

# **Insiderhandel – Empirische Analyse und Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in Deutschland im internationalen Vergleich**

*Insider trading – Empirical analysis and evaluation of the enforcement of the  
insider trading laws in Germany in an international comparison*

Wissenschaftliche Arbeit zur Erlangung des Grades Master of Science (M.Sc.) an  
der TUM School of Management der Technischen Universität München

Prüfer: Prof. Dr. Philipp Maume  
Assistant Professorship Corporate Governance and Capital  
Markets Law  
TUM School of Management  
Technische Universität München

Studiengang: TUM-BWL Master

Verfasst von: Sebastian Wegmann  
Michael-Haslbeck-Str. 7a  
D – 85640 Putzbrunn  
Tel.: +49 (0) 89 / 51309979  
Matrikelnummer 03616728

Eingereicht am: 22.10.2015

## **Inhaltsverzeichnis**

<b>Inhaltsverzeichnis .....</b>	<b>I</b>
<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>IV</b>
<b>Tabellenverzeichnis .....</b>	<b>V</b>
<b>Anhangsverzeichnis .....</b>	<b>VII</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>VIII</b>
<b>Symbolverzeichnis .....</b>	<b>XI</b>
<b>1 Einführung.....</b>	<b>1</b>
1.1 Ausgangslage und Problemstellung.....	1
1.2 Zielsetzung.....	3
1.3 Vorgehensweise .....	4
<b>2 Theoretischer Bezugsrahmen .....</b>	<b>6</b>
2.1 Definition des Begriffs „Insiderhandel“ .....	6
2.2 Entstehung der Insiderhandelsregulierung.....	7
2.3 Zwecke des Insiderhandelsverbots .....	9
2.3.1 Regelungsziele des Kapitalmarktrechts .....	9
2.3.2 Reduzierung der Eigenkapitalkosten (Cost of Equity) .....	11
<b>3 Gegenüberstellung der Insiderhandelsregulierungen der betrachteten Länder .....</b>	<b>13</b>
3.1 Insiderhandelsregulierung in Deutschland.....	13
3.1.1 Historische Entwicklung der rechtlichen Grundlage .....	13
3.1.2 Die heutige rechtliche Grundlage im Überblick .....	14
3.2 Insiderhandelsregulierung in UK.....	16
3.3 Insiderhandelsregulierung in den USA.....	17
3.4 Insiderhandelsregulierung in der Schweiz.....	19
3.5 Abschließender Vergleich der Insiderhandelsregulierungen der betrachteten Länder.....	21
<b>4 Gegenüberstellung der Aufsichtsbehörden der betrachteten Länder .....</b>	<b>25</b>
4.1 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Deutschland) .....	26
4.2 Financial Conduct Authority (UK) .....	28
4.3 Securities and Exchange Commission (USA) .....	30
4.4 Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Schweiz).....	32
4.5 Erkenntnisse aus der Literatur über die allgemeine Rechtsdurchsetzung der Aufsichtsbehörden in den betrachteten Ländern .....	34

4.5.1 Public Enforcement Power Index und LLS Public Enforcement Index .....	34
4.5.2 Private Enforcement Power Index .....	37
4.5.3 Zusammenfassender Überblick über die allgemeine Rechtsdurchsetzung der Aufsichtsbehörden in den betrachteten Ländern .....	39
<b>5 Empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern.....</b>	<b>41</b>
5.1 Empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in Deutschland .....	41
5.2 Empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in UK.....	46
5.3 Empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den USA.....	50
5.4 Empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in der Schweiz.....	57
<b>6 Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern .....</b>	<b>60</b>
6.1 Output-Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze .....	63
6.1.1 Output-Analyse hinsichtlich der Anzahlen neuer Insideruntersuchungen .....	63
6.1.2 Output-Analyse hinsichtlich der Anzahlen von Verurteilungen wegen Insiderhandels.....	64
6.2 Input-Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze .....	66
6.2.1 Input-Analyse hinsichtlich der Anzahlen der Mitarbeiter der Aufsichtsbehörden .....	66
6.2.2 Input-Analyse hinsichtlich der den Aufsichtsbehörden zur Verfügung stehenden monetären Ressourcen.....	68
6.2.3 Input-Analyse hinsichtlich der Ausgaben der Aufsichtsbehörden im Bereich Enforcement .....	70
6.3 Zusammenfassende Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in Deutschland und den Vergleichsländern .....	71
6.3.1 Zusammenfassende Bewertung der Output-Analysen.....	72
6.3.2 Zusammenfassende Bewertung der Input-Analysen .....	74

6.3.3 Gesamtbewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern.....	76
6.4 Vergleich der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze zwischen Civil- bzw. Common-Law-Ländern .....	80
<b>7 Fazit.....</b>	<b>82</b>
<b>Anhang.....</b>	<b>XII</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>XXXI</b>
<b>Ehrenwörtliche Erklärung.....</b>	<b>XL</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Beispiel eines Kursverlaufs bei Insiderhandel .....	7
Abb. 2: Weltkarte der Einführung von Insiderhandelsgesetzen (Stand: 1999)....	8
Abb. 3: Weltkarte der Rechtsdurchsetzung von Insiderhandelsgesetzen (Stand: 1999).....	8
Abb. 4: Zeitlicher Zusammenhang zw. Einführung der Insiderhandelsgesetze und deren Rechtsdurchsetzung im 20. Jahrhundert.....	9
Abb. 5: Insider Trading Laws Index im internationalen Vergleich .....	23
Abb. 6: Aufsichtsmodelle im Überblick .....	25
Abb. 7: Organisationsstruktur der BaFin .....	26
Abb. 8: Organisationsstruktur der FCA .....	29
Abb. 9: Organisationsstruktur der SEC.....	31
Abb. 10: Organisationsstruktur der FINMA .....	33
Abb. 11: Public Enforcement Power Index im internationalen Vergleich.....	36
Abb. 12: LLS Public Enforcement Index im internationalen Vergleich.....	37
Abb. 13: Private Enforcement Power Index im internationalen Vergleich .....	38
Abb. 14: Insideruntersuchungen und Untersuchungsergebnisse des BAWe bzw. der BaFin (1995-2014) .....	43
Abb. 15: Mitteilungen der Staatsanwaltschaften zu abgeschlossenen Insiderverfahren in Deutschland (1995-2014).....	45
Abb. 16: Anzahl der von der SEC geführten Verfahren gegen Insiderhandel (1995-2014).....	52
Abb. 17: Anzahl der be- bzw. angeklagten Personen in den von der SEC geführten Verfahren gegen Insiderhandel (1995-2014).....	53
Abb. 18: Geschätzte informelle und formelle Insideruntersuchungen der SEC (1995-2014).....	55
Abb. 19: Verwendete Kriterien für die Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze.....	60
Abb. 20: Gesamtbewertung der Output-Analyse in den betrachteten Ländern ...	73
Abb. 21: Gesamtbewertung der Input-Analyse in den betrachteten Ländern.....	75
Abb. 22: Gesamtbewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern .....	78
Abb. 23: Vergleich der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze zwischen Civil- bzw. Common-Law-Ländern.....	81

## Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Wichtige Fakten über die ausgewählten Länder .....	4
Tab. 2:	Überblick über die Insiderhandelsgesetze, deren Rechtsdurchsetzung sowie die Höchststrafen bei einem Verstoß gegen das jeweilige Insiderhandelsgesetz in den betrachteten Ländern.....	21
Tab. 3:	Strenge der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern im empirischen Vergleich .....	23
Tab. 4:	Die wichtigsten Informationen über die BaFin im Überblick.....	28
Tab. 5:	Die wichtigsten Informationen über die FCA im Überblick.....	30
Tab. 6:	Die wichtigsten Informationen über die SEC im Überblick .....	32
Tab. 7:	Die wichtigsten Informationen über die FINMA im Überblick.....	33
Tab. 8:	Intensität der allgemeinen Rechtsdurchsetzung der Aufsichtsbehörden in den betrachteten Ländern im empirischen Vergleich.....	39
Tab. 9:	Insideruntersuchungen und Untersuchungsergebnisse des BAWe bzw. der BaFin (1995-2014) .....	42
Tab. 10:	Mitteilungen der Staatsanwaltschaften zu abgeschlossenen Insiderverfahren in Deutschland (1995-2014) .....	45
Tab. 11:	Verurteilungen wegen Insiderhandels in UK (2001-2015).....	47
Tab. 12:	Insideruntersuchungen und Untersuchungsergebnisse der FCA (2014).....	50
Tab. 13:	Rechtsdurchsetzungsmaßnahmen der SEC gegen Insiderhandel nach primärer Einordnung (1995-2014) .....	51
Tab. 14:	Geschätzte informelle und formelle Insideruntersuchungen der SEC (1995-2014).....	54
Tab. 15:	Rechtsdurchsetzungsmaßnahmen des DOJ gegen Insiderhandel (2001-2006).....	56
Tab. 16:	Geschätzte Insider-Vorabklärungen der FINMA (2013-2014).....	57
Tab. 17:	Anzahl der Verurteilungen in der Schweiz nach Art. 161 StGB (1995-2014) .....	59
Tab. 18:	Verwendete kapitelübergreifende Daten zur Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern .....	62

Tab. 19: Output-Analyse hinsichtlich der Anzahlen neuer Insideruntersuchungen der Aufsichtsbehörden .....	64
Tab. 20: Output-Analyse hinsichtlich der Anzahlen von Verurteilungen wegen Insiderhandels .....	65
Tab. 21: Input-Analyse hinsichtlich der Anzahlen der Mitarbeiter der Aufsichtsbehörden.....	68
Tab. 22: Input-Analyse hinsichtlich der den Aufsichtsbehörden zur Verfügung stehenden monetären Ressourcen .....	69
Tab. 23: Input-Analyse hinsichtlich der Ausgaben der Aufsichtsbehörden im Bereich Enforcement.....	71
Tab. 24: Zusammenfassende Darstellung der Output-Analysen (Bezug: Einwohnerzahl) .....	72
Tab. 25: Zusammenfassende Darstellung der Output-Analysen (Bezug: Marktkapitalisierung).....	72
Tab. 26: Zusammenfassende Darstellung der Output-Analysen (Bezug: Anzahl der Trades).....	73
Tab. 27: Zusammenfassende Darstellung der Input-Analysen (Bezug: Einwohnerzahl) .....	74
Tab. 28: Zusammenfassende Darstellung der Input-Analysen (Bezug: Marktkapitalisierung).....	74
Tab. 29: Zusammenfassende Darstellung der Input-Analysen (Bezug: Anzahl der Trades) .....	75
Tab. 30: Gesamtbewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze (Bezug: Einwohnerzahl).....	76
Tab. 31: Gesamtbewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze (Bezug: Marktkapitalisierung) .....	77
Tab. 32: Gesamtbewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze (Bezug: Anzahl der Trades) .....	77
Tab. 33: Vergleich der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze zwischen Civil- bzw. Common-Law-Ländern.....	80

## **Anhangsverzeichnis**

Anh. 1: Weltweite Einführung und Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze (Stand: 1999).....	XII
Anh. 2: Die wichtigsten Änderungen durch die Revision des Börsengesetzes in der Schweiz.....	XIV
Anh. 3: Strenge der Insiderhandelsgesetze und Intensität der allgemeinen Rechtsdurchsetzung der Aufsichtsbehörden in Common- bzw. Civil-Law-Ländern im empirischen Vergleich .....	XV
Anh. 4: E-Mail-Verkehr mit der FCA.....	XVI
Anh. 5: E-Mail-Verkehr mit der FCA (Freedom of Information Request)...	XVII
Anh. 6: E-Mail-Verkehr mit der SEC .....	XXI
Anh. 7: E-Mail-Verkehr mit der SEC (2).....	XXII
Anh. 8: E-Mail-Verkehr mit dem DOJ .....	XXIII
Anh. 9: E-Mail-Verkehr mit dem NCJRS.....	XXIV
Anh. 10: E-Mail-Verkehr mit der FINMA.....	XXVI
Anh. 11: E-Mail-Verkehr mit der BaFin.....	XXVIII



## **Abkürzungsverzeichnis**

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
Anh.	Anhang
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BA	Bundesanwaltschaft
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
Bd.	Band
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
Bio.	Billionen
BPV	Bundesamt für Privatversicherungen
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CH	Schweiz
CHF	Schweizer Franken
CJA	Criminal Justice Act (Strafrechtsgesetz)
D	Deutschland
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DOJ	Department of Justice (Justizministerium)
DPP	Director of Public Prosecutions (Generalstaatsanwalt)
Dr.	Doktor
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
EG	Europäische Gemeinschaft
et al.	et alii (und andere)
etc.	et cetera (und so weiter)
et seqq.	et sequentes (und die Folgenden)
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
FBI	Federal Bureau of Investigation (Bundesamt für Ermittlung)
FCA	Financial Conduct Authority (Finanzdienstleistungsaufsicht)

ff.	folgende (Seiten)
FOI	Freedom of Information (Informationsfreiheit)
FOIA	Freedom of Information Act (Informationsfreiheitsgesetz)
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FINMAG	Finanzmarktaufsichtsgesetz
FSA	Financial Services Authority (Finanzaufsichtsbehörde)
FSMA	Financial Services and Markets Act (Finanzdienstleistungs- und Börsengesetz)
FY	Fiscal Year (Fiskaljahr)
GBP	Britisches Pfund
Hrsg.	Herausgeber
ICR	International Country Risk
ITL	Insider Trading Laws Index (Insiderhandelsgesetz-Index)
Jg.	Jahrgang
Kst GwG	Kontrollstelle für die Bekämpfung der Geldwäscherei
KV	Kursverlauf
LLS	La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer Public Enforcement Index
M&A	Mergers & Acquisitions (Fusionen & Übernahmen)
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarden
N/A	not available (nicht verfügbar)
NCJRS	National Criminal Justice Reference Service
Nr.	Nummer
od.	oder
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
p.a.	per annum (pro Jahr)
Prof.	Professor
S.	Seite
SE	Stock Exchange (Börse)
SEA	Securities Exchange Act (Gesetz über den Handel mit Wertpapieren)
SEC	Securities and Exchange Commission (Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde)
SFO	Serious Fraud Office (Betrugsdezernat)

StA	Staatsanwaltschaft
StGB	Strafgesetzbuch
StVf	Strafverfahren
SWAP	Securities Watch Application
Tab.	Tabelle
UK	United Kingdom (Vereinigtes Königreich)
US	United States (Vereinigte Staaten)
USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
USD	US-Dollar
vs.	versus (gegen; im Gegensatz zu)
VwVf	Verwaltungsverfahren
WA	Wertpapieraufsicht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
z.B.	zum Beispiel
ZVf	Zivilverfahren
zw.	zwischen

## Symbolverzeichnis

£	Britisches Pfund
Ø	Durchschnitt
>	größer als
§	Paragraph
%	Prozent
∑	Summe
\$	US-Dollar

# 1 Einführung

## 1.1 Ausgangslage und Problemstellung

Als „König der Könige“ hat er die Bedeutung seines Namens gerne unaufgefordert erklärt. Und zeitweise konnte er sich durchaus auch zu den Königen an der *Wall Street* zählen lassen. Die Rede ist von Raj Rajaratnam, dem Gründer des milliardenschweren Hedgefonds Galleon. Durch das illegale Ausnutzen von Insiderinformationen, die er von hochrangigen Managern aus der Wirtschaft gegen Geldleistung erhielt, soll er über 60 Millionen Dollar an Gewinnen erzielt haben.<sup>1</sup> Doch im Oktober 2011 wurde der König entthront: Rajaratnam wurde des Wertpapierbetrugs und der Verschwörung für schuldig befunden und zu elf Jahren Haft verurteilt, der bis zu diesem Zeitpunkt längsten Haftstrafe, die jemals aufgrund von Insiderhandel in den USA verhängt wurde. Neben der Haftstrafe wurde er mit einer Geldbuße von zehn Millionen Dollar belegt. Zudem musste er 53,8 Millionen Dollar unrechtmäßigen Gewinn zurückzahlen. In einem verwandten Zivilprozess, der von der US-Aufsichtsbehörde *Securities and Exchange Commission (SEC)* angestoßen wurde, wurde Rajaratnam zusätzlich zu einer Zahlung von 92,8 Millionen Dollar verurteilt.<sup>2</sup> Somit endete der bis dato wohl größte Fall von Insiderhandel an der *Wall Street* mit einer Rekordstrafe.<sup>3</sup>

Aber nicht nur die Höhe der Sanktionen war und ist in diesem Fall etwas Außergewöhnliches. Auch die Vorgehensweise und Methoden der Staatsanwaltschaft setzten ein deutliches Signal in Richtung der Finanzmärkte: Die Zeiten von Toleranz bei Insiderhandel sind vorbei. Denn erstmals wurden Telefonleitungen angezapft und Gespräche mitgeschnitten.<sup>4</sup> Folgerichtig wird der Fall Rajaratnam von Experten auch als Wendepunkt in der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze bezeichnet.<sup>5</sup> „*The SEC has managed to create an ambience of fear*“, so Peter Hahn, ehemaliger Investmentbanker der Citigroup.<sup>6</sup>

Zudem wurde erst kürzlich ein neuer Insiderhandelsskandal in den USA aufgedeckt, der schier unglaubliche Dimensionen annimmt. In diesem Fall hatte

---

<sup>1</sup> Vgl. Schröder (2011), [Stand: 01.06.2015].

<sup>2</sup> Vgl. Driggers (2012), S. 2021.

<sup>3</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung [Hrsg.] (2011), [Stand: 17.04.2015].

<sup>4</sup> Vgl. Die Welt [Hrsg.] (2011), [Stand: 01.06.2015].

<sup>5</sup> Vgl. Driggers (2012), S. 2040.

<sup>6</sup> Xydias / Lumley (2007), [Stand: 05.06.2015].

sich eine kriminelle Bande Zugang zu noch unveröffentlichten Pressemitteilungen und Finanzberichten verschafft, indem sie Webseiten wie die von *Business Wire*, welches zu Warren Buffetts Konzern *Berkshire Hathaway* gehört, *Marketwired* oder *PR Newswire* hackten. Diese Insiderinformationen verkaufte die Bande an Börsenhändler und verdiente so innerhalb von fünf Jahren über 100 Millionen Dollar. Insgesamt verdächtigt die Kapitalmarktaufsicht *SEC* 32 Personen, die größtenteils aus der Ukraine und Georgien stammen, Mitglieder dieses kriminellen Rings zu sein.<sup>7</sup> Aufgeflogen sind die Cyberkriminellen, weil die *SEC* auffällige Handelsmuster entdeckt hatte, die auf Insiderhandel hinführen.<sup>8</sup>

Neben der öffentlichen Wahrnehmung von Insidergeschäften hat sich allen voran die Intensität der Bestrafung und Sanktionierung in den letzten Jahren bzw. Jahrzehnten bedeutend geändert. Noch bis weit in die 1990er-Jahre nahm die Öffentlichkeit den Insiderhandel als Kavaliersdelikt wahr, obgleich es sich bei diesem klassischen Wirtschaftsverbrechen bereits damals um einen strafwürdigen Tatbestand handelte.<sup>9</sup> Diese Tatsache wird durch folgendes Zitat eindrücklich zusammengefasst: *“For years, traders in the financial markets stood more risk of getting struck by lightning on the golf course than they did of being arrested for swapping a few share tips on the same fairways.”*<sup>10</sup> Am besten kann diese öffentliche Wahrnehmung an der Filmrolle des Gordon Gekko, welcher eine Vielzahl der Hauptakteure damaliger Insiderskandale vereint, aus dem Kinoklassiker *„Wall Street“* (1987) illustriert werden: Gekko scheitert zwar letztlich im Film und erhält seine gerechte Strafe, die allgemeine Apperzeption war jedoch eher die eines Helden als die eines Straftäters. Doch spätestens mit der jüngsten Finanzkrise, in der transparent wurde, wie das Handeln weniger Personen systemweite Folgen mit sich bringen und zulasten einer breiten Allgemeinheit gehen kann, hat sich die öffentliche Wahrnehmung des Insiderhandels weg von einem Kavaliersdelikt und hin zu einer Straftat gewandelt.<sup>11</sup>

Wenngleich auch in Deutschland das illegale Ausnutzen von Insiderinformationen verboten ist, sind vergleichbare Vorgehensweisen bzw. vergleichbare Methoden der Staatsanwaltschaften wie in der Angelegenheit Rajaratnam nach deutschem

---

<sup>7</sup> Vgl. Spiegel Online [Hrsg.] (2015), [Stand: 18.08.2015].

