dass der Erfolg auch geringfügig schlechter dargestellt wird, um die Volatilität gering zu halten.

58 So z.B. wenn die Gesellschaft auf einem Grundstück Rohstoffe gefunden hat und dieses Grundstück erwerben möchte; dazu unten bei Fn. 63.

59 S. Fn. 9.

sive und damit nicht durchsetzbare Vereinbarungen über die Nichtveröffentlichung fehlgeschlagener Investitionen können damit faktisch durchgesetzt werden, da die Beteiligten ein Mittel haben, jemanden, der die Information über den Markt an die Öffentlichkeit bringen möchte, zu sanktionieren. Wer sich nicht an das rechtswidrige Übereinkommen hält und über Anteilsverkäufe die negative Information an den Markt bringt, wird dafür „bestraft“. Gibt es aufgrund der konkreten Situation keine ausreichenden anderen Möglichkeiten den Betrug aufzudecken, ohne sich öffentlich gegen das Unternehmen oder seine Kollegen zu stellen, dann wird die Information, wie es der unten diskutierte Fall *Dirks v. SEC*⁶⁰ anschaulich illustriert, in rechtswidriger Weise der Öffentlichkeit vorenthalten bleiben. Etwas kontraintuitiv aber dennoch richtig ist daher, dass das Insiderhandelsverbot die Skandale der Vergangenheit wahrscheinlich begünstigt hat und generell die *rechtswidrige Geheimhaltung von negativer Information erleichtert*.⁶¹

c) Insiderhandel als Übervorteilung

Mit dem weit verbreiteten „Unfairnessgefühl“ hängt zusammen, dass es bei der Transaktion zu einer Übervorteilung zu Lasten des Outsiders kommt. Diese hat entscheidende Auswirkungen auf die Investitionsbereitschaft (bzw. das Vertrauen) der Anleger. Man stelle sich vor, eine Gesellschaft möchte eine andere Gesellschaft übernehmen, und investiert zu diesem Zweck in die Informationsbeschaffung. Die Aktionäre haben über ihre Beteiligungen einen rechtlichen Anspruch, am Erfolg dieser Investition zu partizipieren, was auch ökonomisch sinnvoll ist. Könnten Insider über den Ankauf von Anteilen der Zielgesellschaft einen Großteil der Gewinne einstreichen, bliebe für die Anleger nur wenig übrig, sodass sie keine Anreize hätten, in einem ersten Schritt überhaupt in die Gesellschaft zu investieren. Ökonomisch betrachtet ist das *property right* der Aktionäre nicht geschützt, was zu weniger ex ante Investitionen führt, als es sozial optimal bzw. gesamtutzensteigernd wäre. Der Kapitalmarkt hätte dann auch keine Disziplinierungswirkung auf das Verhalten des Managers, da sich eine feindliche Übernahme nicht rentieren würde.⁶² Das wurde in Folge eines bekannten Falles⁶³ vielfach im Zusammenhang mit der Suche nach Rohstoffen dargestellt, wo es darum ging, das Land, auf dem Rohstoffe gefunden wurden, zu dem bisherigen Marktpreis zu erwerben. Könnten Insider das Grundstück oder Anteile an der Gesellschaft erwerben, bevor der Fund bekannt wird, bliebe für die Investoren ebenso ein zu geringer Anteil übrig, wie wenn die Gesellschaft ihren Fund vorher dem Eigentümer und potenziellen Verkäufer mitteilen müsste, sodass sich in vielen Fällen die Suche (ex ante) bzw. die (ex ante) Investition der Anleger in die Gesellschaft nicht mehr rentieren würde.⁶⁴

60 S. unten Fn. 85 und Text.

61 *Manne*, 31. J. Corp. L. 167, 172f (2005); *Grechenig*, 37 U. Mem. L. Rev. 75, 111f (2006).

62 Vgl. dazu auch *Holmström/Tirole*, Market Liquidity and Performance Monitoring, *Journal of Political Economy* 1993, 678 ff.

63 *SEC v. Texas Gulf Sulfur Co.*, 401 F.2d 833 (1968).

64 *Fleischer*, Informationsasymmetrie 101ff, 151ff; *Grechenig*, Die Laesio Enormis als Enorme Läsion der sozialen Wohlfahrt, *Journal für Rechtspolitik* 2006, 14ff; s. bereits *King/Roell*, *Economic Policy* 1988, 173, 179 ff.