<sup>8</sup> Vgl. Heise Online [Hrsg.] (2015), [Stand: 18.08.2015].

<sup>9</sup> Vgl. Lorez / Dobrauz-Saldapenna (2014), S. 2–3.

<sup>10</sup> Lynn (2010), [Stand: 11.06.2015].

<sup>11</sup> Vgl. Lorez / Dobrauz-Saldapenna (2014), S. 2–3.

Recht derzeit ausgeschlossen, da Insiderhandel und Kursmanipulation für sich allein betrachtet nicht zu den Tatbeständen gehören, bei denen Abhörmaßnahmen erlaubt wären.<sup>12</sup> Somit überrascht es zunächst auch nicht, dass in Deutschland – zumindest in der öffentlichen Wahrnehmung – Ermittlungen häufig ins Leere laufen und Verurteilungen selten sind.<sup>13</sup> Dabei drängt sich die Frage auf, inwiefern die Rechtsdurchsetzung des Verbots des Insiderhandels in Deutschland im Vergleich zu anderen Ländern bewertet werden kann.

## **1.2 Zielsetzung**

Die vorliegende Arbeit analysiert und bewertet die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in Deutschland im internationalen Vergleich. Dabei soll folgende Forschungsfrage beantwortet werden:

**„Ist die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in Deutschland im internationalen Vergleich schlechter? Und falls ja: Durch welche Umstände lässt sich dies begründen?“**

Für den internationalen Vergleich werden exemplarisch das Vereinigte Königreich (im Folgenden: UK), die USA und die Schweiz herangezogen. Die Entscheidung für diese drei Länder lässt sich wie folgt erklären: Die Auswahl von UK begründet sich darin, dass ein Vergleichsland gewählt werden soll, welches – wie Deutschland – der Europäischen Union angehört. Des Weiteren besitzt UK mit der *London Stock Exchange* den größten Finanzplatz in Europa. Auch die in UK stark ausgeprägte Informationsfreiheit und die damit verbundene leichte Zugänglichkeit von Daten und Quellen ist ein entscheidendes Auswahlkriterium. Die USA werden ausgewählt, da sie als Vorreiter in Sachen Finanzmarktregulierung gelten und den Insiderhandel als erstes Land gesetzlich verboten haben, weshalb sie auch als „Mutterland“ oder „Geburtsstätte“ aller Insiderhandelsverbote gelten.<sup>14</sup> Dieser Umstand macht eine Berücksichtigung der USA für diese Arbeit unabdingbar. Zudem werden dort immer wieder medienrächtige Fälle von Insiderhandel aufgedeckt. Dies suggeriert zumindest in der öffentlichen Wahrnehmung eine bessere Rechtsdurchsetzung des Insiderhandelsverbots als in Deutschland. Nicht zuletzt werden die USA auch aufgrund ihrer im internationalen Vergleich

---

<sup>12</sup> Vgl. Schröder (2011), [Stand: 01.06.2015].

<sup>13</sup> Vgl. Gottschalck (2009), [Stand: 01.06.2015].

<sup>14</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 89.

abgeschlagenen Höhe der Marktkapitalisierung ausgesucht. Zusätzlich wird die Schweiz als drittes Vergleichsland herangezogen, da hier die Marktkapitalisierung ähnlich hoch wie in Deutschland ist und sich somit die Größen beider Finanzplätze in etwa gleichen. Darüber hinaus lässt sich mit der Schweiz – neben den USA – ein zusätzliches nicht der EU angehöriges Land mit Deutschland vergleichen. Überdies lassen sich mit der Auswahl dieser drei Vergleichsländer auch jeweils zwei Repräsentanten des *Civil* bzw. *Common Law* gegenüberstellen. Tabelle 1 zeigt die in dieser Arbeit betrachteten Länder im Überblick:

Land	Bevölkerung (2014) <sup>15</sup>	Rechtskreis <sup>16</sup>	Hauptbörse(n)	Marktkapitalisierung der Hauptbörse(n) in Mio. USD (2014) <sup>17</sup>
Deutschland	80.996.685	<i>Civil Law</i>	Deutsche Börse	1.738.539,06
UK	63.742.977	<i>Common Law</i>	<i>London Stock Exchange Group</i>	4.012.882,25
USA	318.892.103	<i>Common Law</i>	<i>NYSE</i> <i>NASDAQ OMX</i>	19.351.417,24 6.979.171,95
Schweiz	8.061.516	<i>Civil Law</i>	<i>SIX Swiss Exchange</i>	1.495.314,20

**Tab. 1: Wichtige Fakten über die ausgewählten Länder<sup>18</sup>**

### 1.3 Vorgehensweise

In Kapitel 2 werden die theoretischen Grundlagen rund um das Thema der Insiderhandelsregulierung gelegt. Hierfür wird zunächst der Begriff des Insiderhandels erläutert, um anschließend auf die Entstehung und die Zwecke der Insiderhandelsregulierung einzugehen. In Kapitel 3 folgt eine Gegenüberstellung bzw. ein Vergleich der Insiderhandelsregulierungen in Deutschland, UK, den USA und der Schweiz. In Kapitel 4 werden speziell die Aufsichtsbehörden der betrachteten Länder miteinander verglichen und erste Erkenntnisse aus der Literatur über die allgemeine Rechtsdurchsetzung der Aufsichtsbehörden dargestellt. Kapitel 5 beinhaltet die empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern. Die Ergebnisse dieser Analyse fließen in die in Kapitel 6 folgende Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze ein. Diese gliedert sich in eine Output-Analyse, welche die repressiven Maßnahmen der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze bzw.

<sup>15</sup> Vgl. Central Intelligence Agency [Hrsg.], [Stand: 01.06.2015].

<sup>16</sup> Vgl. Beny (2005), S. 160.

<sup>17</sup> Vgl. World Federation of Exchanges [Hrsg.] (2015), [Stand: 27.08.2015].

<sup>18</sup> Eigene Darstellung.



die Sanktionen und das Vorgehen gegen den Insiderhandel widerspiegelt, sowie in eine Input-Analyse, welche die präventiven Mittel der Aufsichtsbehörden, die im Kampf gegen den Insiderhandel eingesetzt werden können, berücksichtigt. Zudem werden die Ergebnisse der Output- und Input-Analyse in einer zusammenfassenden Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in Deutschland und den Vergleichsländern gebündelt. Des Weiteren folgt ein Vergleich der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze zwischen *Civil*- und *Common-Law*-Ländern. Kapitel 7 schließt die Arbeit mit einem Fazit ab.

## 2 Theoretischer Bezugsrahmen

In diesem Kapitel soll zunächst in das Thema des Insiderhandels eingeführt werden, um so die theoretischen Grundlagen für diese Arbeit zu legen. Dafür wird in Kapitel 2.1 der Begriff des Insiderhandels definiert, um anschließend in Kapitel 2.2 die Entstehung der Insiderhandelsregulierung darzustellen und in Kapitel 2.3 die Zwecke der Insiderhandelsregulierung zu erörtern.

### 2.1 Definition des Begriffs „Insiderhandel“

Aufgrund der Globalisierung und der damit einhergehenden Ausdehnung der Geschäftswelt in globale Märkte nimmt auch der Handel mit Aktien, Anleihen, Derivaten und anderen Finanzinstrumenten stetig zu. Dabei hat in den letzten Jahren eine Form des Handels erheblich an Interesse gewonnen: Insiderhandel.<sup>19</sup> Laut neuesten Studien sind beispielsweise ein Viertel aller *Mergers & Acquisitions* (*M&A*) börsennotierter Unternehmen in irgendeiner Form von Insiderhandel betroffen.<sup>20</sup> Insiderhandel ist dabei ein zweideutiger Begriff. Er enthält sowohl eine legale als auch eine illegale Verhaltensweise. Von legalem Insiderhandel spricht man, wenn gewisse Unternehmensinsider (z.B. Führungskräfte) Wertpapiere des eigenen Unternehmens kaufen bzw. verkaufen und diese Transaktion der zuständigen Aufsichtsbehörde melden. In der öffentlichen Wahrnehmung wird mit Insiderhandel jedoch vor allem die illegale Verhaltensweise assoziiert.<sup>21</sup> Hierunter wird der Handel von Einzelpersonen oder Unternehmen mit illegal erworbenen wesentlichen, nicht öffentlichen Informationen definiert. In den meisten Rechtssystemen sind wesentliche Informationen solche, deren Eintreten aus Sicht eines verständigen Anlegers mit hinreichender Wahrscheinlichkeit zur Beeinflussung eines Kurses geeignet ist. Nicht öffentlich sind Informationen dann, wenn sie einem breiten Anlegerpublikum und damit einer unbestimmten Anzahl von Personen nicht zugänglich sind.<sup>22</sup> Jedoch ist diese illegale Verhaltensweise in einigen Rechtssystemen zulässig, wenn kein Vorteil aus der nicht öffentlich bekannten Information gezogen wird.<sup>23</sup> Verboten ist dahingegen meist auch, einem

---

<sup>19</sup> Vgl. Thompson (2013), S. 1.

<sup>20</sup> Vgl. Huddleston (2014), [Stand: 05.06.2015].

<sup>21</sup> Vgl. Morrison Foerster [Hrsg.] (2015), S. 1.

<sup>22</sup> Vgl. Beny / Seyhun (2012), S. 1–2.

<sup>23</sup> Vgl. Thompson (2013), S. 2.

anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder ihn auf der Grundlage einer Insiderinformation zum Handel mit einem Wertpapier zu verleiten.<sup>24</sup>

Aufgrund der Exklusivität ihres Wissens ist es Insidern möglich, Verluste zu vermeiden bzw. fast risikofreie Gewinne zu erzielen.<sup>25</sup> Um besser zu verstehen, wie ein Insider von einem Handel mit einer wesentlichen, nicht öffentlichen Information profitiert, zeigt Abbildung 1 einen Kursverlauf, wie er beispielsweise bei Vorliegen eines Insiderhandels vor *Mergers & Acquisitions* aussehen könnte:

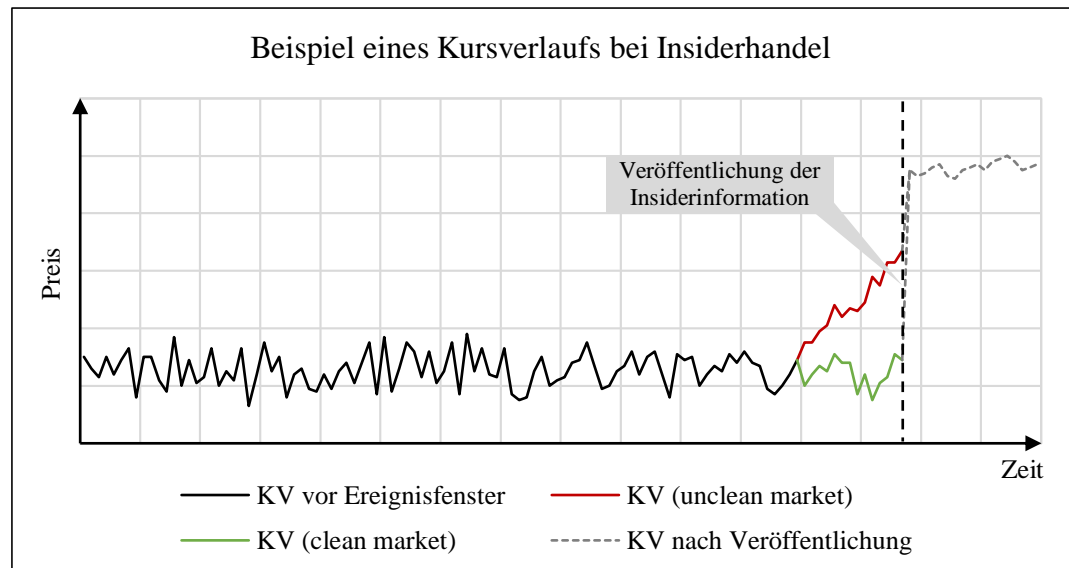


Abb. 1: *Beispiel eines Kursverlaufs bei Insiderhandel*<sup>26</sup>

Gerade bei der Ankündigung von *Mergers & Acquisitions* ist in der Regel ein Kurssprung des betroffenen Unternehmens zu erwarten. Bei der Ankündigung von Übernahmeangeboten liegt dieser Kurssprung nicht selten in der Größenordnung von 20% bis 30%. Dieser Effekt kann von Insidern ausgenutzt werden, indem sie vor der Veröffentlichung von *Mergers & Acquisitions* mit Wertpapieren des betroffenen Unternehmens handeln.<sup>27</sup>

## 2.2 Entstehung der Insiderhandelsregulierung

Die Anfänge der Regulierung des Insiderhandels finden sich in den 1930er-Jahren. Allen voran die USA hatten zu jener Zeit erste gesetzliche Rahmenbedingungen gegen ein strafwürdiges Markt- und Insiderverhalten hervorgebracht. Es dauerte

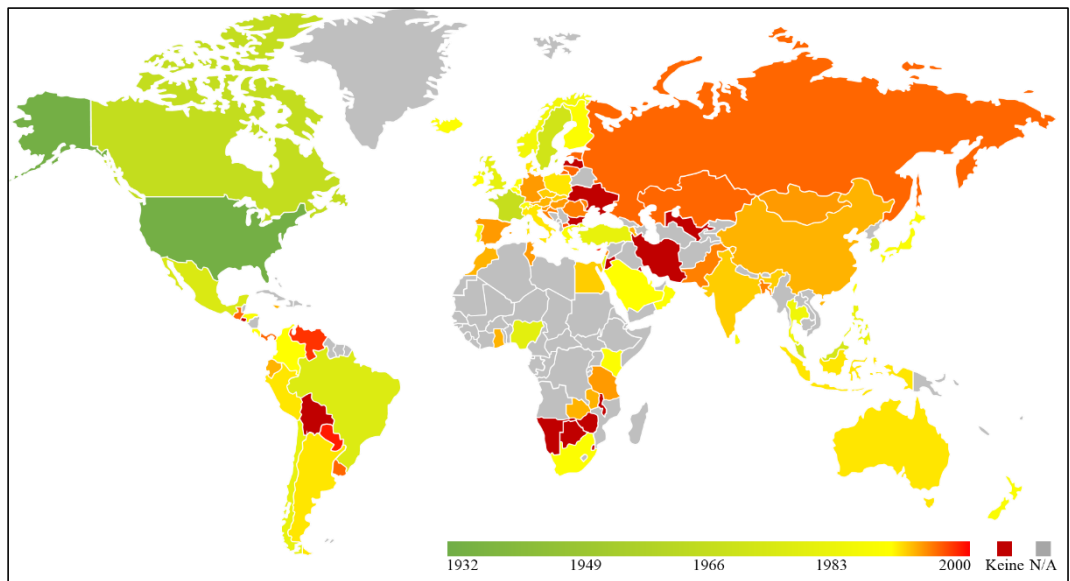
<sup>24</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2015), [Stand: 05.06.2015].

<sup>25</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 2.

<sup>26</sup> In Anlehnung an FCA [Hrsg.] (2014b), S. 5.

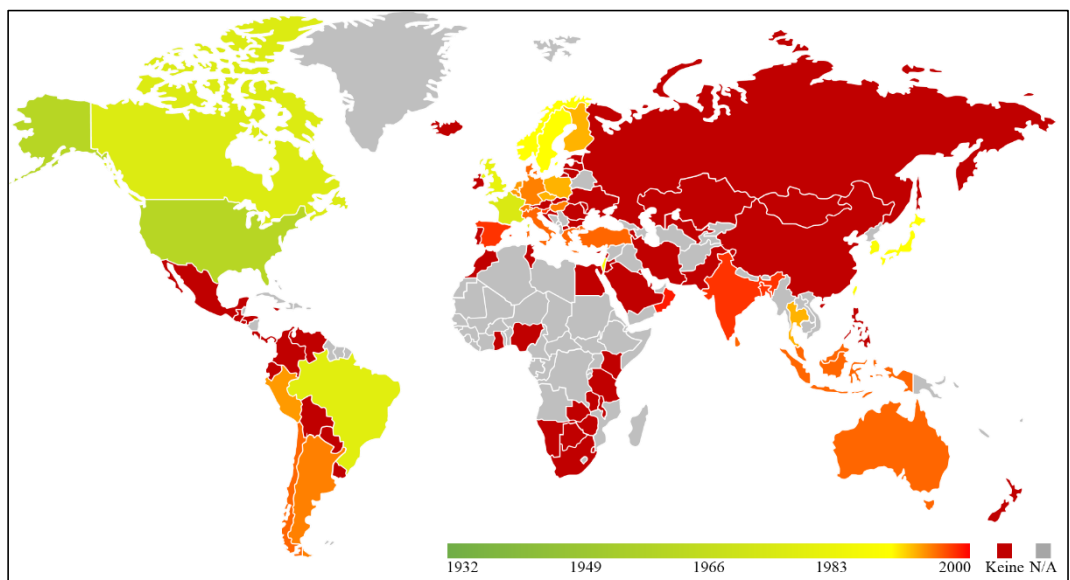
<sup>27</sup> Vgl. Beny / Seyhun (2012), S. 23.

allerdings bis in die 1980er- bzw. 1990er-Jahre an, bis vermehrt andere Länder in Reaktion auf öffentlich wahrgenommene Insiderskandale mit der Einführung von Insiderhandelsgesetzen nachzogen, wie Abbildung 2 veranschaulicht:<sup>28</sup>



**Abb. 2:** Weltkarte der Einführung von Insiderhandelsgesetzen (Stand: 1999)<sup>29</sup>

Abbildung 3 zeigt im Vergleich dazu den Beginn der Rechtsdurchsetzung von Insiderhandelsgesetzen, welcher als das Jahr definiert ist, in dem die erste Strafverfolgung von Insiderhandel stattfand:<sup>30</sup>



**Abb. 3:** Weltkarte der Rechtsdurchsetzung von Insiderhandelsgesetzen (Stand: 1999)<sup>31</sup>

<sup>28</sup> Vgl. Lorez / Dobrauz-Saldapenna (2014), S. 2.

<sup>29</sup> In Anlehnung an Bhattacharya / Daouk (2002), S. 80–84.

<sup>30</sup> Vgl. Bhattacharya / Daouk (2002), S. 79.

<sup>31</sup> In Anlehnung an Bhattacharya / Daouk (2002), S. 80–84.

In Anhang 1 sind die in den beiden vorangehenden Abbildungen veranschaulichten Ergebnisse nochmals tabellarisch aufgelistet. Es zeigt sich, dass in einem Großteil der Länder zwischen der Einführung der Gesetze und der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze meist einige Jahre verstreichen. Von den 87 der 103 untersuchten Länder, welche bis zum Jahre 1999 ein Insiderhandelsgesetz etabliert hatten, waren in 49 Ländern bis 1999 allerdings keine Strafverfolgungen vollzogen worden. Dies entspricht einem Anteil von über 56%.<sup>32</sup> In Abbildung 4 wird dieser Zusammenhang nochmals grafisch veranschaulicht:

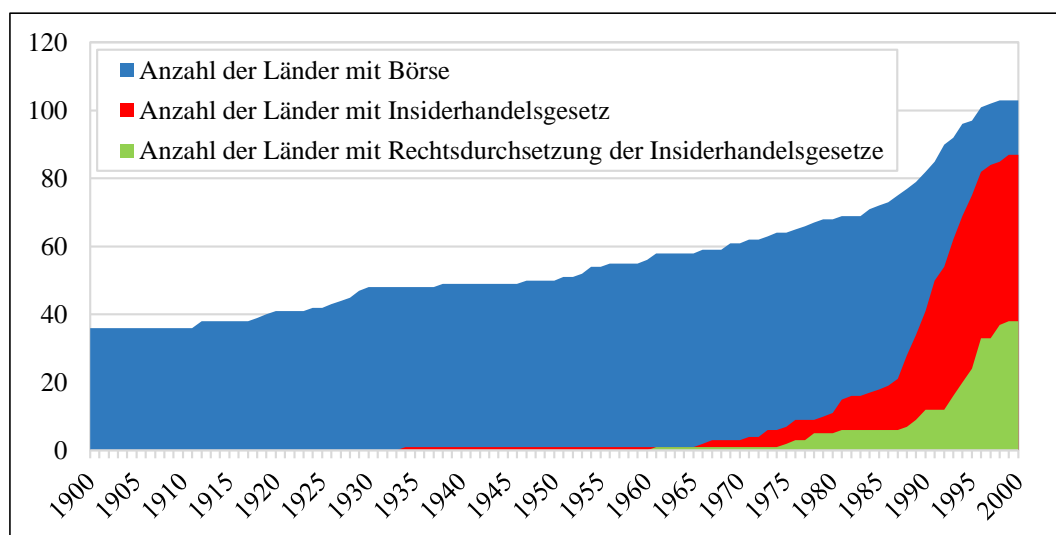


Abb. 4: Zeitlicher Zusammenhang zw. Einführung der Insiderhandelsgesetze und deren Rechtsdurchsetzung im 20. Jahrhundert<sup>33</sup>

## 2.3 Zwecke des Insiderhandelsverbots

Nachdem in den beiden vorangehenden Kapiteln der Begriff des Insiderhandels sowie die Entstehung der Insiderhandelsregulierung dargestellt wurden, wird anschließend auf die Zwecke des Insiderhandelsverbots eingegangen. Da der Fokus dieser Arbeit allerdings auf der empirischen Analyse und Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze liegt, wird hierbei auf eine tiefgründige Betrachtung verzichtet.

### 2.3.1 Regelungsziele des Kapitalmarktrechts

Als Regelungsziele des Kapitalmarktrechts und somit auch des Insiderhandelsrechts lassen sich in erster Linie der Funktionsschutz des

<sup>32</sup> Vgl. Bhattacharya / Daouk (2002), S. 80–84.

<sup>33</sup> In Anlehnung an Bhattacharya / Daouk (2002), S. 89.

Kapitalmarktes sowie der Anlegerschutz nennen.<sup>34</sup> Der Funktionsschutz meint dabei die Sicherstellung eines gut funktionierenden Kapitalmarktes, welcher vor allem zur Deckung des Finanzbedarfs sowohl für kapitalmarktfähige Unternehmen als auch für öffentliche Haushalte von großer Bedeutung ist.<sup>35</sup> Aber auch die Sicherung der privaten Altersvorsorge spielt hier eine entscheidende Rolle.<sup>36</sup> Dementsprechend sollen mit Hilfe des Kapitalmarktrechts die Grundvoraussetzungen für einen funktionierenden Markt geschaffen (institutionelle Funktionsfähigkeit) und die den Marktteilnehmern entstehenden Transaktionskosten gesenkt werden (operationale Funktionsfähigkeit). Denn je niedriger diese Kosten sind, desto größer fällt die Rendite der Investoren aus. Zudem soll eine bestmögliche Allokation des Kapitals durch eine hohe Transparenz der Märkte und bestmögliche Information der Anleger sichergestellt werden (allokative Funktionsfähigkeit), da Investoren nur dann ihr Kapital zur Verfügung stellen, wenn das Vertrauen in die Fairness, Stabilität und Integrität des Marktes gewährleistet ist.<sup>37</sup> Dabei gehört zur Marktintegrität vor allem die gleiche Informationsversorgung aller Anleger.<sup>38</sup>

Unter Anlegerschutz wird die Gesamtheit an Bestrebungen und Maßnahmen zum Schutz und der damit verbundenen Chancengleichheit der Anleger verstanden, um das Vertrauen in das Funktionieren des Kapitalmarktes herzustellen.<sup>39</sup> Denn wenn dieses Vertrauen nicht gewährleistet werden kann, ziehen sich Anleger zurück. Dies kann wiederum negative Auswirkungen für das Wirtschaftswachstum zur Folge haben.<sup>40</sup> Die meisten kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen stellen dabei den Schutz der Gesamtheit der Anleger (institutioneller Anlegerschutz) in den Vordergrund und gewähren nur bei Verletzung bestimmter Pflichten eine Klagebefugnis bzw. einen Schadensersatzanspruch für den einzelnen Anleger (individueller Anlegerschutz).<sup>41</sup> In den letzten Jahren zeichnet sich allerdings vermehrt ein Trend Richtung individuellen Anlegerschutz ab. Deutlich wird, dass

---

<sup>34</sup> Vgl. Buck-Heeb (2013), S. 3; Colussi (2010), S. 35.

<sup>35</sup> Vgl. Buck-Heeb (2013), S. 3.

<sup>36</sup> Vgl. Colussi (2010), S. 36.

<sup>37</sup> Vgl. Buck-Heeb (2013), S. 3–4.

<sup>38</sup> Vgl. Christoph (2010), S. 17.

<sup>39</sup> Vgl. Knops / Korff / Lassen (2012), S. 125.

<sup>40</sup> Vgl. Christoph (2010), S. 17.

<sup>41</sup> Vgl. Buck-Heeb (2013), S. 4–5.

sich beide Regelungsziele des Kapitalmarktrechts überschneiden und so nur schwer voneinander differenzieren lassen.<sup>42</sup>

### **2.3.2 Reduzierung der Eigenkapitalkosten (Cost of Equity)**

Da in der Literatur als Ziel des Insiderhandelsverbots häufig die Reduzierung der Eigenkapitalkosten (*Cost of Equity*) genannt wird,<sup>43</sup> wird dieser Gesichtspunkt hier eigens ausgeführt. Denn Eigenkapitalkosten spielen auf den Finanzmärkten eine große Rolle. Je niedriger diese sind, desto einfacher ist es für Unternehmen, sich durch Eigenkapital zu finanzieren.<sup>44</sup> In Aktienmärkten, in welchen der Insiderhandel nicht reguliert und somit das Vertrauen in den Markt vermindert ist, schützen sich Outsider nicht selten selbst, indem sie ihr Marktengagement verringern und sich Richtung anderer Märkte orientieren, auf denen das Ausnutzen von Insiderinformationen durch Mitstreiter nicht zu erwarten ist. Dies hat eine negative Auswirkung auf die Liquidität des Marktes zur Folge und führt zudem zu höheren Risikoprämien der Aktien und somit zu einem insgesamt niedrigeren Kursniveau am Aktienmarkt. Niedrigere Kurse bewirken höhere Kosten für Unternehmen, sich an dem Kapitalmarkt mit Geld zu versorgen. Die Eigenkapitalkosten der Unternehmen steigen. Folglich können die höheren Kapitalkosten zu einem Investitionshemmnis werden.<sup>45</sup>

In empirischen Studien wurde nachgewiesen, dass sich die Eigenkapitalkosten in einem Land zwar nicht durch die Einführung eines Insiderhandelsgesetzes ändern, jedoch signifikant nach der ersten Strafverfolgung fallen.<sup>46</sup> So wurde belegt, dass die Eigenkapitalkosten im Schnitt um fünf Prozent niedriger sind, sofern in einem Land gegen den Insiderhandel vorgegangen wird.<sup>47</sup> Dies kann dadurch begründet werden, dass das Vertrauen der Anleger vom Erfolg der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze abhängt.<sup>48</sup> Insofern wird sich diese Arbeit auch auf die Rechtsdurchsetzung des Insiderhandelsverbots fokussieren.

Dass es durchaus auch Befürworter von Insiderhandel gibt, soll hier nicht unerwähnt bleiben. So argumentieren beispielsweise Ökonomen, dass

---

<sup>42</sup> Vgl. Knops / Korff / Lassen (2012), S. 125–126.

<sup>43</sup> Vgl. z.B. Bhattacharya / Daouk (2002); Rudolph (1994); Villeda (2010).

<sup>44</sup> Vgl. Bhattacharya / Daouk (2002), S. 76.

<sup>45</sup> Vgl. Rudolph (1994), S. 119; Villeda (2010), S. 77–79.

<sup>46</sup> Vgl. Bhattacharya / Daouk (2002), S. 78.

<sup>47</sup> Vgl. Selbach (2008), [Stand: 05.06.2015].

<sup>48</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 83.

Insiderhandel geradezu eine Voraussetzung effektiver Kapitalmärkte sei, da durch Insiderhandel der Aktienkurs schneller in Richtung des wahren Firmenwerts getrieben werde und er zudem einzelne Anleger nicht schädige (Stichwort: „*victimless crime*“).<sup>49</sup> Auch wird eingewendet, dass das Insiderstrafrecht weder die erforderliche Informationseffizienz noch die damit verbundene Allokationseffizienz schützen könne.<sup>50</sup> Ferner könne Insiderhandel als effizientes Vergütungsmittel angesehen werden, das durch Einkommensverbesserungen als Leistungsanreiz zu einer effektiven Unternehmensführung beitrage.<sup>51</sup> Da eine tiefgreifende Erörterung dieser Hypothesen den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde, wird auf eine detaillierte Ausführung und Erörterung dieser Standpunkte verzichtet.

Auch wenn sich durchaus Argumente finden lassen, die gegen ein Insiderhandelsverbot sprechen könnten, kann zusammenfassend festgehalten werden, dass die Argumente für ein Insiderhandelsverbot überwiegen. Insofern kann daraus geschlossen werden, dass Insiderhandelsgesetze die Entwicklung von Aktienmärkten positiv beeinflussen.<sup>52</sup> Auch Richter Richard Holwell, welcher *Rajaratnam* verurteilte, ist dieser Ansicht und bezeichnet den Insiderhandel als „*an assault on the free markets that are a fundamental element of our democratic society. There may not be readily identifiable victims, but when the playing field is not level, the integrity of the marketplace is called into question and the public suffers.*“<sup>53</sup> Aus gesellschaftlicher Perspektive wird das Insiderhandelsverbot ebenfalls als positiv angesehen, da eine Bereicherung von Insidern allgemein als verwerflich und ungerecht empfunden wird.<sup>54</sup>

---

<sup>49</sup> Vgl. Beny (2005), S. 147; Park (2008), S. 185; Villeda (2010), S. 62, 70; Trüg (2014), S. 43.

<sup>50</sup> Vgl. Christoph (2010), S. 35.

<sup>51</sup> Vgl. Trüg (2014), S. 42.

<sup>52</sup> Vgl. Beny (2005), S. 146.

<sup>53</sup> Rona (2011), [Stand: 01.06.2015].

<sup>54</sup> Vgl. Zusak (2008).



### **3 Gegenüberstellung der Insiderhandelsregulierungen der betrachteten Länder**

Um die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern besser analysieren, vergleichen und bewerten zu können, werden in diesem Kapitel die Insiderhandelsregulierungen der jeweiligen Länder kurz dargestellt und miteinander verglichen.

#### **3.1 Insiderhandelsregulierung in Deutschland**

##### **3.1.1 Historische Entwicklung der rechtlichen Grundlage**

Das Verbot des Insiderhandels wurde in Deutschland erstmals durch die Einführung des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) am 26. Juli 1994 gesetzlich geregelt.<sup>55</sup> Gleichwohl versuchte der deutsche Gesetzgeber bereits vor der Einführung des Wertpapierhandelsgesetzes den Insiderhandel zu unterbinden, wie von Memminger (1996) und Villeda (2010) ausführlich beschrieben wird.<sup>56</sup> Doch die im Jahre 1970 von der Börsensachverständigenkommission, welche beim Bundesministerium für Wirtschaft angesiedelt war, erlassenen Insiderhandels-Richtlinien („Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission beim Bundeswirtschaftsministerium zur Lösung der sogenannten Insider-Probleme“), welche zuletzt 1988 überarbeitet wurden, verfehlten gleich aus mehreren Gründen ihre Wirkung: Zum einen handelte es sich hierbei um kein beschlossenes Gesetz, sondern eher um freiwillige Verhaltensregeln, welche zudem von den Gerichten nicht als Handelspraxis anerkannt wurden.<sup>57</sup> Zum anderen hatte die Prüfungskommission, welche mit in Handelssachen erfahrenen Richtern und Vertretern der Wirtschaft besetzt war und die Überwachung des Einklangs mit den Insiderhandels-Richtlinien zur Aufgabe hatte, nur stark limitierte Ermittlungsbefugnisse. Prozessual essentielle Maßnahmen wie Durchsuchungen, Beschlagnahmen oder Amtshilfe gegenüber ausländischen Behörden waren nicht möglich. Eine geringe Anzahl an eingeleiteten Verfahren wegen Insiderhandels war das Ergebnis.<sup>58</sup> Infolge dessen wurde der Ruf vor allem in wissenschaftlichen Publikationen nach einer gesetzlichen Vorschrift, die den Insiderhandel verbieten sollte, gemäß amerikanischem bzw. britischem

---

<sup>55</sup> Vgl. Memminger (1996), S. 190.

<sup>56</sup> Vgl. Memminger (1996), S. 192–194; Villeda (2010), S. 46–50.

<sup>57</sup> Vgl. Memminger (1996), S. 192–193; Schörner (1991), S. 27.

<sup>58</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 48–50.

Vorbild immer lauter. Doch mangels großer und skandalöser Insiderhandelsfälle in Deutschland wurde diesem Appell lange nicht nachgekommen. Erst mit der Einführung der EU-Richtlinie 89/592/EWG im November 1989 und dem Bedürfnis, den deutschen Finanzmarkt für internationale Investoren attraktiver zu gestalten, änderte sich die Situation in Richtung einer gesetzlichen Vorschrift. Die EU-Richtlinie untersagte zwar den Insiderhandel nicht direkt, schrieb aber eine Umsetzung spezieller Regelungen zum Insiderhandel in Mitgliedsstaatenrecht vor.<sup>59</sup> Dennoch war Deutschland mit Einführung der Insiderhandelsregulierung durch das Wertpapierhandelsgesetz das letzte Land der damaligen Europäischen Gemeinschaft, welches den Insiderhandel verbat.<sup>60</sup>

### **3.1.2 Die heutige rechtliche Grundlage im Überblick**

Die heutige Fassung des Wertpapierhandelsgesetzes basiert auf der Grundlage der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG, welche zudem als europäische Auslegungshilfe dient.<sup>61</sup> Diese Richtlinie wurde durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) im Jahre 2004 in deutsches Recht umgesetzt.<sup>62</sup> Das WpHG kann in folgende Bestimmungen gegliedert werden:<sup>63</sup>

- Bestimmungen, die den Insiderhandel durch Verbote und strafrechtliche Verfolgung von Insidergeschäften verhindern sollen (repressive Maßnahmen)
- Bestimmungen, die Publizitäts- und Berichtspflichten begründen (präventive Maßnahmen)
- Bestimmungen, die ein System der kontinuierlichen Marktaufsicht etablieren

Als Schlüsselbegriffe für das Verbot von Insidergeschäften, welches in § 14 WpHG definiert ist, lassen sich folgende festhalten:<sup>64</sup>

- Insiderpapiere (definiert in § 12 WpHG)
- Insiderinformationen (definiert in § 13 WpHG)

---

<sup>59</sup> Vgl. Memminger (1996), S. 193–194.

<sup>60</sup> Vgl. Calaba (2001), S. 470.

<sup>61</sup> Vgl. Kretschmer (2012), S. 381.

<sup>62</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 55.

<sup>63</sup> Vgl. Memminger (1996), S. 194.

<sup>64</sup> Vgl. Kretschmer (2012), S. 381.

- Insider mit der für die Sanktionierung notwendigen Differenzierung zwischen Primär- und Sekundärinsider, welche allerdings keine ausdrücklichen gesetzlichen Begriffe darstellen

Die gesetzlichen Bestimmungen in den §§ 12-14 WpHG bilden im Zusammenwirken mit den Straf- und Bußgeldvorschriften in den §§ 38 und 39 WpHG den rechtlichen Rahmen für das deutsche Insiderhandelsverbot. Demnach sind grundsätzlich der Handel mit Insiderpapieren bei Kenntnis einer Insiderinformation (Transaktionsverbot), die Mitteilung oder Zugänglichmachung von Insiderinformationen (Weitergabeverbot) sowie die Empfehlung oder Verleitung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Insiderpapieren verboten.<sup>65</sup>

Die Höhe und Art der in den §§ 38 und 39 WpHG niedergeschriebenen Sanktionen hängt zum einen von der Differenzierung zwischen Primär- und Sekundärinsider ab. Primärinsider sind nach § 38 Abs. 1 Nr. 2a WpHG solche, die im Rahmen einer bestimmten Tätigkeit mit der Insiderinformation zu tun haben. Dies kann aufgrund einer organschaftlichen Stellung (Organinsider), aufgrund einer Beteiligung (Beteiligungsinsider) oder aufgrund einer Tätigkeit, Aufgabe bzw. eines Berufs (Tätigkeitsinsider) der Fall sein. Aber auch Personen, die aufgrund der Vorbereitung oder Begehung einer Straftat über eine Insiderinformation verfügen (Kriminalinsider), werden als Primärinsider bezeichnet. Sekundärinsider ist dahingegen jeder Inhaber einer Insiderinformation, der nicht Primärinsider ist, und hat meist zufällig eine Insiderinformation erhalten.<sup>66</sup> Zum anderen hängt die Höhe und Art der Sanktionierung davon ab, ob Vorsatz oder Leichtfertigkeit besteht. Bei Vorsatz muss der Täter wissen, dass es sich um ein Insiderpapier handelt und das Kursbeeinflussungspotenzial kennen.<sup>67</sup> Hier drohen bei Erwerb bzw. Veräußerung von Insiderpapieren bis zu fünf Jahre Freiheitsstrafe oder Geldstrafe (§ 38 Abs. 1 Satz 1 WpHG). Bei Weitergabe oder Verleitung von Insiderpapieren drohen Primärinsidern ebenfalls bis zu fünf Jahre Freiheitsstrafe oder Geldstrafe (§ 38 Abs. 1 Satz 1 WpHG) und Sekundärinsidern eine Geldbuße bis zu 200.000 Euro (§ 39 Abs. 2 Nr. 3 und 4 WpHG). Unternehmen können bei Vorsatz nach § 30 OWiG sogar mit einer Geldbuße bis zu zehn Millionen Euro belegt werden.

---

<sup>65</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2013), S. 30.

<sup>66</sup> Vgl. Kretschmer (2012), S. 380.

<sup>67</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 215–216.

Leichtfertigkeit ist demgegenüber ein erhöhtes Maß an Fahrlässigkeit.<sup>68</sup> Hier droht eine Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder Geldstrafe (§ 38 Abs. 4 WpHG). Gegenstand einer strafrechtlich relevanten leichtfertigen Tatbegehung sind allerdings nur Verstöße gegen das Erwerbs- und Veräußerungsverbot. Leichtfertige Verstöße gegen das Weitergabe- bzw. Empfehlungs- und Verleitungsverbot können allerdings nach § 39 Abs. 2 Nr. 3 WpHG bzw. § 39 Abs. 2 Nr. 4 WpHG als Ordnungswidrigkeit geahndet werden.<sup>69</sup>

Anders als in den USA ist in Deutschland – wie auch in den anderen betrachteten Ländern – bei einem Verstoß gegen das Insiderhandelsgesetz keine Zivilklage bzw. Aktionärsklage möglich.<sup>70</sup> Da sich ansonsten die Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern durchaus in vielen Gesichtspunkten ähneln, werden die Ausführungen zu UK, den USA und der Schweiz folgend weniger detailliert dargestellt.

### **3.2 Insiderhandelsregulierung in UK**

In UK wurde der Insiderhandel erstmals im Jahre 1980 durch den *Companies Act* gesetzlich verboten. Dieses Gesetz wurde durch den *Company Securities (Insider Dealing) Act* von 1985 substituiert. Der *Company Securities (Insider Dealing) Act* wurde wiederum durch den *Criminal Justice Act (CJA)* von 1993 ersetzt, welcher verabschiedet wurde, um UK-Recht in Einklang mit der EU-Richtlinie 89/592/EWG zu bringen.<sup>71</sup> Speziell ist das Insiderhandelsverbot in Teil V des *CJA* geregelt. Die Definition von Insiderhandel entspricht der des deutschen Gesetzes, wobei die wichtigsten Begriffe in *Section 52 et seqq. CJA 1993* geregelt sind. Zudem ist Insiderhandel als Form von Marktmissbrauch durch *Section 118 et seqq. Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)* verboten.<sup>72</sup> Anders als bei Straftaten gegen das Insiderhandelsverbot im *CJA* kann das Vorliegen eines Marktmissbrauchs auch in Verwaltungsverfahren verfolgt werden.<sup>73</sup> Als Strafe gegen das Insiderhandelsverbot werden in UK bis zu sieben Jahre Haft und/oder eine unbegrenzt hohe Geldstrafe verhängt. Zudem sind zivilrechtliche Sanktionen möglich. In Zukunft plant UK, härter gegen den Insiderhandel vorzugehen. Im

---

<sup>68</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2013), S. 43.