Beim Insiderhandel liegt das Problem darin, dass Insider sich diese Gewinne aneignen können, indem sie bei einer Übernahme beispielsweise Aktien der Zielgesellschaft oder bei einem Rohstofffund Aktien der eigenen Gesellschaft vor Bekanntwerden der Information kaufen. Diese mit dem uns bekannten Wettbewerbsverbot⁶⁵ bzw. der amerikanischen *business opportunity doctrine* zusammenhängende Problematik wird für die schadenersatzrechtliche Unterscheidung von entscheidender Bedeutung sein.⁶⁶ Es handelt sich nämlich hierbei um eine Übervorteilung⁶⁷ der Outsider durch Insider, die eine starke individualschützende Komponente aufweist und sich auf positive bzw. wertsteigernde Information beschränkt.

IV. Positive und negative Information im US-amerikanischen Recht

1. Das frühe common law und das Gesetzesrecht

Ursprünglich gab es im *common law* kein generelles Verbot von Insiderhandel, insbesondere nicht für Transaktionen, bei denen sich die Vertragsparteien nicht kannten. Das Insiderhandelsverbot wurde erstmals als Pflicht des Direktors gegenüber seinen Aktionären formuliert und betraf daher nur Handel mit positiver Information, d.h. Aktienkäufe.⁶⁸ Beim Kauf von Aktien seiner Gesellschaft handelte der Direktor nämlich naturgemäß mit seinen Aktionären. Beim Verkauf dagegen war der Vertragspartner ein zukünftiger Aktionär, dem er als Direktor nicht aus dem Agency-Verhältnis verpflichtet war. In diesem Sinn bezogen sich die Insiderhandelsfälle⁶⁹ stets auf positive, nicht aber negative Information. Es war nicht überraschend, dass es seinerzeit praktisch keine Entscheidungen über Insiderhandel mit negativer Insiderinformation gab.⁷⁰

Dieser ursprüngliche Zugang wurde erst langsam in ein generelles Insiderhandelsverbot zu transformieren versucht. Die heute einschlägigen Bestimmungen, 10(b) des SEC Act 1934 und Section 10b-5 der SEC Rules,⁷¹ zielten ursprünglich entweder gar nicht auf Insiderhandel ab⁷² oder bezogen sich nur auf Insiderhandel mit positiver Information.⁷³ In den 1960er Jahren kam es zu einem Kurswechsel, bei dem die SEC begann, Insiderhandel (generell) zu sanktionieren. Fälle wie *In re Cady, Roberts & Co.*⁷⁴ negierten die ursprüngliche Unterscheidung zwischen positiver und negativer Information, ohne ausreichende Begründungen.⁷⁵ In der Folge verwiesen die Ent-

65 § 88 dAktG; vgl. Hüffer, AktG7 § 88.

66 S. unten bei Fn. 94.

67 Pawlik in KK-WpHG § 14 Rz. 4 spricht von einer Übervorteilung der nicht informierten Gegenpartei.

68 Vgl. Bainbridge, Corporation Law and Economics (2002) 522.

69 *Fisher v. Budlong*, 10 R.I. 525 (1873); *Oliver v. Oliver et al.*, 45 S.E. 232 (Ga. 1903); *Brophy v. Cities Service Co.*, 70 A.2d 5 (Del. Ch. 1949). S. auch *Paula J. Dalley*, From Horse Trading to Insider Trading: The Historical Antecedents of the Insider Trading Debate, 39 Wm. & Mary L. Rev. 1289, 1302ff (1998).

70 *Robert C. Clark*, Corporate Law (1986) 311.

71 S. oben Fn. 76.

72 Bainbridge, Corporation Law 524ff.

73 S. Grechenig, 37 U. Mem. L. Rev. 75, 145 (2006) mit Verweisen auf Securities Exchange Act Release No. 3230 (May 21, 1942) und *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 214 Fn. 32 (1976).

74 *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961).

75 *In re Cady*, 913f: „Whatever distinctions may have existed at common law based on the view that an officer or director may stand in a fiduciary relationship to existing stockholders from whom he purchases but not to

scheidungen pauschal auf das Gesetzesrecht und die SEC Rules, die sich dem Wortlaut nach auf positive und negative Information gleichermaßen bezogen („in connection with the *purchase or sale of any security*“),⁷⁶ sodass die Unterscheidung langsam in Vergessenheit geriet. Betont wurden andere Ansätze wie *disclose or abstain, breach of fiduciary duty*, bis hin zur *misappropriation theory*; vor allem der *materiality* Standard und die Unterscheidung von *tippers* und *tippees* spielte eine entscheidende Rolle.⁷⁷