<sup>69</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 219.

<sup>70</sup> Vgl. Calaba (2001), S. 473.

<sup>71</sup> Vgl. Karmel (1998), S. 1148.

<sup>72</sup> Vgl. Serious Fraud Office [Hrsg.] (2012), S. 1–3.

<sup>73</sup> Vgl. Kern (2013), S. 419.

Rahmen dessen wird auch über eine Erhöhung der Haftstrafe auf bis zu zehn Jahre nachgedacht.<sup>74</sup>

### 3.3 Insiderhandelsregulierung in den USA

Nirgendwo wird das Börsengeschehen so streng überwacht und Kapitalmarktdelikte so repressiv verfolgt wie in den USA. Dies kann vor allem dadurch begründet werden, dass – neben der international überragenden Bedeutung der US-Finanzmärkte – der Kapitalanlage in Wertpapiere für die Altersvorsorge der US-Amerikaner eine fundamentale Bedeutung zukommt.<sup>75</sup> Insofern verwundert es auch nicht, dass die USA historisch betrachtet als Weltmarktführer in Sachen Insiderhandelsregulierung angesehen werden können.<sup>76</sup> Dabei ist das Insiderhandelsverbot in den USA nicht durch ein einzelnes Gesetz begründet. Vielmehr wurde das Insiderhandelsgesetz im Laufe der Zeit vor allem von amerikanischen Bundesgerichten durch die Auslegung der allgemeinen Bestimmungen zur Betrugsbekämpfung in Artikel 10(b) des *Securities Exchange Act* (Gesetz über den Handel mit Wertpapieren, kurz: *SEA*) von 1934 sowie durch deren Hauptdurchführungsverordnung in der *SEC Rule 10b-5* geformt.<sup>77</sup> Zusammen mit den im Jahre 2000 eingeführten Ergänzungen durch die *SEC Rule 10b5-1* und die *SEC Rule 10b5-2* bilden diese Regelungen das Grundgerüst des US-amerikanischen Insiderhandelsgesetzes.<sup>78</sup> Zusätzlich zum allgemeinen Insiderhandelsverbot in Artikel 10(b) *SEA*, welcher eine Grundlage sowohl für die zivil- als auch strafrechtliche Haftung darstellt, enthält das Gesetz über den Handel mit Wertpapieren weitere Regeln zum Insiderhandel, wie beispielsweise zwei engere Bestimmungen in Artikel 14(e) *SEA* und der *SEC Rule 14e-3(a)*, welche den Insiderhandel bei Übernahmeangeboten ausdrücklich verbieten. Neben der Primärhaftung enthält das Gesetz darüber hinaus in Artikel 20(a) *SEA* auch eine Sekundärhaftung für Insiderhandel.<sup>79</sup> Neben den gesetzlichen Vorschriften hat auch die Kapitalmarktaufsichtsbehörde (*SEC*) einige Bestimmungen zum Insiderhandel verkündet, wie beispielsweise die *Regulation Fair Disclosure* aus dem Jahre 2000, die Gesellschaften verpflichtet, Unternehmensnachrichten entweder sämtlichen

---

<sup>74</sup> Vgl. Thompson (2013), S. 6–7.

<sup>75</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 89.

<sup>76</sup> Vgl. Thompson (2013), S. 2.

<sup>77</sup> Vgl. Garcia / Johnson (2012), S. 639.

<sup>78</sup> Vgl. Calaba (2001), S. 460.

<sup>79</sup> Vgl. Garcia / Johnson (2012), S. 640–645.

Marktteilnehmern zur Verfügung zu stellen oder ganz von einer Veröffentlichung abzusehen.<sup>80</sup> Im Vergleich zu den europäischen Insiderhandelsgesetzen wird der Insiderhandel in den USA nicht primär über den Handel mit wesentlichen, nicht öffentlichen Informationen, sondern vor allem über die Verletzung einer Treuepflicht gegenüber den übrigen Marktteilnehmern (*Fiduciary duty*-Theorie) definiert.<sup>81</sup> Zudem gibt es – wie oben bereits beschrieben – in den USA bei Insiderhandelsfällen die Möglichkeit einer Zivilklage.<sup>82</sup> Sonst lassen sich auch hier keine wesentlichen bzw. entscheidenden Unterschiede zu den anderen Insiderhandelsgesetzen ausmachen. Einzig das im Jahre 2010 vom Kongress verabschiedete Gesetz namens *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (kurz: *Dodd-Frank Act*) stellt eine Besonderheit dar. Es ermöglichte der *SEC* einen weiteren Fortschritt in der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze. So wurde der *SEC* durch das Gesetz unter anderem erlaubt, Informationen mit anderen Bundesbehörden wie dem *Department of Justice (DOJ)* oder dem *Federal Bureau of Investigation (FBI)* auszutauschen und ein spezielles „*Whistleblower Bounty Program*“ einzuführen.<sup>83</sup> Gerade dieses *Dodd-Frank Whistleblower Program* trug in den letzten Jahren dazu bei, die Verfolgung des Insiderhandels zu stärken. Demnach erhielt die *SEC* seit der Umsetzung des Gesetzes im August des Jahres 2011 bis zum Ende des Fiskaljahres 2014 667 Hinweise auf Insiderhandel.<sup>84</sup> In Deutschland, UK und der Schweiz sind hingegen vergleichbare *Whistleblower*-Programme aufgrund fehlenden gesetzlichen Schutzes des *Whistleblowers* nicht möglich.<sup>85</sup>

Als Strafe gegen das Insiderhandelsverbot in den USA sind für Personen im Strafverfahren bis zu 20 Jahre Haft pro Verstoß sowie Geldstrafen bis zu fünf Millionen US-Dollar bzw. dem Doppelten des erzielten Gewinns aus der Straftat vorgesehen. Ein erfolgreiches Zivilverfahren durch die *SEC* kann zudem zu einer Herausgabe der erzielten Gewinne und einer Geldstrafe bis zu einer Million US-Dollar oder dem Dreifachen des erzielten Gewinns bzw. vermiedenen Verlusts aus der Straftat führen. Zudem können Personen vom Amt des Vorstands oder der

---

<sup>80</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 102.

<sup>81</sup> Vgl. Karmel (1998), S. 1147; Villeda (2010), S. 418.

<sup>82</sup> Vgl. Calaba (2001), S. 473.

<sup>83</sup> Vgl. Montagano (2012), S. 594.

<sup>84</sup> Vgl. SEC [Hrsg.] (2011), S. 11; SEC [Hrsg.] (2014a), S. 27.

<sup>85</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 318.

Geschäftsführung börsennotierter Unternehmen, von der Tätigkeit als Wertpapiermakler bzw. Anlageberater oder im Fall von lizenzierten Freiberuflern wie Rechtsanwälten und Wirtschaftsprüfern von der Ausübung ihres Berufs von der *SEC* ausgeschlossen respektive gesperrt werden.<sup>86</sup>

### **3.4 Insiderhandelsregulierung in der Schweiz**

In der Schweiz wurde der Insiderhandel durch die Einführung des am 1. Juli 1988 in Kraft getretenen Art. 161 StGB (Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen) aufgrund internationalen Drucks, allen voran seitens der USA, gesetzlich verboten. Nicht zuletzt deshalb wurde dieser Artikel zunächst auch als *lex americana* bezeichnet.<sup>87</sup> Zudem wurde dieser als „zahnloser Papiertiger“ bekannt, da der Tatbestand als Sonderdelikt nur auf sehr eingeschränkte Sachverhalte wie eine bevorstehende Emission neuer Beteiligungsrechte oder Unternehmensverbindungen anzuwenden war.<sup>88</sup> Neben dem strafrechtlichen Tatbestand gibt es seit dem Rundschreiben 2008/38 der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA), welches am 1. Januar 2008 in Kraft trat, ein aufsichtsrechtliches Verbot des Insiderhandels.<sup>89</sup>

Durch die am 28. September 2012 eingeführte und seit dem 1. Mai 2013 in Kraft stehende Revision des Börsengesetzes wurden die Tatbestände des Insiderhandels vom Strafgesetzbuch in das „Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel“ (kurz: Börsengesetz, BEHG) überführt und zusammen mit den aufsichtsrechtlichen Tatbeständen an einem kongruenten Ort angeordnet. Seitdem ist das Ausnützen von Insiderinformationen (Insiderhandel) in Art. 33e BEHG (aufsichtsrechtliches Insiderhandelsverbot) bzw. Art. 40 BEHG (strafrechtliches Insiderhandelsverbot) geregelt.<sup>90</sup> Zu den wichtigsten Neuerungen gehören die Ausweitung und Präzisierung des Straftatbestandes des Insiderhandels hin zu einem dreigestuften Allgemeindelikt sowie die Ausdehnung der aufsichtsrechtlichen Verbote von Insiderhandel auf sämtliche, auch nicht regulierte Marktteilnehmer.<sup>91</sup> In Anhang 2 sind die wichtigsten Änderungen schematisch dargestellt.

---

<sup>86</sup> Vgl. Morrison Foerster [Hrsg.] (2015), S. 2.

<sup>87</sup> Vgl. Hoch (2012), S. 57.

<sup>88</sup> Vgl. Lorez / Dobrauz-Saldapenna (2014), S. 4.

<sup>89</sup> Vgl. Hoch (2012), S. 58.

<sup>90</sup> Vgl. Hoch (2012), S. 66; SIX Swiss Exchange AG [Hrsg.] (2014), S. 186.

<sup>91</sup> Vgl. Amstutz (2013a), S. 1.

Mit der Revision des Insiderstrafrechts verfolgte die Schweiz das Ziel, den Ruf des Insidertatbestandes als „zahnloser Papiertiger“ abzulegen und den internationalen Standards zu genügen.<sup>92</sup> Im Hinblick auf die Verschärfung des Insiderrechts ist folglich davon auszugehen, dass die Verfahren und Verurteilungen wegen Insiderhandels in Zukunft zunehmen werden.<sup>93</sup> Allerdings ergibt sich aus der parallelen Gültigkeit von Aufsichts- und Strafrecht eine Problematik aus der unterschiedlichen prozessualen Stellung des Beaufsichtigten einerseits und der beschuldigten Person andererseits (aufsichtsrechtliche Mitwirkungspflicht vs. Recht zur Verweigerung der aktiven Mitwirkung). Die FINMA hat folglich mit der Vorwirkung des Grundsatzes „*nemo tenetur se ipsum accusare*“ (niemand ist verpflichtet, sich selbst zu belasten / anzuklagen) bzw. mit der Durchführung einer allgemeinen Marktaufsicht ohne Zwangsmittelkompetenzen zu kämpfen.<sup>94</sup> Dieser Grundsatz stellt aber gewiss auch in den anderen betrachteten Ländern eine Problematik dar.

Ansonsten sind die gesetzlichen Ausführungen des Insiderhandelsgesetzes sehr nah an denen der anderen europäischen Länder orientiert. Allerdings gehen Experten davon aus, dass es in Folge der Revision zu einer Amerikanisierung bei der Verfolgung von Börsendelikten kommen wird und somit beispielsweise auch das in den USA praktizierte Abhören von Telefongesprächen in Zukunft eine zunehmende Rolle bei der Verfolgung von Insiderhandel spielen wird.<sup>95</sup>

Als Strafe gegen das Insiderhandelsverbot sind in der Schweiz Freiheitsstrafen bis zu drei Jahre oder Geldstrafen möglich. Bei erzielten Vermögensvorteilen von über einer Million Schweizer Franken kann die Freiheitsstrafe sogar bis zu fünf Jahre betragen.<sup>96</sup>

---

<sup>92</sup> Vgl. Hoch (2012), S. 56.

<sup>93</sup> Vgl. Hoch (2012), S. 87.

<sup>94</sup> Vgl. Wohlers (2013), S. 12–14.

<sup>95</sup> Vgl. Metzler (2011), [Stand: 05.06.2015].

<sup>96</sup> Vgl. Amstutz (2013b), S. 11.



### 3.5 Abschließender Vergleich der Insiderhandelsregulierungen der betrachteten Länder

In Tabelle 2 werden die bis hierhin gesammelten Informationen über die Insiderhandelsgesetze und deren Rechtsdurchsetzung sowie über die Höchststrafen bei einem Verstoß gegen das jeweilige Insiderhandelsgesetz der in dieser Arbeit betrachteten Länder zusammengefasst:

Land	Aufsichts- behörde	Rechts- grundlage	Einführung Insiderhan- delsgesetz	Beginn Rechtsdurch- setzung*	max. Geldstrafe	max. Gefäng- nisstrafe
Deutschland	BaFin	WpHG	1994	1995	undefiniert	5 Jahre
UK	<i>FCA</i>	<i>CJA</i>	1980	1981	unbegrenzt	7 Jahre
USA	<i>SEC</i>	<i>SEA</i>	1934	1961	StVf: 5 Mio. \$ / 2x erzielte Gewinne ZVf: 1 Mio. \$ / 3x erzielte Gewinne od. vermiedene Verluste	20 Jahre
Schweiz	FINMA	BEHG	1988	1995	undefiniert	5 Jahre

\*Jahr der ersten Strafverfolgung

*Tab. 2: Überblick über die Insiderhandelsgesetze, deren Rechtsdurchsetzung sowie die Höchststrafen bei einem Verstoß gegen das jeweilige Insiderhandelsgesetz in den betrachteten Ländern<sup>97</sup>*

Es zeigt sich, dass die Sanktionen für einen Verstoß gegen das Insiderhandelsgesetz in den USA im Vergleich zu den anderen betrachteten Ländern deutlich höher sind. Zudem besitzen die USA aufgrund der Tatsache, dass dort Vergehen gegen das Insiderhandelsgesetz schon seit dem Jahre 1961 und damit deutlich eher als in den anderen betrachteten Ländern aktiv verfolgt werden, eine höhere Erfahrung in der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze. Deutschland hat hingegen im Vergleich zu den anderen Ländern als letztes Land ein Insiderhandelsgesetz verabschiedet und weist zusammen mit der Schweiz die niedrigsten Höchststrafen für Verstöße gegen das Insiderhandelsgesetz auf.

Eine abschließende Beurteilung der Insiderhandelsgesetze kann der „*Insider Trading Laws Index*“ (ITL) von Beny (2005) liefern. Der *Insider Trading Laws Index* eines Landes, welcher ganzzahlige Werte von null bis vier annehmen kann,

<sup>97</sup> In Anlehnung an Thompson (2013), S. 13–14.

setzt sich aus folgenden vier wesentlichen Kennzahlen des jeweiligen Insiderhandelsgesetzes zusammen:<sup>98</sup>

- 1) „*Tipping*“: Diese Kennzahl nimmt den Wert eins an, wenn es Insidern verboten ist, Outsider mit wesentlichen, nicht öffentlich bekannten Informationen zu versorgen und/oder diese zum Handel mit solchen Informationen zum persönlichen Vorteil zu ermutigen. Andernfalls nimmt die Kennzahl den Wert null an.
- 2) „*Tippee*“: Diese Kennzahl nimmt den Wert eins an, wenn es Personen, welche wesentliche, nicht öffentlich bekannte Informationen von Insidern erhalten, verboten ist, mit diesen Informationen zu handeln. Andernfalls nimmt die Kennzahl den Wert null an.
- 3) „*Damages*“: Diese Kennzahl nimmt den Wert eins an, wenn die Geldstrafe für den Verstoß eines Insiderhandelsgesetzes proportional zu den durch den Insiderhandel erzielten Gewinnen ist. Andernfalls nimmt die Kennzahl den Wert null an.
- 4) „*Criminal*“: Diese Kennzahl nimmt den Wert eins an, wenn der Verstoß gegen das Insiderhandelsgesetz eine Straftat darstellt. Andernfalls nimmt die Kennzahl den Wert null an.

Die Kennzahlen „*Tipping*“ und „*Tippee*“ können zu der Kennzahl „*Scope*“ zusammengefasst werden, welche den Umfang des Insiderhandelsverbotes angibt. Sie kann dementsprechend ganzzahlige Werte von null bis zwei annehmen. Während der Wert null das toleranteste Insiderhandelsverbot – sofern überhaupt von einem Verbot die Rede sein kann – widerspiegelt, drückt der Wert zwei das strengste Insiderhandelsverbot aus. Die Kennzahlen „*Damages*“ und „*Criminal*“ können zu der Kennzahl „*Sanction*“ zusammengefasst werden, welche die erwarteten strafrechtlichen Sanktionen bzw. Geldstrafen für den Verstoß gegen ein Insiderhandelsgesetz eines Landes reflektiert. Folglich kann auch diese Kennzahl ganzzahlige Werte von null bis zwei annehmen. Während hier der Wert null die niedrigste zu erwartende Bestrafung bedeutet, bildet der Wert zwei die höchste zu erwartende Bestrafung ab.<sup>99</sup>

---

<sup>98</sup> Vgl. Beny (2005), S. 150.

<sup>99</sup> Vgl. Beny (2005), S. 150.

Abbildung 5 zeigt den *Insider Trading Laws Index* im internationalen Vergleich:

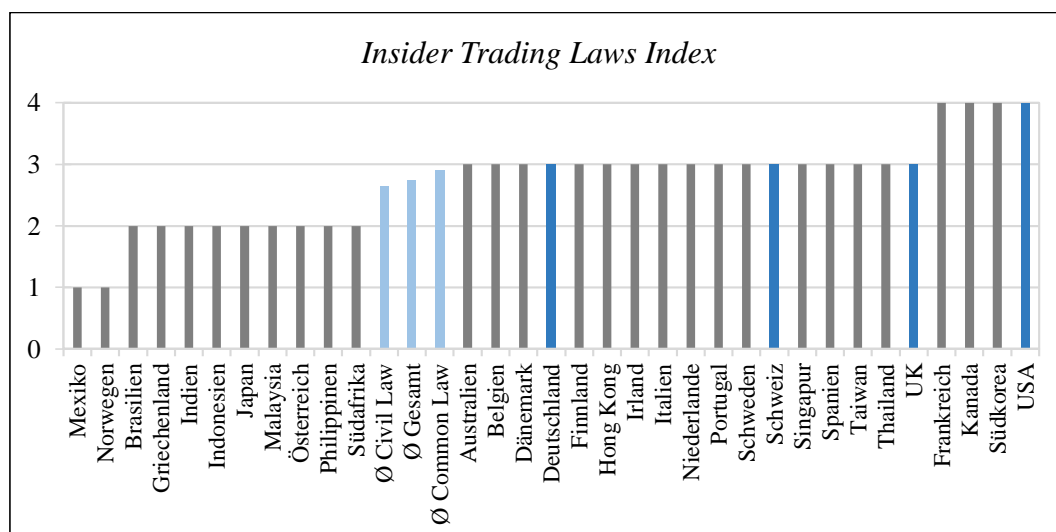


Abb. 5: *Insider Trading Laws Index im internationalen Vergleich*<sup>100</sup>

Demzufolge haben Länder wie Mexiko und Norwegen ein schwaches, während Irland, Kanada, Südkorea und die USA ein strenges Insiderhandelsgesetz vorweisen. Deutschland, UK und die Schweiz befinden sich mit einem Wert von drei im Mittelfeld dieser Rangliste.

Folgende Tabelle 3 fasst die Ergebnisse des *Insider Trading Laws Index* für die in dieser Arbeit fokussierten Länder zusammen:

Land	Scope	Sanction	ITL
Deutschland	2,00	1,00	3,00
UK	2,00	1,00	3,00
USA	2,00	2,00	4,00
Schweiz	2,00	1,00	3,00
Ø Common Law	1,73	1,18	2,91
Ø Civil Law	1,77	0,86	2,64
Ø Gesamt	1,76	0,97	2,73

Tab. 3: *Strenge der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern im empirischen Vergleich*<sup>101</sup>

Sichtbar wird, dass sich die Insiderhandelsgesetze gemessen an dem *Insider Trading Laws Index* in Deutschland, UK und der Schweiz nicht unterscheiden. Lediglich die USA weisen hier durch den höheren Wert in der Kennzahl der Sanktionen ein strengeres Insiderhandelsgesetz auf. Dies ist der Tatsache

<sup>100</sup> In Anlehnung an Beny (2005), S. 160–161.