2. Das geltende Fallrecht

Die Unterscheidung zwischen positiver Information und negativer Information wurde erst in den letzten Jahren in der Literatur wieder aufgegriffen,⁷⁸ ist in der heute geltenden Judikatur aber schon implizit angelegt. Während höhergerichtliche, inklusive höchstgerichtliche Entscheidungen, bei denen es um positive Informationen ging, in der Regel zu Verurteilungen führten,⁷⁹ endete die einzige einschlägige höchstgerichtliche Entscheidung, bei der es sich um negative Information handelte, mit einem Freispruch.⁸⁰

In der letzten einschlägigen Entscheidung des Supreme Court *United States v. O'Hagan*⁸¹ hatte der Insider *James O'Hagan*, dessen Anwaltskanzlei eine Gesellschaft in einer Übernahme vertrat, Aktien und Call-Optionen der Zielgesellschaft gekauft, dessen Wert nach Veröffentlichung der Übernahme entsprechend anstieg. *James O'Hagan* verkaufte seine Rechte und machte einen Gewinn von mehr als 4,3 Millionen Dollar. In diesem Fall war klar, dass die Information mit und ohne Insiderhandel veröffentlicht worden wäre, weshalb die Informationseffizienz entweder gering oder gar nicht gesteigert wurde. Darüber hinaus hatte sich der Insider eine *business opportunity* der Gesellschaft angeeignet, denn er kaufte Anteile einer Gesellschaft, die die übernehmende Gesellschaft ausfindig gemacht hatte und der daher auch die Kursdifferenz zustehen sollte. Könnten Insider sich *business opportunities* ihrer Gesellschaft einfach aneignen, hätte die Gesellschaft keine Anreize mehr, danach zu suchen, bzw. hätten die Aktionäre keine Anreize mehr, in eine derartige Gesellschaft zu investieren.⁸² Man spricht auch von einem Vertrauensverlust der

members of the public to whom he sells, it is clearly not appropriate to introduce these into the broader anti-fraud concepts embodied in the securities acts.“

76 So die heutige Interpretation der Section 10(b) des SEC Act 1934 (15 U.S.C.A. § 78j) und Section 10b-5 der SEC Rules (17 C.F.R. § 240.10b-5).

77 Zu all dem s. z.B. *Eisenberg, Corporations and Other Business Organizations*8 (2000) 768ff, *Bainbridge, Corporation Law* 518.

78 S. v.A. *Grechenig*, *The Marginal Incentive of Insider Trading – An Economic Reinterpretation of the Case Law*, 37 U. Mem. L. Rev. 75 (2006).

79 *SEC v. Texas Gulf Sulfur Co.*, 401 F.2d 833 (1968); *United States v. Newman*, 664 F.2d 12 (1981); *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997). Eine prominente Ausnahme stellt *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980) dar, gilt heute aber als weitgehend überholt.

80 Sie die Darstellung bei *Grechenig*, U. Mem. L. Rev. 2006, wo auch die nicht in diese Auslegung passende Entscheidung *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980) besprochen wird.

81 *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).

82 S. bereits oben Seite 10. Dabei gibt es freilich auch komplexe Fälle, wie die in denen eine Gesellschaft bereits einen beträchtlichen Anteil an der Gesellschaft hält und in Kenntnis privater Information den Rest aufkaufen möchte ; vgl dazu schon *Voss*, *Insiderkonzept* 170 ff.

Investoren in den Kapitalmarkt. Diese Argumente wurde unter anderem in den Fällen *SEC v. Texas Gulf Sulphur*⁸³ und *United States v. Newman*,⁸⁴ herausgearbeitet.

Anders lag der Fall in *Dirks v. Securities and Exchange Commission*⁸⁵, in dem es sich um negative Information handelte und bei dem der Insider freigesprochen wurde. Raymond L. Dirks arbeitete als Wertpapieranalyst, der nicht öffentliche Information von einem Insider erhielt. Die Information beinhaltete, dass das Vermögen der Gesellschaft bei weitem überbewertet war, und dass dies auf eine rechtswidrige Verschleierung der Tatsachen beruhte. Darüber hinaus war die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft unabhängig von der Überbewertung rechtswidrig. Nachdem *Dirks* Untersuchungen zu dieser Information durchgeführt hatte und die Anschuldigungen bestätigt fand, versuchte er, den Vorfall im Wall Street Journal zu publizieren. Das Wall Street Journal lehnte die Publikation allerdings ab, sodass Dirks die Information an seine Klienten weiter gab, die darauf hin ihre Anteile an der Gesellschaft verkauften. Als Folge der Verkäufe brach der Aktienkurs ein und der Betrug wurde aufgedeckt. Das Höchstgericht entschied, dass Dirks nicht schuldig war, da sein Handeln dazu beitrug, eine Information als falsch aufzudecken, die sonst lange verschleiert geblieben wäre: *“the central role that [Dirks] played in uncovering the fraud at Equity Funding . . . is an important one. Dirks’ careful investigation brought to light a massive fraud But for Dirks’ efforts, the fraud might well have gone undetected longer.”*⁸⁶ Auch, wenn die Literatur der 1980er Jahre den Fall nicht dahin gehend interpretierte,⁸⁷ so ist rückblickend doch klar, dass das Bestehen von negativer Information ein entscheidender Faktor war. Das Gericht hätte Dirks mit Sicherheit nicht frei gesprochen, hätte er versucht, eine nicht öffentliche, positive Information zum Vorschein zu bringen.