<sup>101</sup> In Anlehnung an Beny (2005), S. 160–161.

geschuldet, dass die Geldstrafe in den USA für den Verstoß eines Insiderhandelsgesetzes proportional zu den durch den Insiderhandel erzielten Gewinnen ist. Des Weiteren zeigt sich auch, dass *Common-Law*-Länder im Vergleich zu *Civil-Law*-Ländern im Mittel einen signifikant höheren Wert in der Kennzahl der Sanktionen aufweisen. Die für diesen Vergleich einfließenden Repräsentanten des *Common* bzw. *Civil Law* sind in Anhang 3 dargestellt.

#### 4 Gegenüberstellung der Aufsichtsbehörden der betrachteten Länder

Da vor allem den Aufsichtsbehörden eine entscheidende Rolle in der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze zukommt, sollen in diesem Kapitel die verschiedenen Aufsichtsbehörden der betrachteten Länder kurz porträtiert werden. Dabei lassen sich die Aufsichtsbehörden vereinfacht den folgenden drei verschiedenen Aufsichtsmodellen zuordnen:<sup>102</sup>

- **Spezifisches Modell** (auch: „zersplittertes“ oder institutionelles Modell): Hier gibt es verschiedene Institutionen für die Überwachung der Banken, der Versicherer und des Kapitalmarktes.
- **Twin Peaks Modell** (*Prudential vs. Conduct Regulation*): Hier gibt es – vereinfacht dargestellt – eine Institution für die „*Conduct Regulation*“, unter die die Überwachung des Kapitalmarktes fällt und die als primäres Ziel den Anlegerschutz verfolgt, sowie eine Institution für die „*Prudential Regulation*“, unter die die Überwachung der Banken bzw. Versicherer fällt und die die Systemstabilität wahren soll.<sup>103</sup> Dieses Modell verfolgt häufig einen funktionellen Ansatz, bei dem die Aufsicht nach Geschäftsfeldern organisiert ist.
- **Universalmodell** (auch: integriertes Modell): Hier gibt es nur eine Institution für die Überwachung des gesamten Finanzmarktes.

Abbildung 6 zeigt eine vereinfachte Darstellung der verschiedenen Aufsichtsmodelle:

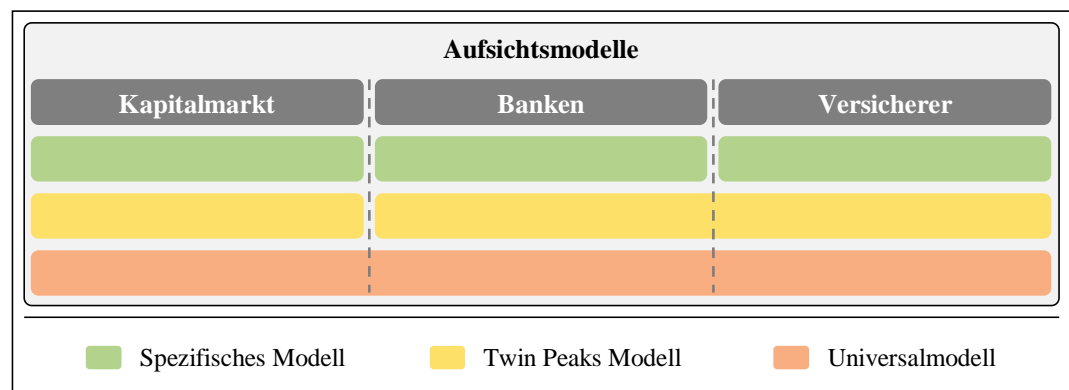


Abb. 6: Aufsichtsmodelle im Überblick<sup>104</sup>

<sup>102</sup> Vgl. Wymeersch (2007), S. 238.

<sup>103</sup> Vgl. Maume (2013), S. 623.

<sup>104</sup> Eigene Darstellung.

Jedes Aufsichtsmodell bringt sicherlich seine Vor- und Nachteile mit sich. Während das Universalmodell im Vergleich zum spezifischen Modell gewiss eine bessere Koordination sowie Synergieeffekte zwischen den Finanzmarkt Bereichen vorweisen kann, punktet das spezifische Modell damit, dass Zielkonflikte zwischen den Bereichen ausgeschlossen werden können. Das *Twin Peaks* Modell versucht die Vorteile der beiden anderen Modelle zu vereinen.<sup>105</sup>

#### 4.1 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Deutschland)

Die zentrale Aufsichtsbehörde in Deutschland im Bereich des Kapitalmarktrechts ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), welche nach § 1 FinDAG zum 1.5.2002 durch die Zusammenlegung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen, des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen sowie des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel errichtet wurde.<sup>106</sup> Damit wurde gleichzeitig ein Universalaufsichtsmodell realisiert, da die BaFin neben der Überwachung des Kapitalmarktes auch für die Überwachung der Banken und Versicherer zuständig ist.<sup>107</sup> Bei der BaFin handelt es sich um eine bundesunmittelbare, rechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts, welche im Geschäftsbereich des Bundesministeriums der Finanzen angesiedelt ist.<sup>108</sup> Die gesetzliche Grundlage für die Aufgaben, Befugnisse und Pflichten der BaFin finden sich in § 4ff. WpHG.<sup>109</sup> So kann sie beispielsweise nach § 4 Abs. 3 Satz 1 WpHG von jedermann Auskünfte, die Vorlage von Unterlagen und die Überlassung von Kopien verlangen sowie Personen laden und vernehmen, um die ihr zugewiesenen Aufgaben zu erfüllen.

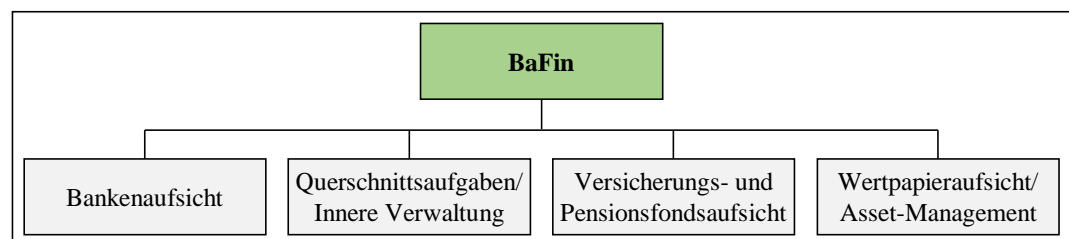


Abb. 7: Organisationsstruktur der BaFin<sup>110</sup>

<sup>105</sup> Vgl. Lanz (2012), [Stand: 06.10.2015].

<sup>106</sup> Vgl. Park (2008), S. 28.

<sup>107</sup> Vgl. Group of Thirty [Hrsg.] (2008), S. 30.

<sup>108</sup> Vgl. Park (2008), S. 28.

<sup>109</sup> Vgl. Kretschmer (2012), S. 381.

<sup>110</sup> In Anlehnung an BaFin [Hrsg.] (2014b).

Abbildung 7 zeigt die Organisationsstruktur der BaFin. Die Überwachung von Insideraktivitäten ist in der Division „Wertpapieraufsicht/ Asset-Management“ angesiedelt, welche ihren Sitz in Frankfurt am Main hat. Speziell ist diese in der „Abteilung WA 2“ im „Referat WA 21 (Insiderüberwachung)“ zu finden.<sup>111</sup> Dabei greift die BaFin bei der Insiderüberwachung wie alle anderen Aufsichtsbehörden mit Hilfe eines speziellen Systems zur Analyse von Wertpapiergeschäften auf Daten wie beispielsweise Handelsumsätze oder Kursverläufe zu, die Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute melden müssen, um Verdachtsfälle von Insiderhandel zu ermitteln. Die BaFin nutzt hierfür das System namens *Securities Watch Application (SWAP)*.<sup>112</sup> Zudem analysiert sie Ad-hoc-Mitteilungen oder geht den Hinweisen Dritter nach. Bei Anzeichen von Insiderhandelsgeschäften leitet die BaFin eine förmliche Insideruntersuchung ein, um den Auftraggeber der verdächtigen Geschäfte zu ermitteln. Bei Erhärtung des Verdachtes muss sie anschließend Strafanzeige bei der zuständigen Staatsanwaltschaft erstatten.<sup>113</sup> Allerdings steht den Mitarbeitern der BaFin das Recht zu, bei der Durchführung der Ermittlungsmaßnahmen der Strafverfolgungsbehörden und bei der Auswertung der Ergebnisse unterstützend mitzuwirken. Zudem stehen sie als Zeugen im Rahmen eines Strafprozesses zur Verfügung. In Rahmen dessen können die Mitarbeiter der BaFin auch mit der Erstellung von Gutachten und der Abgabe von Stellungnahmen beauftragt werden. Insgesamt gestattet dies der BaFin eine „nebenstaatsanwaltschaftliche“ Rolle.<sup>114</sup> Die Tatsache, dass es in Deutschland keine spezialisierten Staatsanwaltschaften für die komplexen Insiderhandelsfälle gibt, erschwert die Verfolgung von Insiderhandel hingegen erheblich.<sup>115</sup> Deshalb fordert auch Franz Josef Leven vom Deutschen Aktieninstitut (DAI): „Es sollte eine zentrale Bundesstaatsanwaltschaft in Deutschland für Finanzdelikte geben, die eng mit der BaFin zusammenarbeitet. (...) Das wäre effektiver und auch viel ökonomischer, als wenn sich immer neue Staatsanwälte in dieses Fachgebiet einarbeiten müssen.“<sup>116</sup> Die unbefugte Weitergabe von Insiderinformationen oder die Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers kann die BaFin bei Sekundärinsidern allerdings auch selbst als Ordnungswidrigkeit verfolgen.

---

<sup>111</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2014b).

<sup>112</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 337; Schröder (2011), [Stand: 01.06.2015].

<sup>113</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2015), [Stand: 05.06.2015].

<sup>114</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 356.

<sup>115</sup> Vgl. Stocker (2012), [Stand: 05.06.2015].

<sup>116</sup> Stocker (2012), [Stand: 05.06.2015].

Gesetzliche Veröffentlichungspflichten wie die Ad-hoc-Publizität oder die Mitteilung von *Directors' Dealings* dienen als Prävention von Insiderhandel.<sup>117</sup>

Insgesamt beschäftigte die BaFin im Jahr 2014 2.535 Mitarbeiter. Sie finanziert sich vollständig aus eigenen Einnahmen und ist somit vom Bundeshaushalt finanziell unabhängig. Haupteinnahmequellen sind die Umlagezahlungen der beaufsichtigten Unternehmen sowie Verwaltungseinnahmen wie Gebühren und Zinsen. Im Jahre 2014 betrugen die Gesamteinnahmen rund 220,7 Mio. Euro. Im Bereich der Strafverfolgung bzw. Rechtsdurchsetzung (folgend *Enforcement* genannt) wurden im Jahre 2014 7,7 Mio. Euro ausgegeben.<sup>118</sup> Für das Jahr 2015 sind Einnahmen von 242,1 Mio. Euro geplant.<sup>119</sup> Tabelle 4 fasst die wichtigsten Informationen über die BaFin zusammen:

Gründungsjahr	2002
Aufsichtsmodell	Universalaufsicht
Anzahl der Mitarbeiter (2014)	2.535
Einnahmen in Mio. Euro (2014)	220,7
Ausgaben im Bereich <i>Enforcement</i> in Mio. Euro (2014)	7,7

*Tab. 4: Die wichtigsten Informationen über die BaFin im Überblick*<sup>120</sup>

## 4.2 Financial Conduct Authority (UK)

Bis zum Jahre 2013 war in UK die *Financial Services Authority (FSA)* für die Untersuchung und Verfolgung von Insiderverdachtsfällen verantwortlich. Durch den *Financial Services Act* von 2012 wurde die Finanzmarktaufsicht in UK neu strukturiert. Das bestehende Aufsichtsmodell wurde durch ein sogenanntes *Twin Peaks* Aufsichtsmodell, bestehend aus der *Prudential Regulatory Authority (PRA)* und der *Financial Conduct Authority (FCA)*, ersetzt.<sup>121</sup> Während die *Prudential Regulatory Authority*, die der *Bank of England* unterstellt ist, Banken, Versicherer und Fondsmanager überwacht, ist die unabhängige *Financial Conduct Authority* mit Sitz in London für die Marktaufsicht, die Überprüfung der Einhaltung der Regeln sowie für den Investorenschutz zuständig.<sup>122</sup> Auch wenn die Zuordnung zu den einzelnen Finanzmarkt Bereichen bei dem *Twin Peaks* Aufsichtsmodell

<sup>117</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2015), [Stand: 05.06.2015].

<sup>118</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2015b), S. 244–248.

<sup>119</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2014a), S. 15.

<sup>120</sup> Eigene Darstellung.

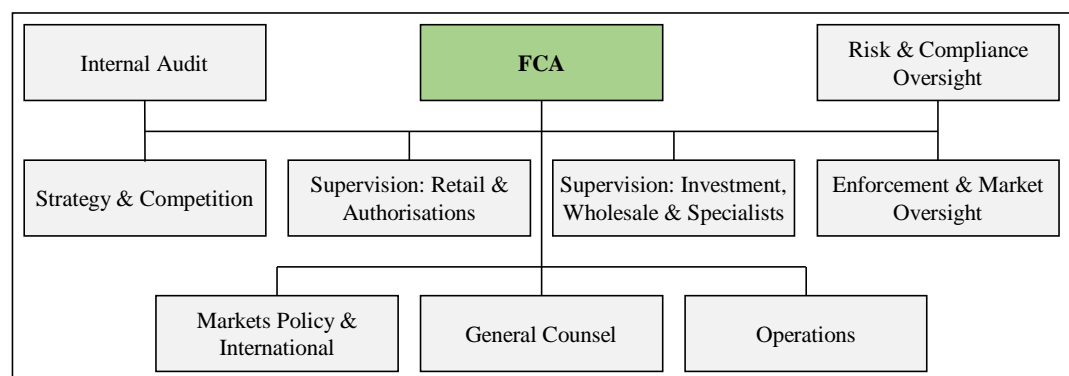
<sup>121</sup> Vgl. Kern (2013), S. 425.

<sup>122</sup> Vgl. Verlag Finanz und Wirtschaft [Hrsg.] (2013), [Stand: 20.08.2015].



aufgrund der fehlenden Trennschärfe nicht eindeutig ist, kann vereinfacht angenommen werden, dass die *FCA* allein für die Kapitalmarktaufsicht verantwortlich ist. Die Untersuchung und Verfolgung von Insiderhandel obliegt seit dem 1. April 2013 demnach der *FCA*.<sup>123</sup> Die rechtliche Grundlage hierfür bildet der *Financial Services and Markets Act* aus dem Jahre 2000.<sup>124</sup>

Anders als ihre Vorgängerin *FSA* legt die *FCA* einen größeren Fokus auf die Prävention von Verstößen.<sup>125</sup> Strafrechtliche Verfahren wegen Insiderhandels können von der *FCA* in der Regel nur von oder mit der Zustimmung des *Secretary of State for Trade and Industry* oder des *Director of Public Prosecutions (DPP)* eingeleitet werden. Bei besonders schweren oder komplexen Straftaten von Insiderhandel soll das *Serious Fraud Office (SFO)* die Untersuchungen übernehmen. Dann ist eine Zustimmung zur Verfahrenseinleitung für den *Director of the Serious Fraud Office (SFO)* nicht erforderlich.<sup>126</sup> Allerdings ist das *SFO* der Ansicht, dass die überwiegende Mehrzahl an Insiderfällen nicht in ihren gesetzlichen Aufgabenbereich fällt. Tatsächlich wies das *SFO* vor einigen Jahren Straftaten gegen das Insiderhandelsverbot ab.<sup>127</sup> Bei Verstößen gegen das Insiderhandelsverbot als Form von Marktmissbrauch, welches in *Section 118 et seqq. Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)* geregelt ist, ist die *FCA* hingegen neben den Ermittlungen auch gleichzeitig für die Verfolgung zuständig.<sup>128</sup> Abbildung 8 zeigt die Organisationsstruktur der *FCA*:



**Abb. 8: Organisationsstruktur der FCA<sup>129</sup>**

<sup>123</sup> Vgl. Kern (2013), S. 425.

<sup>124</sup> Vgl. FCA [Hrsg.] (2015), [Stand: 13.08.2015].

<sup>125</sup> Vgl. Chartered Insurance Institute [Hrsg.] (2013), S. 3–7.

<sup>126</sup> Vgl. Serious Fraud Office [Hrsg.] (2012), S. 1–9.

<sup>127</sup> Vgl. Kern (2013), S. 418.

<sup>128</sup> Vgl. FCA [Hrsg.] (2015a), S. 59.

<sup>129</sup> In Anlehnung an FCA [Hrsg.] (2015b), S. 82.

Im Fiskaljahr 2014/15 beschäftigte die *FCA* insgesamt 3.000 Mitarbeiter.<sup>130</sup> Sie finanziert sich hauptsächlich durch Gebühreneinnahmen. Im Fiskaljahr 2014/15 betragen die Gesamteinnahmen 502,7 Mio. GBP.<sup>131</sup> Im Bereich *Enforcement* wurden 48,9 Mio. GBP ausgegeben.<sup>132</sup> Tabelle 5 fasst die wichtigsten Informationen über die *FCA* zusammen:

Gründungsjahr	2013
Aufsichtsmodell	<i>Twin Peaks</i>
Anzahl der Mitarbeiter (FY 2014/15)	3.000
Einnahmen in Mio. GBP (FY 2014/15)	502,7
Ausgaben im Bereich <i>Enforcement</i> in Mio. GBP (FY 2014/15)	48,9

*Tab. 5: Die wichtigsten Informationen über die FCA im Überblick*<sup>133</sup>

### 4.3 Securities and Exchange Commission (USA)

In den USA schuf der *Securities Exchange Act* von 1934 die *Securities and Exchange Commission (SEC)*. Diese ist für die Regulierung des Handels von Wertpapieren auf dem Sekundärmarkt zuständig, indem sie Regeln bzw. Gesetze einführt und diese zusammen mit dem *Department of Justice (DOJ)* durchsetzt. Dabei ist die *SEC*, welche ihren Sitz in Washington D.C. hat, weltweit die aktivste Finanzmarktaufsichtsbehörde in der Verfolgung von Insiderhandel.<sup>134</sup> Während das *Department of Justice* das strafrechtliche Insiderhandelsverbot kontrolliert, ist die *Securities and Exchange Commission* für die zivilrechtliche Durchsetzung der Insiderhandelsgesetze verantwortlich, wobei beide Institutionen dabei eng zusammenarbeiten.<sup>135</sup> Deshalb verwundert es auch nicht, dass 50-65% der Untersuchungen der *SEC* von parallelen strafrechtlichen Ermittlungen des *DOJ* begleitet werden.<sup>136</sup> Robert Khuzami, ehemaliger Leiter der *SEC Division of Enforcement*, beurteilte die damalige Zusammenarbeit beider Institutionen in der Aufklärung des Insiderhandelsskandals rund um den Fall Raj Rajaratnam wie folgt: „*Our law enforcement agencies are together much more than the sum of our parts. That is why coordination, of which today’s actions are a prime example, is critically important to the goal of rooting out fraud and misconduct in our markets. The*

<sup>130</sup> Vgl. *FCA* [Hrsg.] (2015a), S. 114.

<sup>131</sup> Vgl. *FCA* [Hrsg.] (2015a), S. 104.

<sup>132</sup> Vgl. *FCA* [Hrsg.] (2015a), S. 113.

<sup>133</sup> Eigene Darstellung.

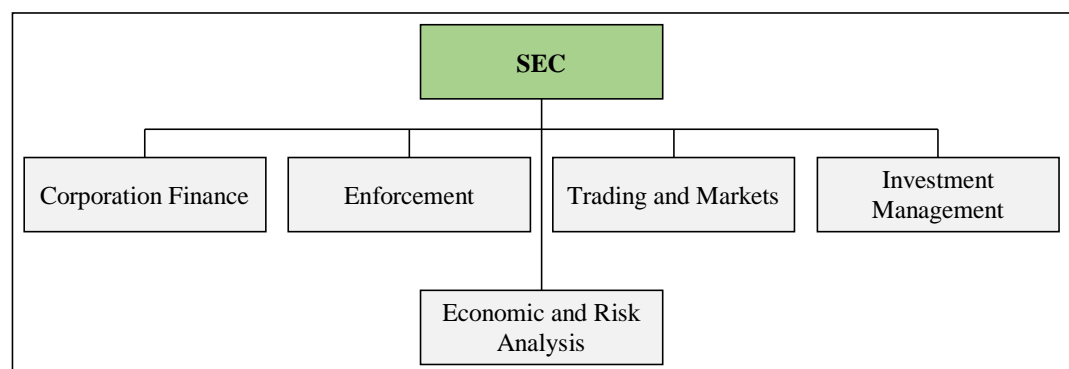
<sup>134</sup> Vgl. Thompson (2013), S. 4.