Die pauschale Unterscheidung von positiver und negativer Information bedarf einer Einschränkung, die sowohl auf ökonomischer als auch auf rechtlicher Basis beruht und bereits in der *Dirks*-Entscheidung zum Vorschein tritt. Es kommt nicht selten vor, dass Insider negative Information aus Reputationserwägungen und anderen Gründen auch ohne die Möglichkeit von Insiderhandel veröffentlichen. In diesem Fall würde Insiderhandel keinen oder nur einen sehr geringen zusätzlichen Nutzen bringen. Es ist daher nicht überraschend, dass Insiderhandel in diesen Fällen als rechtswidrig erkannt wurde. In diesem Sinn haben US-amerikanische Gerichte auch Insiderhandel mit negativer Information verurteilt. In den Fällen *Diamond v. Oreamuno*⁸⁸, *In re*

83 *SEC v. Texas Gulf Sulfur Co.*, 401 F.2d 833 (1968). S. in diesem Zusammenhang auch *Grechenig*, Die Laesio Enormis als Enorme Läsion der sozialen Wohlfahrt, *Journal für Rechtspolitik* 2006, 14ff.

84 *United States v. Newman*, 664 F.2d 12 (1981). Ähnlich wie im Fall *U.S. v. O’Hagan*, hatte der Insider nicht öffentliche Information über eine Übernahme. Diese Information gab er weiter, sodass seine Verbündeten Aktien der Zielgesellschaft kaufen konnten.

85 *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983).

86 *Dirks*, 659; s. auch die vorangegangene Entscheidung des Circuit Court, *Dirks v. SEC*, 681 F.2d 824, 829 (D.C. Cir. 1982): “Largely thanks to Dirks one of the most infamous frauds in recent memory was uncovered and exposed, while the record shows that the SEC repeatedly missed opportunities to investigate Equity Funding.”

87 S. z.B. *Daniel R. Fischel*, Insider Trading and Investment Analysts: An Economic Analysis of *Dirks v. Securities and Exchange Commission*, 13 *Hofstra L. Rev.* 127 (1984); *Mark K. Harder*, Getting the Federal Securities Fraud Laws Moving Again After Chiarella and Dirks: A Proposal for Reform, 10 *J. Corp. L.* 711 (1985); *James D. Cox*, Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the “Chicago School”, 1986 *Duke L.J.* 628, 643 (1986).

88 *Diamond v. Oreamuno*, 248 N.E.2d 910, 911.

Cady, Roberts & Co.,⁸⁹ und *United States v. Smith*⁹⁰ gingen die Gerichte nämlich davon aus, dass die Information auch ohne Insiderhandel relativ rasch veröffentlicht worden wäre.⁹¹ Man könnte das Fallrecht auch so interpretieren, dass Insiderhandel erst dann erlaubt ist, wenn die Information entgegen einer Veröffentlichungspflicht rechtswidrigerweise nicht veröffentlicht bzw. falsch dargestellt wurde. In diesem Fall wird noch eindeutiger, dass der Insider nicht nur im eigenen Interesse, sondern auch im Interesse der Allgemeinheit handelt. In diesem Zusammenhang wird auch die Analogie zur *whistleblowing* Gesetzgebung klar, wo eine mit der Gesellschaft in Verbindung stehende Person für die Mitteilung rechtswidriger Handlungen an offizielle Stellen belohnt wird.⁹² Insiderhandel mit negativer Information bedeutet zwar keine Mitteilung an eine mit Hoheitsgewalt ausgestattete Einrichtung, es erfüllt aber dieselbe Funktion. Im einen Fall wird der Insider von Outsidern (Insiderhandel), im anderen Fall wird der Insider vom Staat als quasi-öffentlicher Agent (*whistleblower*) für seine Tätigkeit bezahlt.⁹³

V. Schadenersatz bei Verletzung des Insiderhandelsverbotes

1. § 823 BGB (§ 14 WpHG als partielles Schutzgesetz)