<sup>135</sup> Vgl. Garcia / Johnson (2012), S. 664.

<sup>136</sup> Vgl. Morgan, Lewis & Bockius LLP [Hrsg.] (2012), S. 17.

*investing public deserves no less, and we will deliver.*<sup>137</sup> Das *Federal Bureau of Investigation (FBI)* ist typischerweise die führende Untersuchungsbehörde bei Verletzungen der Insiderhandelsgesetze. Nachdem im Jahre 2010 erstmals erlaubt wurde, Agenten des *FBI* direkt in der *SEC* einzugliedern, ist seitdem die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze noch effizienter geworden, da bei einem Verdachtsfall so schneller gehandelt werden kann.<sup>138</sup> Die *SEC* kann zudem neben der Suche nach Insiderhandelsfällen auch gleichzeitig die staatsanwaltlichen Ermittlungen durchführen. Dies macht die Verfolgung von Insiderhandel erheblich leichter.<sup>139</sup> Der Fokus der *SEC* liegt dabei vor allem auf der Rechtsdurchsetzung.<sup>140</sup> Die Erfolge gegen große Insiderhandelsringe wie beispielsweise solche, in die Raj Rajaratnam verwickelt war, beruhen des Weiteren zum großen Teil auf der Möglichkeit der Untersuchungsbehörden mit Kronzeugen zu kooperieren, um so an wertvolle Informationen und Beweismittel zu gelangen.<sup>141</sup> Zudem stehen der *SEC* im Vergleich zu anderen Aufsichtsbehörden deutlich mehr Mittel im Kampf gegen den Insiderhandel – wie beispielsweise die Möglichkeit von Abhörmaßnahmen – zur Verfügung.<sup>142</sup>

Offiziell ist die *SEC* eine unabhängige überparteiliche Aufsichtsbehörde, welche gemeinsam durch die Exekutive und Legislative kontrolliert wird. Sowohl der Haushaltsplan als auch der Personalplan müssen jährlich vom Kongress genehmigt werden.<sup>143</sup> Abbildung 9 zeigt die Organisationsstruktur der *SEC*:



**Abb. 9: Organisationsstruktur der SEC<sup>144</sup>**

<sup>137</sup> SEC [Hrsg.] (2009), [Stand: 11.06.2015].

<sup>138</sup> Vgl. Garcia / Johnson (2012), S. 664–666.

<sup>139</sup> Vgl. Stocker (2012), [Stand: 05.06.2015].

<sup>140</sup> Vgl. Group of Thirty [Hrsg.] (2008), S. 33.

<sup>141</sup> Vgl. Garcia / Johnson (2012), S. 666.

<sup>142</sup> Vgl. Schröder (2011), [Stand: 01.06.2015].

<sup>143</sup> Vgl. Del Guercio / Odders-White / Ready (2013), S. 7.

<sup>144</sup> In Anlehnung an SEC [Hrsg.] (2014b), S. 159.

Die SEC beschäftigte im Fiskaljahr 2014 insgesamt 4.150 Mitarbeiter.<sup>145</sup> Die Haupteinnahmequellen der SEC sind die jährlichen Mittelzuweisungen des Kongresses, die Wertpapiertransaktionsgebühren, die Registrierungsgebühren, die Gebühren bei Übernahmeangeboten bzw. Fusionen und die Einnahmen aus der Abschöpfung von Vermögensvorteilen bzw. aus Geldstrafen.<sup>146</sup> Die Einnahmen im Jahre 2014 betragen 1.906,3 Mio. USD. Dabei stand der SEC ein Budget von 1.550,5 Mio. USD zur Verfügung. Die Ausgaben im Bereich *Enforcement* beliefen sich auf 487,0 Mio. USD.<sup>147</sup> Das Aufsichtsmodell in den USA lässt sich nur schwer einem Modell zuordnen, da hier ein funktioneller Ansatz mit institutionellen Aspekten integriert ist.<sup>148</sup> Da es in den USA allerdings verschiedene Institutionen für die Überwachung der Banken, der Versicherer und des Kapitalmarktes, für die die SEC zuständig ist, gibt, kann vereinfacht von einem spezifischen Modell gesprochen werden. Tabelle 6 fasst die wichtigsten Informationen über die SEC zusammen:

Gründungsjahr	1934
Aufsichtsmodell	Spezifisches Modell
Anzahl der Mitarbeiter (FY 2014)	4.150
Einnahmen in Mio. USD (FY 2014)	1.906,3
Zur Verfügung stehendes Budget in Mio. USD (FY 2014)	1.550,5
Ausgaben im Bereich <i>Enforcement</i> in Mio. USD (FY 2014)	487,0

**Tab. 6: Die wichtigsten Informationen über die SEC im Überblick<sup>149</sup>**

#### **4.4 Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Schweiz)**

In der Schweiz ist seit dem 1. Januar 2009 die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) für die Überwachung des gesamten Finanzmarktes zuständig. Sie ist eine öffentlich-rechtliche Anstalt mit eigener Rechtspersönlichkeit und Sitz in Bern. Zudem ist sie sowohl institutionell, funktionell als auch finanziell unabhängig und dem Eidgenössischen Finanzdepartement nur administrativ angegliedert.<sup>150</sup> Entstanden ist die FINMA aus einer Zusammenführung der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK), des Bundesamtes für Privatversicherungen (BPV) und der Kontrollstelle für die Bekämpfung der Geldwäscherei (Kst GwG). Damit wurde

<sup>145</sup> Vgl. SEC [Hrsg.] (2014b), S. 10.

<sup>146</sup> Vgl. SEC [Hrsg.] (2014b), S. 44.

<sup>147</sup> Vgl. SEC [Hrsg.] (2014b), S. 75–78.

<sup>148</sup> Vgl. Lanz (2012), [Stand: 06.10.2015].

<sup>149</sup> Eigene Darstellung.

<sup>150</sup> Vgl. FINMA [Hrsg.] (2015a), [Stand: 26.08.2015].

ähnlich wie in Deutschland ein Universalaufsichtsmodell etabliert.<sup>151</sup> Die Grundlage ihrer Tätigkeit bildet das Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG), welches am 22. Juni 2007 von den eidgenössischen Räten verabschiedet wurde.<sup>152</sup> Abbildung 10 zeigt die Organisationsstruktur der FINMA:

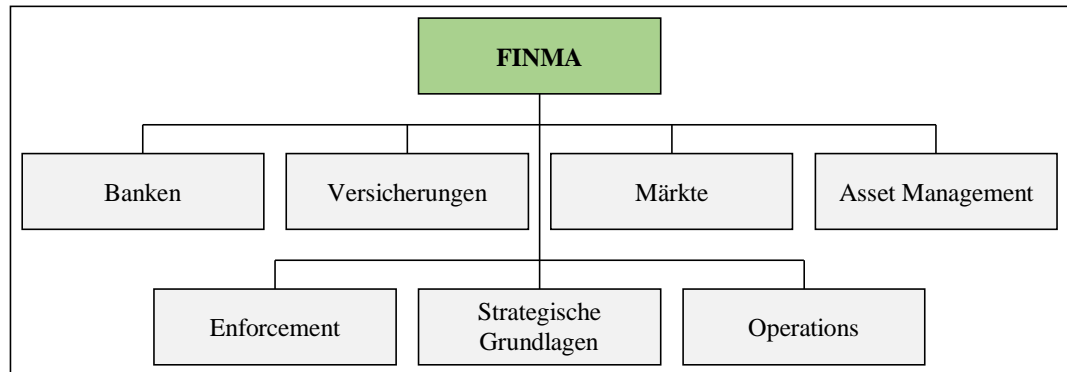


Abb. 10: Organisationsstruktur der FINMA<sup>153</sup>

Ähnlich wie die BaFin ist die FINMA zwar für die Insiderüberwachung zuständig, muss aber ebenfalls bei Verdachtsfällen Strafanzeige bei den zuständigen Strafbehörden erstatten.<sup>154</sup>

Im Jahr 2014 beschäftigte die FINMA insgesamt 509 Mitarbeiter.<sup>155</sup> Sie finanziert sich über Gebühren und Aufsichtsabgaben vollumfänglich durch die Beaufsichtigten. Im Jahre 2014 betragen die Einnahmen der FINMA 140,2 Mio. CHF.<sup>156</sup> Die Ausgaben im Bereich *Enforcement* werden hingegen nicht explizit ausgewiesen. Tabelle 7 fasst die wichtigsten Informationen über die FINMA zusammen:

Gründungsjahr	2009
Aufsichtsmodell	Universalaufsicht
Anzahl der Mitarbeiter (2014)	509
Einnahmen in Mio. CHF (2014)	140,2
Ausgaben im Bereich <i>Enforcement</i> in Mio. CHF (2014)	N/A

Tab. 7: Die wichtigsten Informationen über die FINMA im Überblick<sup>157</sup>

<sup>151</sup> Vgl. FINMA [Hrsg.] (2015b), [Stand: 26.08.2015].

<sup>152</sup> Vgl. FINMA [Hrsg.] (2015a), [Stand: 26.08.2015].

<sup>153</sup> In Anlehnung an FINMA [Hrsg.] (2015b), S. 120–122.

<sup>154</sup> Vgl. FINMA [Hrsg.] (2015b), S. 1.

<sup>155</sup> Vgl. FINMA [Hrsg.] (2015b), S. 97.

<sup>156</sup> Vgl. FINMA [Hrsg.] (2015c), S. 5.

<sup>157</sup> Eigene Darstellung.

## **4.5 Erkenntnisse aus der Literatur über die allgemeine Rechtsdurchsetzung der Aufsichtsbehörden in den betrachteten Ländern**

Einen ersten Eindruck über die Stärke der öffentlichen und privaten Rechtsdurchsetzung der Aufsichtsbehörden in den betrachteten Ländern kann der „*Public Enforcement Power Index*“ (*Public*) bzw. der „*LLS Public Enforcement Index*“ und der „*Private Enforcement Power Index*“ (*Private*) liefern, die im Folgenden dargestellt werden.

### **4.5.1 Public Enforcement Power Index und LLS Public Enforcement Index**

Der von Beny (2005) beschriebene *Public Enforcement Power Index* eines Landes, welcher Werte von null bis eins annehmen kann, ist das arithmetische Mittel aus einer Kennzahl, welche die Merkmale der Finanzmarktaufsichtsbehörde charakterisiert, und einer Kennzahl, welche die Untersuchungsbefugnisse der Finanzmarktaufsichtsbehörde widerspiegelt.<sup>158</sup>

Die Kennzahl der Merkmale der Finanzmarktaufsichtsbehörde gibt das arithmetische Mittel folgender vier Kennzahlen an:<sup>159</sup>

- 1) „*Appointment*“: Diese Kennzahl nimmt den Wert eins an, wenn die Mehrheit der Mitglieder der Aufsichtsbehörde einseitig von der Regierung angestellt bzw. ernannt werden. Andernfalls nimmt die Kennzahl den Wert null an.
- 2) „*Tenure*“: Diese Kennzahl nimmt den Wert eins an, wenn die Mitglieder der Aufsichtsbehörde nicht auf den Willen der anstellenden Behörde hin entlassen werden können. Andernfalls nimmt die Kennzahl den Wert null an.
- 3) „*Focus*“: Diese Kennzahl nimmt den Wert eins an, wenn unabhängige Regierungsbehörden oder offizielle Stellen für die Aufsicht von Geschäftsbanken und Börsen zuständig sind. Andernfalls nimmt die Kennzahl den Wert null an.

---

<sup>158</sup> Vgl. Beny (2005), S. 151.

<sup>159</sup> Vgl. Beny (2005), S. 151.

- 4) „*Rules*“: Diese Kennzahl nimmt den Wert eins an, wenn die Aufsichtsbehörde generell Vorschriften, die die Erstplatzierung und/oder die Börsenzulassung betreffen, ohne die vorherige Zustimmung anderer Regierungsbehörden erlassen kann. Ist dies nur mit vorheriger Zustimmung anderer Regierungsbehörden möglich, beträgt der Wert der Kennzahl die Hälfte. Andernfalls nimmt die Kennzahl den Wert null an.

Die Kennzahl der Untersuchungsbefugnisse der Finanzmarktaufsichtsbehörde gibt das arithmetische Mittel folgender beiden Kennzahlen an:<sup>160</sup>

- 1) „*Document*“: Diese Kennzahl nimmt den Wert eins an, wenn die Aufsichtsbehörde generell eine behördliche Anordnung an alle Personen verhängen kann, die diese dazu verpflichtet, Dokumente herauszugeben. Ist dies nur bei börsennotierten Unternehmen und/oder deren Vorständen bzw. Führungskräften möglich, beträgt der Wert der Kennzahl die Hälfte. Andernfalls nimmt die Kennzahl den Wert null an. Somit spiegelt diese Kennzahl die Befugnisse einer Aufsichtsbehörde wider, Dokumente bei einer Untersuchung eines Verstoßes gegen das Wertpapiergesetz herauszuverlangen.
- 2) „*Witness*“: Diese Kennzahl nimmt den Wert eins an, wenn die Aufsichtsbehörde generell alle Personen (unter Strafanordnung) vorladen kann, damit diese eine Aussage tätigen. Ist dies nur bei Vorständen bzw. Führungskräften börsennotierter Unternehmen möglich, beträgt der Wert der Kennzahl die Hälfte. Andernfalls nimmt die Kennzahl den Wert null an. Somit spiegelt diese Kennzahl die Befugnisse der Aufsichtsbehörde wider, Zeugen (unter Strafandrohung) bei der Untersuchung eines Verstoßes gegen das Wertpapierhandelsgesetz vorzuladen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der *Public Enforcement Power Index* eines Landes umso höher ist, je höher die Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörde von politischen Prozessen ist bzw. je mehr Befugnisse und Macht diese hat.<sup>161</sup> Abbildung 11 veranschaulicht den *Public Enforcement Power Index* im internationalen Vergleich grafisch:

---

<sup>160</sup> Vgl. Beny (2005), S. 151.

<sup>161</sup> Vgl. Beny (2005), S. 157.

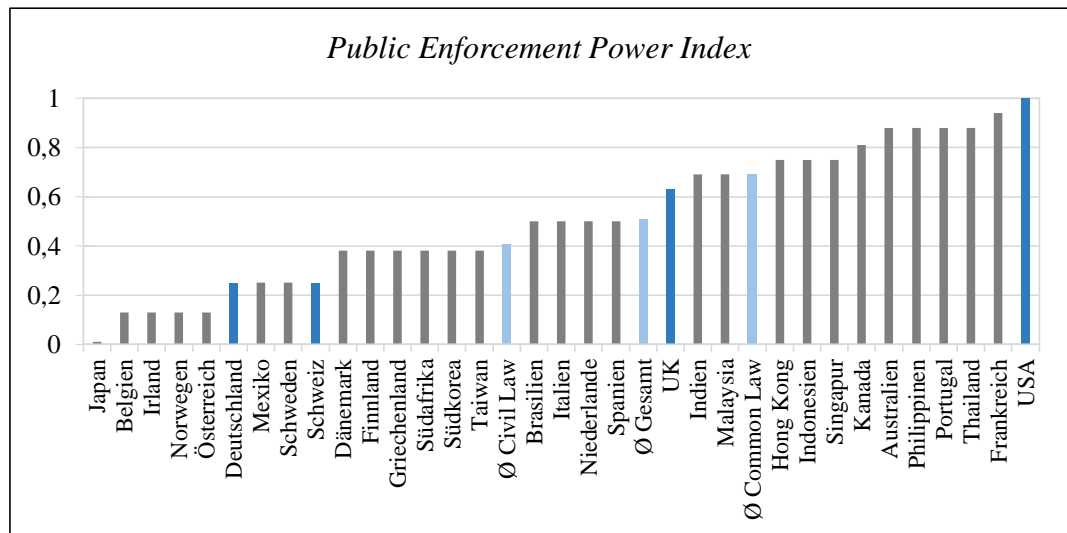


Abb. 11: Public Enforcement Power Index im internationalen Vergleich<sup>162</sup>

Demgemäß ist die Finanzmarktaufsichtsbehörde in Japan im Vergleich zu den anderen hier dargestellten Ländern nicht unabhängig von politischen Prozessen bzw. hat kaum Befugnisse, während die Finanzmarktaufsichtsbehörden in den USA und in Frankreich die höchste Unabhängigkeit bzw. meisten Befugnisse aufweisen. Die Finanzmarktaufsichtsbehörden in Deutschland und der Schweiz haben mit einem Wert von 0,25 eine unterdurchschnittliche öffentliche Rechtsdurchsetzung, während die Finanzmarktaufsichtsbehörde in UK mit einem Wert von 0,63 knapp über dem Durchschnitt liegt.

Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt der *LLS Public Enforcement Index (LLS)* von La Porta, Lopez-de-Silanes und Shleifer (2006), welcher die Unabhängigkeit der Finanzmarktaufsichtsbehörde von der Regierung, deren Untersuchungsbefugnisse und Fähigkeit, behördliche Anordnungen zu verhängen, sowie die Reichweite der strafrechtlichen Sanktionen misst.<sup>163</sup> Abbildung 12 zeigt den *LLS Public Enforcement Index*, welcher Werte von null bis eins annehmen kann, im internationalen Vergleich. Demnach ist die Stärke der öffentlichen Rechtsdurchsetzung der Finanzmarktaufsichtsbehörde in den USA mit einem Index von 0,9 im Vergleich zu Deutschland mit einem Index von 0,22 bzw. der Schweiz mit einem Index von 0,33 deutlich höher, während UK mit einem Index von 0,68 zwischen diesen Ländern liegt.

<sup>162</sup> In Anlehnung an Beny (2005), S. 160–161.

<sup>163</sup> Vgl. Jackson / Roe (2009), S. 210.



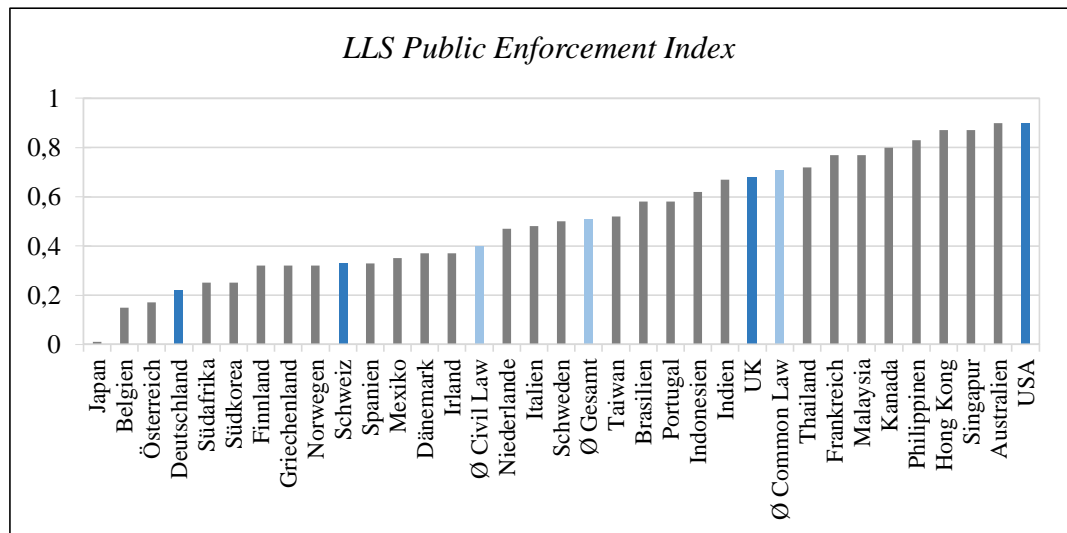


Abb. 12: LLS Public Enforcement Index im internationalen Vergleich<sup>164</sup>

#### 4.5.2 Private Enforcement Power Index

Der von Beny (2005) beschriebene *Private Enforcement Power Index* eines Landes, welcher Werte von null bis zehn annehmen kann, gibt das Produkt aus den folgenden zwei Kennzahlen wieder:<sup>165</sup>

- 1) „*Private Right*“: Diese Kennzahl nimmt den Wert eins an, wenn private Parteien (Investoren) eine eigene Klagebefugnis gegen Parteien, die gegen das Insiderhandelsgesetz eines Landes verstoßen, besitzen. Andernfalls nimmt die Kennzahl den Wert null an.
- 2) „*Efficiency of the Judiciary*“: Diese Kennzahl ist ein Maß für die Effizienz und Integrität des rechtlichen Umfelds, da sich dieses auf das Investitionsinteresse von Unternehmen (vor allem ausländischer Unternehmen) auswirkt. Die Höhe dieser Kennzahl eines Landes wurde von der Länderrisikoringagentur *International Country Risk (ICR)* bewertet. Sie ist als arithmetisches Mittel der Jahre 1980 bis 1983 erfasst und kann die Werte null bis zehn annehmen, wobei ein niedriger Wert eine niedrige Effizienz und Integrität des rechtlichen Umfelds charakterisiert.<sup>166</sup>

Abbildung 13 stellt den *Private Enforcement Power Index* im internationalen Vergleich dar:

<sup>164</sup> In Anlehnung an La Porta / Lopez-de-Silanes / Shleifer (2006), S. 15–16.

<sup>165</sup> Vgl. Beny (2005), S. 151–152.

<sup>166</sup> Vgl. La Porta / Lopez-de-Silanes / Shleifer (2006), S. 10.

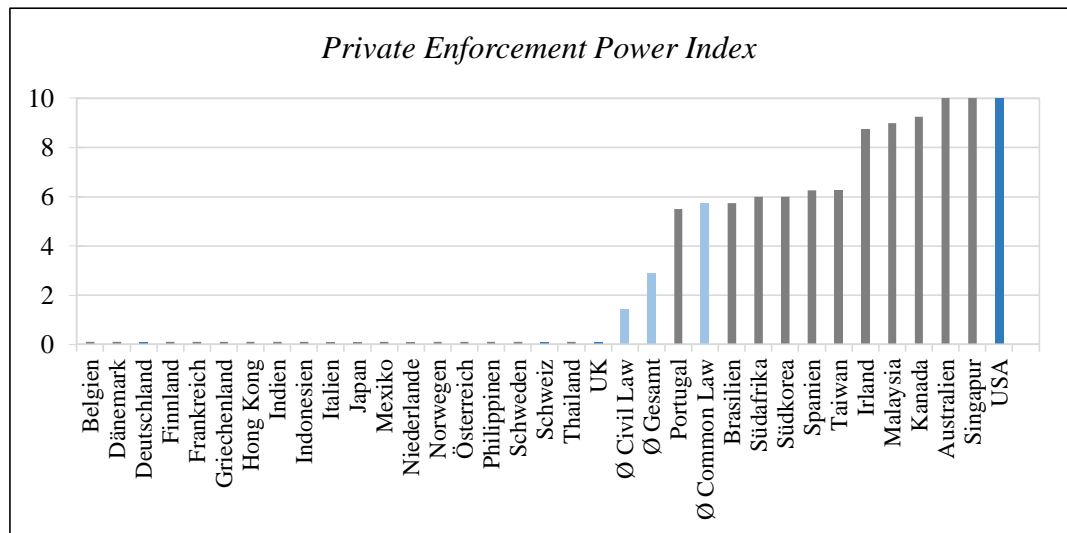


Abb. 13: *Private Enforcement Power Index im internationalen Vergleich*<sup>167</sup>

Es zeigt sich, dass viele Länder (darunter auch Deutschland, die Schweiz und UK) keine private Rechtsdurchsetzung vorweisen können, während die USA, Singapur und Australien die höchste Möglichkeit der privaten Rechtsdurchsetzung bieten.

Nach Jackson und Roe (2009) weist ein öffentliches Rechtsdurchsetzungssystem im Vergleich zu einem privaten Rechtsdurchsetzungssystem den Nachteil auf, dass öffentliche Handlungsträger meist sehr unterschiedliche und zudem schwache Anreize haben, ihre Aufgaben aufgrund der durch die allgemeinen Markt- und Unternehmensbedingungen häufig geschaffenen schlechten Informationslage gewissenhaft zu erledigen. Allerdings kann ein privates Rechtsdurchsetzungssystem zu einem kollektiven Handeln und Trittbrettfahereffekten unter Investoren oder zu einem langsamen und unfähigen Rechtswesen führen, welches vorwiegend nur von gut informierten Handlungsträgern mit entsprechenden Anreizen durchgesetzt wird. Zudem darf die potenzielle Schwäche der privaten Rechtsdurchsetzung, Straftätern hohe Geldstrafen aufzuerlegen, nicht unterschätzt werden. Im Vergleich dazu hat eine öffentliche Rechtsdurchsetzung den Vorteil, dass diese von politischen Entscheidungsträgern geführt wird und somit Straftaten durch hohe Gefängnis-, Geld- und Reputationsstrafen leichter verhindert werden können.<sup>168</sup>

<sup>167</sup> In Anlehnung an Beny (2005), S. 160–161.

<sup>168</sup> Vgl. Jackson / Roe (2009), S. 208.

### 4.5.3 Zusammenfassender Überblick über die allgemeine Rechtsdurchsetzung der Aufsichtsbehörden in den betrachteten Ländern

In folgender Tabelle 8 werden die eben gewonnen Erkenntnisse über die allgemeine Rechtsdurchsetzung der Aufsichtsbehörden in den betrachteten Ländern zusammengefasst:

Land	<i>Public</i>	<i>LLS</i>	<i>Private</i>
Deutschland	0,25	0,22	0,00
UK	0,63	0,68	0,00
USA	1,00	0,90	10,00
Schweiz	0,25	0,33	0,00
Ø <i>Common Law</i>	0,69	0,71	5,73
Ø <i>Civil Law</i>	0,41	0,40	1,44
Ø Gesamt	0,51	0,51	2,91

*Tab. 8: Intensität der allgemeinen Rechtsdurchsetzung der Aufsichtsbehörden in den betrachteten Ländern im empirischen Vergleich<sup>169</sup>*

Sichtbar wird, dass diesen Kennzahlen zufolge die USA die beste Rechtsdurchsetzung der Aufsichtsbehörden vorweisen, wohingegen Deutschland und die Schweiz eine schlechtere Rechtsdurchsetzung der Aufsichtsbehörden zeigen. Auch wenn die Kennzahlen in UK im Vergleich zu den USA schlechter ausfallen, ist auch hier die Rechtsdurchsetzung der Aufsichtsbehörde überdurchschnittlich gut.

Des Weiteren zeigt sich, dass *Common-Law*-Länder im Vergleich zu *Civil-Law*-Ländern im Mittel einen signifikant höheren Wert in der Kennzahl der öffentlichen und privaten Rechtsdurchsetzung aufweisen. Dies liegt daran, dass *Common-Law*-Länder generell einen höheren Investorenschutz besitzen, da diese Länder in der Regel ein eigenkapitalbasiertes System der Unternehmensfinanzierung aufweisen, während *Civil-Law*-Länder – wie Deutschland oder die Schweiz – häufig auf einem fremdkapitalbasierten System beruhen.<sup>170</sup> Die für diesen Vergleich einfließenden Repräsentanten des *Common* bzw. *Civil Law* sind in Anhang 3 dargestellt.

Auch wenn die Werte der oben dargestellten Kennzahlen aus dem Jahre 2005 bzw. 2006 stammen und sich beispielsweise durch Gesetzesänderungen oder neu

<sup>169</sup> In Anlehnung an Beny (2005), S. 160–161; La Porta / Lopez-de-Silanes / Shleifer (2006), S. 15–16.

<sup>170</sup> Vgl. Beny (2005), S. 159; Karmel (1998), S. 1134.

eingeführte Aufsichtsstrukturen (leicht) geändert haben dürften, liefern gerade die Kennzahlen des *Public Enforcement Power Index* sowie des *LLS Public Enforcement Index* einen ersten Eindruck hinsichtlich der von den Finanzmarktaufsichtsbehörden praktizierten Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze. Demnach schneidet die BaFin in Deutschland im Vergleich zu den Finanzmarktaufsichtsbehörden in den anderen betrachteten Ländern am schlechtesten ab, dicht gefolgt von der FINMA in der Schweiz. Auf der anderen Seite weist die SEC in den USA die stärkste Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze auf, während die FCA in UK zwischen den drei anderen Ländern liegt. Ausgehend von diesen Ergebnissen soll im folgenden Kapitel die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in Deutschland im Vergleich zu UK, den USA und der Schweiz empirisch untersucht werden, um anschließend in Kapitel 6 zu evaluieren, ob sich der eben gewonnene Eindruck durch die gesammelten Daten bestätigen lässt und auch heute noch seine Gültigkeit besitzt.

## 5 Empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern

In diesem Kapitel folgt eine empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in Deutschland (Kapitel 5.1), UK (Kapitel 5.2), den USA (Kapitel 5.3) und der Schweiz (Kapitel 5.4). Dabei liegt der Fokus der Analyse auf den Insideruntersuchungen und den Verurteilungen wegen Insiderhandels. Um eine vergleichbare Grundlage für die in Kapitel 6 anschließende Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern zu gewährleisten, werden hierfür sowohl Daten gesammelt, welche von den Aufsichtsbehörden auf Anfrage zur Verfügung gestellt wurden bzw. in der Literatur zu finden sind, als auch Schätzwerte bei fehlenden Daten kalkuliert.

### 5.1 Empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in Deutschland

Im Vergleich zu den anderen betrachteten Ländern lässt sich die empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in Deutschland problemlos durchführen, da alle relevanten Daten in den Jahresberichten des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel (BAWe) bzw. der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu finden sind. Demnach stehen Daten seit 1995 – dem Jahr, in dem das BAWe seine Tätigkeiten aufnahm – zur Verfügung.<sup>171</sup> Tabelle 9 zeigt die Anzahl der Insideruntersuchungen des BAWe bzw. der BaFin in Deutschland sowie die Untersuchungsergebnisse für die Jahre 1995 bis 2014:

Jahr	Untersuchungen			Untersuchungsergebnisse		
	Gesamt	Neue	Offene	Einstellungen	Abgaben an StA	
	Insider	Insider	Gesamt	Insider	Vorgänge	Personen
1995	24	24	1	16	7	N/A
1996	60	59	16	27	17	N/A
1997	71	55	9	40	22	N/A
1998	67	58	30	21	16	N/A
1999	69	39	45*	27	13	N/A
2000	96	51	50	24	22	N/A
2001	105	55	61	19	25	N/A
2002	130	69	82	15	33	N/A
2003	133	51	91	16	26	137

<sup>171</sup> Vgl. Wirtschaftslexikon24.com [Hrsg.] (2015), [Stand: 12.08.2015].

Jahr	Untersuchungen			Untersuchungsergebnisse		
	Gesamt	Neue	Offene	Einstellungen	Abgaben an StA	
	Insider	Insider	Gesamt	Insider	Vorgänge	Personen
2004	148	57	88	37	23	71
2005	142	54	102	17	23	95
2006	153	51	106	23	24	106
2007	148	42	99	29	20	64
2008	143	44	62	54	27	67
2009	92	30	27	37	28	78
2010	61	34	34	17	10	33
2011	63	29	29	14	20	52
2012	55	26	32	12	11	25
2013	74	42	26	13	35	99
2014	76	50	43	11	22	45
$\Sigma$		920		469	424	872
Ø p.a.	96	46	52	23	21	73

\*nachträglich korrigierte Zahl

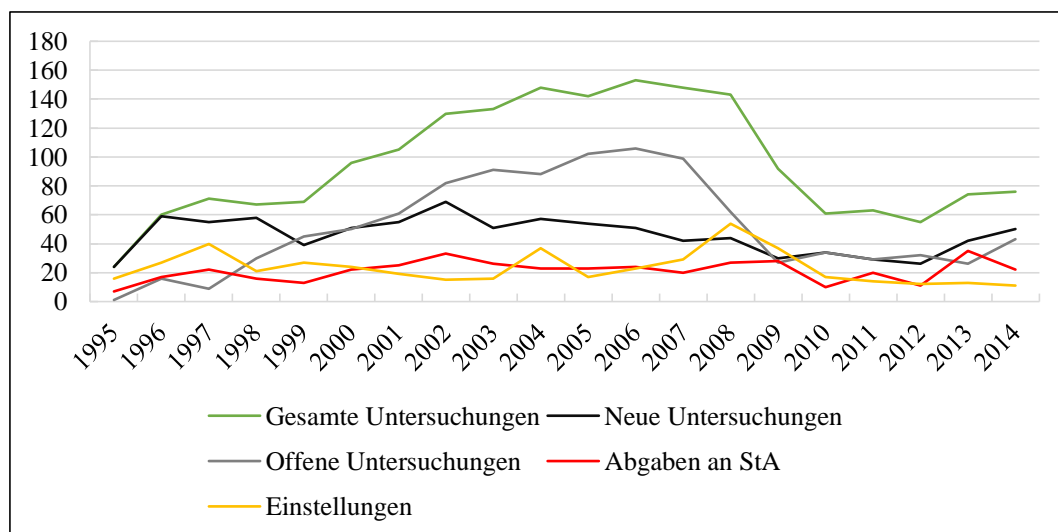
**Tab. 9: Insideruntersuchungen und Untersuchungsergebnisse des BAWe bzw. der BaFin (1995-2014)<sup>172</sup>**

Im Jahre 2014 wurden demnach von der BaFin 50 neue Untersuchungen wegen des Verdachts auf Insiderhandel eröffnet. Ferner zeigte sie 22 Vorgänge mit insgesamt 45 beteiligten Personen bei den zuständigen Staatsanwaltschaften an. Elf untersuchte Fälle wurden eingestellt, nachdem es keine Anhaltspunkte für Insiderhandel gab. Zugleich waren zum Jahresende 2014 noch 43 Untersuchungen, die teilweise aus den Vorjahren stammten, nicht abgeschlossen.<sup>173</sup> In der Summe gab es seit 1995 insgesamt 920 neue Insideruntersuchungen. Des Weiteren wurden insgesamt 424 Vorgänge mit insgesamt 872 beteiligten Personen bei den zuständigen Staatsanwaltschaften angezeigt. Zugleich wurden insgesamt 469 Untersuchungen eingestellt. Im Durchschnitt gab es in dem betrachteten Zeitraum 96 gesamte Insideruntersuchungen pro Jahr, davon 46 neue und 52 offene Insideruntersuchungen. Zudem wurden im Jahresschnitt 23 Untersuchungen eingestellt und 21 Vorgänge mit durchschnittlich 73 beteiligten Personen bei den zuständigen Staatsanwaltschaften angezeigt. Für die Jahre 1995 bis 2002 liegen keine Angaben über die Anzahl an Personen vor, die bei den Staatsanwaltschaften angezeigt wurden, da das BAWe diese Daten nicht erfasste. Die Anzahl an offenen

<sup>172</sup> In Anlehnung an BAWe [Hrsg.] (1996-2002); BaFin [Hrsg.] (2003-2015).

<sup>173</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2015b), S. 221-222.

Insideruntersuchungen im Jahre 1999 wurde nachträglich korrigiert. In Abbildung 14 werden die gesammelten Daten nochmals grafisch veranschaulicht:



**Abb. 14: Insideruntersuchungen und Untersuchungsergebnisse des BAWe bzw. der BaFin (1995-2014)<sup>174</sup>**

Auffällig ist, dass die Anzahl an neuen Insideruntersuchungen sowie die Anzahl an Vorgängen, die bei den zugehörigen Staatsanwaltschaften angezeigt wurden, über die Jahre hinweg relativ konstant ist, und das, obwohl sich die Marktkapitalisierung der Deutschen Börse im betrachteten Zeitraum gleichzeitig fast verdoppelt hat und sich demnach auch die Insiderhandelsfälle erhöht haben dürften.<sup>175</sup> Dies lässt den Schluss zu, dass sich die Intensität der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze seit 1995 kaum verändert hat. Auch sind keine Auswirkungen der Umsetzung der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie (2003/6/EG) durch die Einführung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (AnSVG) im Oktober 2004 zu erkennen, wenngleich man hierdurch eine Zunahme der neuen Untersuchungen bzw. Abgaben an die Staatsanwaltschaften in den Folgejahren vermuten könnte. Denn diese ging mit einer Ausweitung und Verschärfung des Insiderhandelsverbots bzw. erleichterten Überwachung der BaFin von Insidergeschäften, welche durch die Verpflichtung des Führens von Insiderverzeichnissen für börsennotierte Emittenten und für von diesen beauftragten Dienstleistern begünstigt wurde, einher.<sup>176</sup> Des Weiteren könnte die Zunahme der offenen Insideruntersuchungen bis zum Jahre 2007 und der damit

<sup>174</sup> In Anlehnung an BAWe [Hrsg.] (1996-2002); BaFin [Hrsg.] (2003-2015).

<sup>175</sup> Vgl. World Federation of Exchanges [Hrsg.] (2015), [Stand: 27.08.2015].

<sup>176</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2005), S. 173.

einhergehenden Zunahme der gesamten Insideruntersuchungen bis zum Jahre 2008 dafür sprechen, dass die BaFin mit der Abarbeitung der Fälle überfordert ist. Dazu passt auch, dass Schätzungen zufolge nur fünf Prozent der Insidergeschäfte von der BaFin aufgedeckt werden.<sup>177</sup> Der Abfall in den Jahren 2008 bzw. 2009 ist vermutlich durch die Finanzkrise zu erklären, in der die BaFin wohl andere Aufgaben als die der Verfolgung des Insiderhandels priorisierte. Dafür spricht auch der signifikante Anstieg der Einstellungen im Jahre 2008. Auch die wenigen Untersuchungen in den Jahren 2010 bis 2012 sind wohl durch die politische Priorisierung der Bankenrettung bzw. Bankenprüfung zu erklären.<sup>178</sup>

Des Weiteren finden sich in den Jahresberichten des BAWe bzw. der BaFin Angaben über die Mitteilungen der Staatsanwaltschaften zu abgeschlossenen Insiderverfahren in Deutschland für die Jahre 1995 bis 2014, wie sie in Tabelle 10 dargestellt sind. Demzufolge stellten die Staatsanwaltschaften im Jahre 2014 von den insgesamt 46 Verfahren 39 ein, fünf davon gegen Geldauflage. Gleichzeitig wurden zwei Personen wegen Insiderhandels verurteilt. Gemessen an den gesamten Verfahren entspricht dies gerade einmal einem Prozentsatz von ca. 4%.<sup>179</sup> In dem betrachteten Zeitraum gab es in der Summe 1.147 Verfahren, davon wurden insgesamt 817 eingestellt, 218 gegen Zahlung einer Geldauflage. Daneben gab es insgesamt 105 Verurteilungen und sieben Freisprüche. Durchschnittlich gab es pro Jahr 57 Verfahren, davon wurden im Schnitt 41 eingestellt, elf gegen Zahlung einer Geldauflage. Zudem kam es zu durchschnittlich fünf Verurteilungen.

Jahr	Insgesamt	Einstellungen	Einstellungen gegen Zahlung einer Geldauflage	Rechtskräftige gerichtliche Entscheidungen			
				Entscheidungen durch das Gericht	Verurteilungen im Strafverfahren	Verurteilungen nach Hauptverhandlung	Freisprüche
1995	4	2	0	0	2	0	0
1996	7	2	1	0	4	0	0
1997	18	9	6	0	3	0	0
1998	25	8	13	0	4	0	0
1999	46	36	10	0	0	0	0
2000	38	33	4	0	0	1	0
2001	39	28	9	0	1	1	0
2002	53	37	13	0	2	1	0
2003	87	70	7	4	3	2	1

<sup>177</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 372.

<sup>178</sup> Vgl. Spiegel Online [Hrsg.] (2011), [Stand: 21.09.2015].