Mit diesen Argumenten kann man zum anfangs dargestellten Problem des Schadenersatzanspruchs zurückkehren, wobei die zentrale Frage nach § 823 BGB lautet, inwieweit es sich beim Insiderhandelsverbot um einen Individualschutz oder einen Funktionsschutz handelt bzw. in wie weit eine Schadenersatzpflicht als geboten erscheint, womit freilich stark wertende Gesichtspunkte relevant sind.⁹⁴ Grundsätzlich steht nach dem Gesagten beim Insiderhandel mit *positiver* Information der (schon zu Beginn der europäischen Insiderhandelsdiskussion zentrale⁹⁵) Individualschutz stark im Vordergrund. Durch den Kauf von Anteilen durch Insider vor Bekanntwerden einer erfolgreichen Investition wird nämlich direkt Vermögen von einem Outsider an den Insider transferiert. Nichts anderes kann gemeint sein, wenn von einer Übervorteilung⁹⁶ gesprochen wird. Der Outsider investiert mit der Aussicht auf erfolgreiche Investitionen, sodass er auch ein Recht auf die davon stammenden Gewinne haben muss, wobei er die Gewinnerwartung in Form eines Anteils immer verkaufen kann. Soweit er die Anteile einem anderen Outsider verkauft besteht auch kein Problem. Wird er allerdings von einem Insider, der eine entsprechende

89 *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907, 908f.

90 *United States v. Smith*, 155 F.3d 1051, 1053.

91 Ob diese Tatsachenfeststellung richtig ist, kann manchmal leichter und manchmal schwerer gesagt werden. Insbesondere könnte es in manchen Fällen sein, dass die Information nur deswegen veröffentlicht wird, weil der Insider Handelsprofite machen kann. S. die Diskussion bei *Grechenig*, 37 U. Mem. L. Rev. 75, 141 (2006).

92 Eine Belohnung für Hinweise gibt es in den Vereinigten Staaten etwa unter dem False Claim Act, 31 USCS § 3730(d)1, und dem SEC Act 1934, Sec 21A(e).

93 Zum Vergleich von Insiderhandel und Whistleblowing s. *Grechenig*, Positive and Negative Information - Insider Trading Rethought in *Gregoriou/Ali* (in Druck).

94 S. oben bei Fn. 16 ff. Weitere Literaturnachweise zur Diskussion um die Schutzgesetzeigenschaft finden sich bei *Schwark* in *Schwark*, KMRK § 14 WpHG Rz. 4.

95 So ausdrücklich *Hopt/Will*, Insiderrecht 167, die als eine Alternative vorschlugen, die Schutzgesetzeigenschaft klar zu stellen; für eine Ersatzpflicht auch *Horn*, Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, ZHR 1972, 369 ff, 393.

96 *Pawlik* in KK-WpHG § 14 Rz. 4; *Hopt/Will*, Insiderrecht 122.

Kauforder platziert (die es ohne dem Insider nicht gegeben hätte), dazu verleitet, die Anteile zu verkaufen, dann liegt ein unrechtmäßiger Vermögenstransfer vor. Dabei kann es keinen Unterschied machen, dass der Insider die Anteile „freiwillig“ verkauft; schließlich hatte er die Information nicht. Liegt der Marktwert eines Anteils bei 10, die eigene Bewertung bei 11 und entschließt ein Insider, zu 12 zu kaufen, da er von einer erfolgreichen Investition weiß, wonach die Anteile 15 wert sind, dann wird der Outsider verkaufen, sodass sich eine Art von Vermögenszuwachs, die ihm zustünde, nicht realisiert.⁹⁷ Das Insiderhandelsverbot schützt diese Investition in genau diesem Sinn und verbietet einen Transfer dieser Unternehmenswerte bzw. „Diebstahl“ im *funktionalen* Sinn. Dass damit gleichzeitig die Liquidität im Kapitalmarkt gefördert wird und somit ein allgemeiner Funktionsschutz eintritt, stimmt wohl,⁹⁸ ist hier allerdings ein bloßer Folgeeffekt. Richtigerweise ist nicht der Individualschutz eine Reflexwirkung des Funktionsschutzes in Form gesteigerter Liquidität, sondern die erhöhte Liquidität Reflexwirkung des Individualschutzes. Dieser Übervorteilungsgedanke ist besonders stark ausgeprägt bei der Aneignung positiver Information, da es sich hierbei um neu geschaffene Unternehmenswerte handelt, auf die der Investor aufgrund seiner Beteiligung einen wirtschaftlichen Anspruch hat.⁹⁹

Bei Insiderhandel mit negativer Information, also dem Verkauf von Anteilen durch einen Insider an einen Outsider, kann es freilich auch zur Übervorteilung kommen, allerdings tritt der Funktionsschutz hier viel stärker in den Vordergrund. Durch den Handel mit negativer Information erhalten die übrigen Marktteilnehmer nämlich Informationen, die sie sonst mit weit geringerer Wahrscheinlichkeit erhalten hätten, als dies bei positiver Information der Fall wäre. Der Insider handelt zwar primär im eigenen Interesse, fungiert aber automatisch auch im Interesse der Allgemeinheit und dient damit dem allgemeinen Funktionsschutz. Am plakativsten ist das im Falle eines Unternehmensskandals, bei dem Publizitätspflichten unzureichend waren und Informationen rechtswidrigerweise nicht veröffentlicht wurden. Durch Verkäufe und Leerverkäufe eines Insiders werden die Marktteilnehmer über diese Tatsache informiert, wobei die Information freilich nicht direkt, sondern über die Kursentwicklung transportiert wird. Dabei ist zu beachten, dass es zum Insiderhandel gar nicht kommen muss. Der bloß mögliche Mechanismus einer Aufdeckung von Rechtswidrigkeiten schreckt die Geheimhaltung von Information (in Ergänzung zu den Publizitätspflichten) bereits zusätzlich ab. In diesem Fall ist der allgemeine Vertrauensschutzaspekt auch klarer ersichtlich. Durch den unmittelbaren Effekt ordnungsgemäßer Veröffentlichung negativer Unternehmensentwicklungen in größerem Ausmaß steigt das Vertrauen der Anleger. Als Folge der obigen Ausführungen gilt freilich auch, dass dieser Funktionsschutzgedanke nur für diese Fälle im Vordergrund steht, in denen die Verkäufe des Insiders einen ausreichenden Informationsverbreitungseffekt haben. Handelt es sich um ein schlicht negatives Unternehmensergebnis, das ohnehin ordnungsgemäß bekannt gemacht würde, dann hat ein derartiger

97 Es ist zugleich klar, dass der Outsider nicht verkauft hätte, wenn es keinen Insider gegeben hätte, der bereit gewesen wäre, die Anteile zu diesem Preis zu kaufen. I.d.R. hätte es nämlich ohne der privaten Information kein so hohes Angebot bzw. keine entsprechende Order am Kapitalmarkt gegeben. Fragen der Kausalität sollen hier aber nicht vertieft werden (s etwa *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG § 14 Rz. 209).

98 S. bereits oben Fn. 35 ff.

99 Schadenersatzanspruch bei Insiderhandel ist freilich eine altbekannte Diskussion; s. *Kirchner* in FS Kitagawa 678 und Fn. 51 m.w.N.

Insiderhandel nur eine Übervorteilung zu Folge, sodass auch in diesen Fällen ein Schadenersatzanspruch bestehen muss. Entscheidend ist, dass nicht von einem allgemeinen Schutzgesetzcharakter gesprochen werden kann, sondern in Abhängigkeit von der Art der Information unterschieden werden muss. Abhängig von der Art der Information bestimmt sich nämlich, ob der Individualschutz oder der Funktionsschutz im Vordergrund steht. Dass der Schadensbeweis und andere Beweisproblem in der Praxis Probleme bereiten können, ist freilich seit langem bekannt.¹⁰⁰

2. § 826 BGB (§ 14 WpHG und sittenwidrige Schädigung)

Dass es sich beim Insiderhandel grundsätzlich um eine sittenwidrige Handlung nach § 826 BGB handelt, wurde bereits in der Literatur dargelegt, wobei auf die Gebote kaufmännischen Anstands und die ethische Missbilligung abgestellt wurde.¹⁰¹ Auch hier dürfte man grundsätzlich die Aneignung neu geschaffener Unternehmenswerte und damit die Ausnützung *positiver* Information im Auge haben. Insiderhandel mit negativer Information kann nämlich im Interesse der Gesamtheit liegen und, wie bereits mehrfach ausgeführt, dazu dienen, einen sonst nicht aufgedeckten Bilanzskandal an die Öffentlichkeit zu bringen. Es ist klar, dass das Handeln eines Insiders wie *Dirks*,¹⁰² das zu einer behördlichen Untersuchung und Aufdeckung der Missstände führt, nicht als sittenwidrig eingestuft werden kann.

Ob die Handlung sittenwidrig war, muss sich im kapitalmarktrechtlichen Kontext dadurch bestimmen, ob es sich um eine Übervorteilung zum ausschließlichen Eigeninteresse handelte oder durch den Insiderhandel auch ein Vorteil für die Allgemeinheit bzw. die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte geschaffen wurde. Dabei muss wie schon zuvor auf das Ausmaß und die Erforderlichkeit des Informationsverbreitungseffekts abgestellt werden. Handel mit negativer Information, die entgegen den Veröffentlichungspflichten geheim gehalten wurde, wird dabei i.d.R. nicht als sittenwidrig zu qualifizieren sein.

3. Weitere Anspruchsgrundlagen

Neben den §§ 823 und 826 BGB kommen insbesondere aktienrechtliche Anspruchsgrundlagen in Frage.¹⁰³ So kann im Einzelfall etwa die Weiterleitung von Insiderwissen eine unzulässige Offenbarung von Geschäftsgeheimnissen im Sinne von § 404 AktG als Schutzgesetz darstel-

100 Pawlik in KK-WpHG § 14 Rz. 7. Hopt in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch 2857 (§ 107 Rz. 76) meint, der Schaden sei leichter festzustellen als früher; dagegen Assmann in *Assmann/Schneider*, WpHG § 14 Rz. 7, 209. Vgl. auch die Rechtsprechung zur Haftung für fehlerhafte Ad-hoc Mitteilungen, die einen Anscheinsbeweis für individuell geprägte Kaufentscheidungen ablehnt; *Fleischer*, ZIP 2005, 1807.

101 Kaiser, Sanktionierung von Insiderverstößen und das Problem der Kursmanipulation, WM 1997, 1560; zustimmend unter anderen Assmann in *Assmann/Schneider*, WpHG § 14 Rz. 211; *Grunewald/Schlitt*, Einführung in das Kapitalmarktrecht (2007) 285; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2006) Rz. 171

102 S. oben bei Fn. 85.

103 S. dazu Kaiser, WM 1997, 1561 ff; Assmann in *Assmann/Schneider*, WpHG § 14 Rz. 211.

len.¹⁰⁴ Auch in diesem Fall muss wohl danach differenziert werden, ob das Geheimnis rechtmäßiger Weise geschützt werden durfte, also diesbezüglich keine Veröffentlichungspflicht bestand. Wurde die Information rechtswidrigerweise zurückgehalten, dann scheidet auch hier ein Ersatzanspruch aus.¹⁰⁵ Das gilt auch, wenn von einer Treuepflichtverletzung ausgegangen wird. Treuepflichtverletzungen bestehen nach heutiger Auffassung auch unter Aktionären,¹⁰⁶ wobei verschiedene Ausprägungen auf Großaktionäre beschränkt werden. Beim Verbot von Insiderhandelsgeschäften sei eine derartige Beschränkung allerdings nicht zu rechtfertigen, sodass eine allgemeine Schadensersatzpflicht bejaht wird.¹⁰⁷ Dabei soll auf die unter anderem aus dem common law bekannte¹⁰⁸ und auch dem deutschen Diskurs¹⁰⁹ nicht fremde Unterscheidung hingewiesen werden, dass der Verkäufer von Anteilen einen höheren Schutz genießt, da er Aktionär der Gesellschaft ist, während der Käufer durch den Kauf typischerweise erst seine Aktionärsstellung erwirbt. Auch dieser Aspekt weist ganz im Sinne dieser Abhandlung in Richtung einer differenzierten Betrachtung von Insiderhandel mit positiver und negativer Information, wobei Insiderhandel mit negativer Information, das heißt Verkauf von Anteilen durch den Insider und Kauf der Anteile durch einen Outsider, besser zu stellen ist. Dass der Schadensbeweis freilich teilweise schwierig zu führen sein wird, ist eine weitere Frage, zu der es in der Literatur verschiedene Ansichten gibt.¹¹⁰ Schließlich werden in der Literatur weitere aktienrechtliche, zivilrechtliche, wettbewerbsrechtliche und strafrechtliche Bestimmungen genannt.¹¹¹

VI. Teleologische Reduktion des § 14 WpHG

In Folge der hier angeführten Überlegungen zum Insiderhandel mit positiver und negativer Information ist es fast unumgänglich, sich auch der Frage einer teleologischen Reduktion von § 14 WpHG zu stellen. Dass es in Einzelfällen zu einer einschränkenden Auslegung kommen muss, ist anerkannt, wobei Gegenstand der Diskussion vor allem Fälle im Zusammenhang mit einem Unternehmenskauf, eines Pakethandeln und einer Due Diligence Prüfung sind.¹¹² Im Bereich des Insiderhandels verwirklicht sich der Zweck vor allem durch das Verbot bzgl. positiver, nicht aber bzgl. negativer Information. Wie bereits mehrfach ausgeführt trägt Insiderhandel mit negativer

104 *Schaal* in MünchKomm AktG (2006) § 404 Rz. 3 f.

105 Das leitet sich daher ab, dass eine Weitergabe durch die Erstattung einer Anzeige erlaubt ist. Anderes könnte bestenfalls für Bagatelldelikten und Ordnungswidrigkeiten gelten; *Schaal* in MünchKomm AktG (2006) § 404 Rz. 38.

106 S. die Linotype-Entscheidung BGHZ 103, 184 = NJW 1988, 1579. Dazu *Lutter*, Die Treuepflicht des Aktionärs, ZHR 153 (1989) 446ff.

107 *Hopt*, Europäisches und deutsches Insiderrecht ZGR 1991, 17 ff, 68; *Hopt* in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch 2858 (§ 107 Rz. 85). S. *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG § 14 Rz. 7, 210 mit weiteren möglichen Rechtsgrundlagen.

108 S. oben Fn. 68 ff.

109 S. *Horn*, ZHR 1972, 377, der diese Unterscheidung besonders hervorhebt.

110 *Hopt* in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch 2857 (§ 107 Rz. 76) meint, der Schaden sei leichter festzustellen als früher; dagegen *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG § 14 Rz. 7, 209. Vgl. auch die Rechtsprechung zur Haftung für fehlerhafte Ad-hoc Mitteilungen, die einen Anscheinsbeweis für individuell geprägte Kaufentscheidungen ablehnt; *Fleischer*, ZIP 2005, 1807.

111 *Kaiser*, WM 1997, 1561 ff; *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG § 14 Rz. 211.

112 *Pawlik* in KK-WpHG § 14 Rz. 29 mwN; zur *due diligence* s. *Oechsler* in *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 10 Rz. 35 f.

Information selbst zur Informationseffizienz der Kapitalmärkte bei, insbesondere dann, wenn Publizitätspflichten verletzt wurden und daher ersichtlich ist, dass versucht wurde, die Information rechtswidrigerweise geheim zu halten. Handelt es sich um schlicht negative Information, die ohnehin etwas später rechtskonform veröffentlicht würde, dann wäre der Informationsverbreitungseffekt minimal, womit auch nicht die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes erhöht würde. Dies gilt freilich, anders als bei der Diskussion zum zivilrechtlichen Schadenersatzanspruch nach § 823 BGB, unabhängig davon, ob man den Hauptzweck der Bestimmung im individualistisch oder stärker kollektivistisch bestimmt.

VII. Schluss

Diese Abhandlung betont die Unterscheidung zwischen positiver und negativer Information mit Bezug zur schadenersatzrechtlichen Beurteilung von § 14 WpHG. Sowohl nach § 823 BGB als auch nach § 826 BGB muss es zu einer Schadenersatzpflicht bei Insiderhandel mit positiver Information kommen. Im einen Fall weist der Übervorteilungsgedanke auf die zentrale Stellung der individualschützenden Komponente; im anderen Fall, steht der ganz überwiegende Eigennutzen im Zentrum der Sittenwidrigkeit.

Im Falle von negativer Information muss die Beurteilung anders ausfallen. Zentrales Argument ist, dass Insiderhandel mit negativer Information nicht nur Nachteile mit sich bringt, sondern auch entscheidende Vorteile für die Allgemeinheit hat. Dieser Vorteile liegen in der Aufdeckung von rechtswidrig nicht veröffentlichter Information durch den Handel, weshalb der Insiderhandel mit negativer Information dazu dient, Veröffentlichungspflichten sinnvoll zu ergänzen, bewusste Überbewertungen zu verhindern und Skandale aufzudecken. Dieselben Erwägungen kommen bei positiven Information nicht in Betracht, da erfolgreiches Wirtschaften typischerweise nicht geheim gehalten wird.

Diese teleologischen Überlegungen weisen auch außerhalb des Schadenersatzrechts in Richtung einer differenzierten Betrachtung des § 14 WpHG, wobei eine teleologische Reduktion auf Insiderhandel mit positiver (und bestimmter negativer Information) naheliegt. Mit diesem Beitrag sind freilich bei weitem nicht alle Probleme diskutiert oder gar gelöst (so etwa Fragen der Kausalität und Schadensberechnung).¹¹³ Es wurde vielmehr versucht, den im Insiderhandelsverbot generell angelegten Konflikt mit dem ihm zugrunde liegenden Regelungszweck aufzulösen und für die grundlegenden Fragen im Insiderrecht fruchtbar zu machen, was nicht zuletzt auch aus Gründen allgemeiner "wissenschaftlicher Neugier"¹¹⁴ von Interesse sein könnte.

113 S. dazu (inkl. Der Problematik des *victimless crime*) etwa *Kirchner* in FS Kitagawa 678f; *Horn*, ZHR 1972, 390 f. S. auch oben Fn. 97 und Text.

114 *Hopt*, AG 1995, 355, mit Bezug zum Insiderrecht.