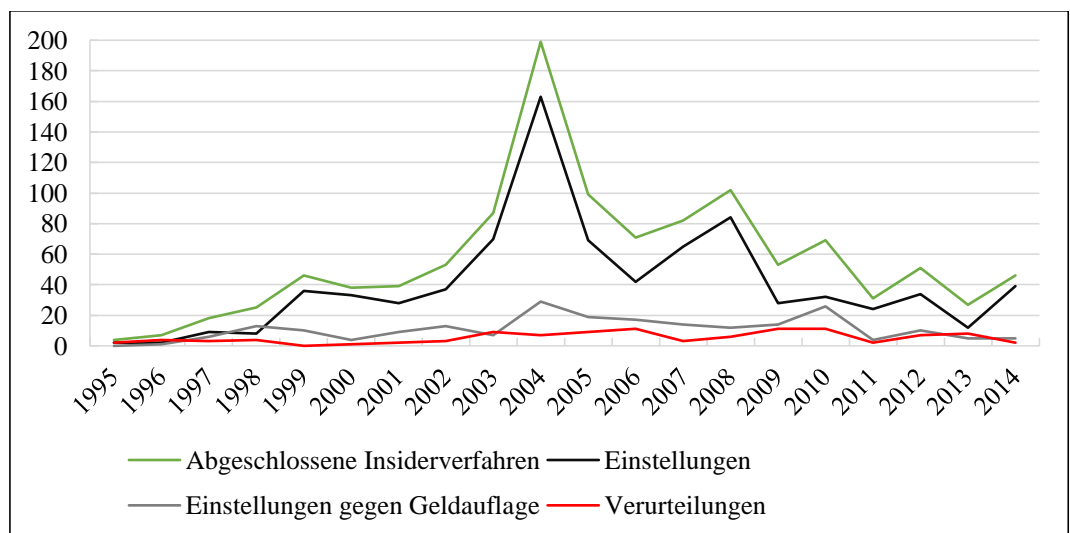
<sup>179</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2015b), S. 222.



Jahr	Insgesamt	Einstellungen	Einstellungen gegen Zahlung einer Geldauflage	Rechtskräftige gerichtliche Entscheidungen			
				Entscheidungen durch das Gericht	Verurteilungen im Strafverfahren	Verurteilungen nach Hauptverhandlung	Freisprüche
2004	199	163	29	0	2	5	0
2005	99	69	19	0	4	5	2
2006	71	42	17	0	6	5	1
2007	82	65	14	0	3	0	0
2008	102	84	12	0	3	3	0
2009	53	28	14	1	7	3	0
2010	69	32	26	0	2	9	0
2011	31	24	4	0	1	1	1
2012	51	34	10	2	2	3	0
2013	27	12	5	0	8	0	2
2014	46	39	5	1	1	0	0
Σ	1.147	817	218	8	58	39	7
Ø p.a.	57	41	11	0	3	2	0

**Tab. 10: Mitteilungen der Staatsanwaltschaften zu abgeschlossenen Insiderverfahren in Deutschland (1995-2014)<sup>180</sup>**

In Abbildung 15 werden die gesammelten Daten nochmals grafisch veranschaulicht:



**Abb. 15: Mitteilungen der Staatsanwaltschaften zu abgeschlossenen Insiderverfahren in Deutschland (1995-2014)<sup>181</sup>**

Auch hier zeigt sich ein ähnliches Bild wie bei den Insideruntersuchungen bzw. Untersuchungsergebnissen: Über den gesamten Zeitraum hinweg ist die Anzahl der

<sup>180</sup> In Anlehnung an BAWe [Hrsg.] (1996-2002); BaFin [Hrsg.] (2003-2015).

<sup>181</sup> In Anlehnung an BAWe [Hrsg.] (1996-2002); BaFin [Hrsg.] (2003-2015).

abgeschlossenen Insideruntersuchungen, die Anzahl der Einstellungen (gegen Geldauflage) sowie die Anzahl an Verurteilungen relativ konstant, wenn auch mit größeren Schwankungen. Der drastische Anstieg der abgeschlossenen Insiderverfahren bzw. der Einstellungen im Jahre 2004 lässt sich nicht erklären. Auch im Jahresbericht 2004 oder in der Literatur findet sich dafür keine Erklärung. Zudem blieb eine schriftliche Nachfrage bei der BaFin unbeantwortet (siehe Anhang 11: E-Mail vom 19.09.2015). Einzig die hohe Anzahl an Personen, die im Jahre 2003 von der BaFin bei den zuständigen Staatsanwaltschaften angezeigt wurden, könnte ein Indiz hierfür sein. Auch könnten die Nachwirkungen der geplatzten *DotCom*-Blase bzw. der Kollaps des Neuen Marktes eine mögliche Ursache darstellen. Eine Gesetzesänderung kann jedoch als Auslöser für den drastischen Anstieg ausgeschlossen werden, da das Insiderhandelsverbots durch die Einführung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (AnSVG) – wie oben bereits beschrieben – erst im Oktober 2004 verschärft wurde und die Auswirkung somit den Jahren nach 2004 zuzuordnen wären.

Kombiniert man die Ergebnisse der Tabellen 9 und 10, so lässt sich feststellen, dass es bei durchschnittlichen 46 Verdachtsfällen pro Jahr im Schnitt nur zu fünf Verurteilungen kommt, und somit in nur knapp 11% der Fälle. Dies könnte an der Tatsache liegen, dass es in Deutschland keine auf Insiderhandelsfälle spezialisierten Staatsanwaltschaften gibt. Dies erschwert die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze erheblich.<sup>182</sup> Dafür spricht auch der hohe Anteil an Einstellungen. Gerade diese qualitativen Defizite der Staatsanwaltschaften führen nicht zuletzt dazu, dass vor allem sogenannte *Hardcore*-Fälle mit hohen Gewinnen und komplexen Strukturen häufig unentdeckt bzw. sanktionslos bleiben. Darüber hinaus bereitet auch die geringe Anzahl des zur Strafverfolgung zur Verfügung stehenden Personals der Staatsanwaltschaften ein Problem in der Verfolgung von Insiderhandel.<sup>183</sup>

## **5.2 Empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in UK**

Die empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in UK gestaltet sich im Vergleich zu der in Deutschland aufwendiger, da weder die *FCA*

---

<sup>182</sup> Vgl. Stocker (2012), [Stand: 05.06.2015].

<sup>183</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 366.

noch ihre Vorgängerin *FSA* die für diese Arbeit benötigten Informationen – mit Ausnahme einiger Angaben zu Verurteilungen wegen Insiderhandels – in ihren Jahresberichten bzw. auf ihren Internetseiten veröffentlichen. Auch in anderen Quellen lassen sich keine Angaben über die Anzahl an Insideruntersuchungen der *FCA* bzw. der *FSA* und den Untersuchungsergebnissen finden. Zudem blieb eine direkte Anfrage bei der *FCA* zunächst ergebnislos (siehe Anhang 4). Allerdings gibt es in UK den sogenannten *Freedom of Information Act (FOIA)*, welcher im Jahre 2000 erlassen wurde. Dieses Gesetz gibt der Öffentlichkeit ein allgemeines Recht auf eine Einsichtnahme in die von Behörden dokumentierten Informationen. Insofern kann jede Person bei der *FCA* eine Anfrage auf Herausgabe bzw. Preisgabe von Informationen tätigen.<sup>184</sup> Dieses Instrument ist für das Einholen der für diese Arbeit relevanten Informationen von großer Bedeutung gewesen. So gab es im Jahre 2014 eine Anfrage bezüglich der Anzahl an Personen, die wegen Insiderhandels verurteilt wurden. Tabelle 11 zeigt die Antwort der *FCA* auf diese Anfrage:

Jahr	Aufsichtsbehörde	Verurteilungen
		Personen
2001-2007	<i>FSA</i>	0
2008	<i>FSA</i>	0
2009	<i>FSA</i>	4
2010	<i>FSA</i>	3
2011	<i>FSA</i>	4
2012	<i>FSA</i>	10
2013	<i>FSA/FCA</i>	2
2014	<i>FCA</i>	2
2015	<i>FCA</i>	2
$\Sigma$		27
$\emptyset$ p.a.		2

**Tab. 11: Verurteilungen wegen Insiderhandels in UK (2001-2015)<sup>185</sup>**

Da der *FSA* erst im Jahre 2001 die Zuständigkeit für die Ermittlung und Verfolgung von Insiderhandel übertragen wurde, sind die Informationen erst seit 2001 verfügbar. Auffällig ist, dass es die ersten Verurteilungen wegen Insiderhandels erst im Jahre 2009 gab – und das, obwohl bereits seit 1980 ein Insiderhandelsverbot

<sup>184</sup> Vgl. *FCA* [Hrsg.] (2014), [Stand: 13.08.2015].

<sup>185</sup> In Anlehnung an *FCA* - Information Access Team [Hrsg.] (2014); *FCA* [Hrsg.] (2015), [Stand: 13.08.2015].

besteht.<sup>186</sup> In der Summe gab es seit 2001 in UK 27 und im Schnitt zwei Verurteilungen pro Jahr. Die wenigen Verurteilungen seit 2001 liegen laut eigenen Aussagen der *FSA* (heute *FCA*) an den im Vergleich zur *SEC* in den USA teilweise fehlenden Mittel im Kampf gegen den Insiderhandel. So verbietet beispielsweise das englische Recht den Regulierungsbehörden, Verständigungen im Strafprozess oder Zusagen einer Straffreiheit zu nutzen, um Verdächtige zur Kooperation in Untersuchungen zu motivieren.<sup>187</sup> Zudem ist die *FCA* als eine Aufsichtsorganisation bekannt, die den Fokus eher auf die Prävention als auf die Verfolgung bzw. Sanktionierung von Straftaten und Verstößen legt. Auch das ist sicherlich ein Grund für die geringe Anzahl an Verurteilungen.<sup>188</sup> Nichtsdestotrotz ist zu erkennen, dass die proaktive Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze nach der Finanzkrise deutlich zugenommen hat. Der Rechtsdurchsetzungsansatz der *FSA/FCA* ist seitdem deutlich aggressiver, um den Marktteilnehmern zu signalisieren, dass Marktmissbrauch nicht mehr toleriert wird. In den Jahren vor 2007 war vielen Händlern bewusst, dass die Profite aus Insiderhandel die potenzielle Gefahr, erwischt zu werden, aufgrund der Tatsache, dass die Strafe gering und die Rechtsdurchsetzung unwahrscheinlich war, überwogen.<sup>189</sup>

Da keine Informationen über die Anzahl an Insideruntersuchungen der *FCA* bzw. über die Untersuchungsergebnisse mit Ausnahme der Verurteilungen frei zugänglich sind und diese Informationen bisher auch nicht im Rahmen des *Freedom of Information Act* angefragt worden sind, wurde im Zusammenhang mit dieser Arbeit ein eigener *Freedom of Information Request* formuliert (siehe Anhang 5: E-Mail vom 20.05.2015), um die fehlenden Daten zu erlangen. So wurde die *FCA* mit der Bitte um eine Auskunft über folgende Informationen für die Jahre seit 2000 angeschrieben:

- Anzahl der Insideruntersuchungen
- Anzahl der (geschlossenen) Verfahren wegen Insiderhandels
- Anzahl der Verfahrenseinstellungen
- Anzahl der Vergleiche
- Höhe der jeweiligen Geldstrafen der verurteilten Personen

---

<sup>186</sup> Vgl. *FCA - Information Access Team* [Hrsg.] (2014).

<sup>187</sup> Vgl. *Xydias / Lumley* (2007), [Stand: 05.06.2015].

<sup>188</sup> Vgl. *Villeda* (2010), S. 116; *Masters* (2013), [Stand: 13.08.2015].

<sup>189</sup> Vgl. *Kern* (2013), S. 424–425.

Da die *FCA* die Auskunft allerdings verweigern darf, sofern der Arbeitsaufwand für die Beantwortung der Fragen eine gewisse Höhe überschreitet (siehe Anhang 5: Antwort vom 16.06.2015), musste die Anfrage zeitlich beschränkt werden. Da die Daten für das Jahr 2014 für die in Kapitel 6 folgende Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze am bedeutendsten sind, wurde die Anfrage auf dieses Jahr reduziert (siehe Anhang 5: E-Mail vom 17.06.2015), auch wenn somit nicht mehr evaluiert werden kann, ob sich die Intensität der Rechtsdurchsetzung über die Jahre hinweg verändert hat. Die Antwort der *FCA* (siehe Anhang 5: Antwort vom 15.07.2015) brachte folgende Erkenntnisse: Im Kalenderjahr 2014 gab es insgesamt 57 Insideruntersuchungen. Von diesen wurden

- elf Insideruntersuchungen neu eröffnet und
- zehn Insideruntersuchungen geschlossen.

Zudem gab es

- zehn eingeleitete oder andauernde Gerichtsverhandlungen und
- eine Vorverhandlung, die von einer Gerichtsverhandlung im Jahr 2015 gefolgt wurde.

Von den zehn geschlossenen Insideruntersuchungen führte(n)

- drei zu Geldstrafen, von denen eine durch eine Vergleichsvereinbarung erreicht wurde,
- eine zur Verurteilung,
- eine zum Verbot,
- drei zur Einstellungen ohne weitere Maßnahmen und
- zwei dieser Insideruntersuchungen wurden eigentlich bereits vor 2014 geschlossen, blieben jedoch aus administrativen oder anderen Gründen offen.

Ferner gab es 47 offene Insideruntersuchungen zum Ende des Jahres 2014. Die Diskrepanz bei der Anzahl der Verurteilungen zwischen der Antwort der *FCA* (eine Verurteilung) und den Angaben auf der Internetseite der *FCA* (zwei Verurteilungen) lässt sich nicht erklären. Auch eine schriftliche Nachfrage bei der *FCA* blieb unbeantwortet (siehe Anhang 5: E-Mail vom 19.09.2015). Ein möglicher Grund für die Abweichung könnte allerdings in der Rechtskräftigkeit eines Urteils liegen. Die Angabe auf der Internetseite erscheint indessen eher der Wahrheit zu

entsprechen, da die dort dokumentierten Verurteilungen mit einem Datum versehen und somit eindeutig zuzuordnen sind. Deshalb wird folgend von zwei Verurteilungen im Jahre 2014 ausgegangen. Tabelle 12 zeigt wichtigsten Informationen nochmals im Überblick:

Jahr	Insideruntersuchungen				Untersuchungsergebnisse			
	Gesamt	Neue	Geschlossene	Offene	Verfahren	Einstellungen	Geldstrafen	Verurteilungen
2014	57	11	10	47	10	3	3	2

**Tab. 12: Insideruntersuchungen und Untersuchungsergebnisse der FCA (2014)<sup>190</sup>**

Gemessen an der Anzahl an Verfahren kam es im Jahre 2014 in 20% der Fälle zu einer Verurteilung, bzw. in Bezug auf die Anzahl neuer Insideruntersuchungen in ca. 18% der Fälle. Des Weiteren wurden seit 2009 insgesamt £10.660.323 im Zusammenhang mit Insiderfällen beschlagnahmt, zudem £100.000 Geldstrafen und £1.020.044 Rechtsverfolgungskosten von den Gerichten auferlegt.

### **5.3 Empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den USA**

Die benötigten Daten für die empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den USA lassen sich größtenteils den Jahresberichten der SEC sowie der Literatur entnehmen. So ist in ersteren jeweils die Anzahl der Verfahren, die die SEC wegen des Verdachts auf Insiderhandel eingeleitet hat, detailliert aufgelistet. Neben der Verfolgung von Insiderhandel in Zivilverfahren hat die SEC, wenn es sich bei dem Täter um eine sogenannte *regulated person* (z.B. Börsenmakler oder Beschäftigte in einem börsennotierten Unternehmen) handelt, die Möglichkeit, in einem Verwaltungsverfahren aufsichtsrechtliche Sanktionen anzuordnen.<sup>191</sup> Auch wenn die SEC bereits vor 1995 in Zivil- und Verwaltungsverfahren gegen den Insiderhandel vorging und die Daten hierzu zur Verfügung stehen, werden folgend in Tabelle 13 nur die Daten ab 1995 dargestellt, da diese für einen direkten Vergleich mit den deutschen Daten genügen.

<sup>190</sup> Eigene Darstellung.

<sup>191</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 108.

FY*	Verfahren						Anteil an allen Verfahren
	Gesamt		Zivilverfahren		Verwaltungsverfahren		
	Verfahren	Personen	Verfahren	beklagte Personen	Verfahren	angeklagte Personen	
1995	35	96	29	90	6	6	7,2%
1996	29	92	29	92	0	0	6,4%
1997	48	138	36	126	12	12	9,8%
1998	41	93	38	90	3	3	8,6%
1999	57	165	51	159	6	6	10,9%
2000	40	116	36	112	4	4	8,0%
2001	57	115	47	101	10	14	11,8%
2002	59	144	53	138	6	6	9,9%
2003	50	104	37	91	13	13	7,4%
2004	42	95	32	85	10	10	6,6%
2005	50	94	42	85	8	9	8,0%
2006	46	94	37	85	9	9	8,0%
2007	47	110	37	100	10	10	7,2%
2008	61	103	42	84	19	19	9,1%
2009	37	85	31	77	6	8	5,6%
2010	53	138	34	118	19	20	7,8%
2011	57	126	48	116	9	10	7,8%
2012	58	131	52	125	6	6	7,9%
2013	44	95	43	94	1	1	6,5%
2014	52	88	40	75	12	13	6,9%
∑	963	2.222	794	2.043	169	179	
Ø p.a.	48	111	40	102	8	9	8,1%

\*endet am 30. September

**Tab. 13: Rechtsdurchsetzungsmaßnahmen der SEC gegen Insiderhandel nach primärer Einordnung (1995-2014)<sup>192</sup>**

Im Jahre 2014 leitete die SEC demnach insgesamt 52 Verfahren gegen insgesamt 88 Personen wegen des Verdachts auf Insiderhandel ein. Diese können in 40 Zivilverfahren mit 75 beklagten Personen sowie in 12 Verwaltungsverfahren mit 13 angeklagten Personen differenziert werden. Der Anteil der eingeleiteten Verfahren wegen des Verdachts auf Insiderhandel in Bezug auf die gesamten eingeleiteten Verfahren der SEC betrug ca. 7%.<sup>193</sup> Über die gesamte Periode von 1995 bis 2014 hinweg wurden von der SEC insgesamt 963 Verfahren wegen des Verdachts auf Insiderhandel gegen insgesamt 2.222 Personen eröffnet, davon 794 Zivilverfahren mit 2.043 beklagten Personen und 169 Verwaltungsverfahren mit

<sup>192</sup> In Anlehnung an SEC [Hrsg.] (1995-2003); SEC [Hrsg.] (2004-2014).

<sup>193</sup> Vgl. SEC [Hrsg.] (2014c), S. 3.

179 angeklagten Personen. Im Durchschnitt waren das pro Jahr insgesamt 48 Verfahren gegen 111 Personen, davon 40 Zivilverfahren mit 102 beklagten Personen und acht Verwaltungsverfahren mit neun angeklagten Personen. Der durchschnittliche Anteil der eingeleiteten Verfahren wegen des Verdachts auf Insiderhandel in Bezug auf die gesamten eingeleiteten Verfahren der SEC betrug ca. 8%. In Abbildung 16 wird die Anzahl der von der SEC geführten Verfahren gegen Insiderhandel nochmals grafisch veranschaulicht:

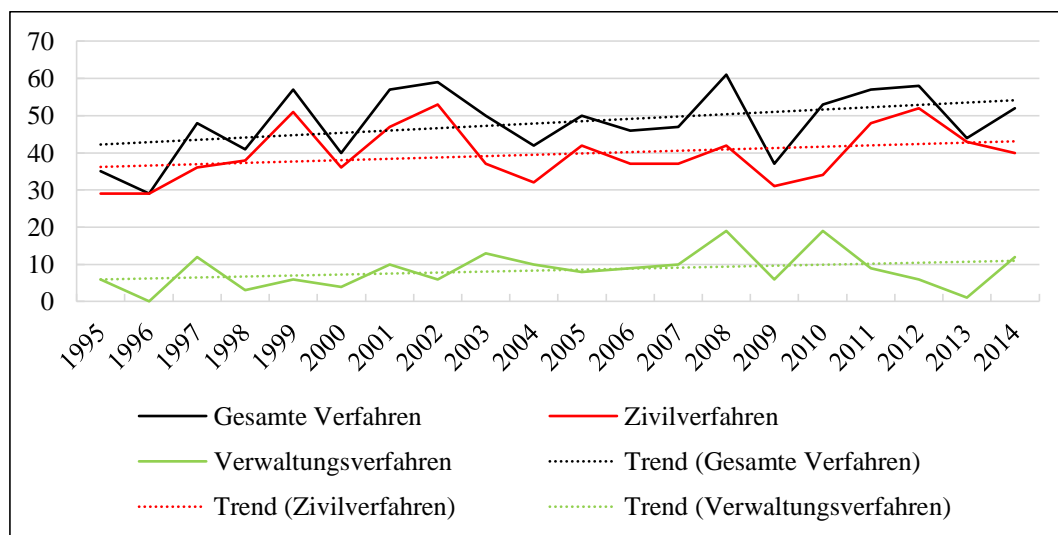


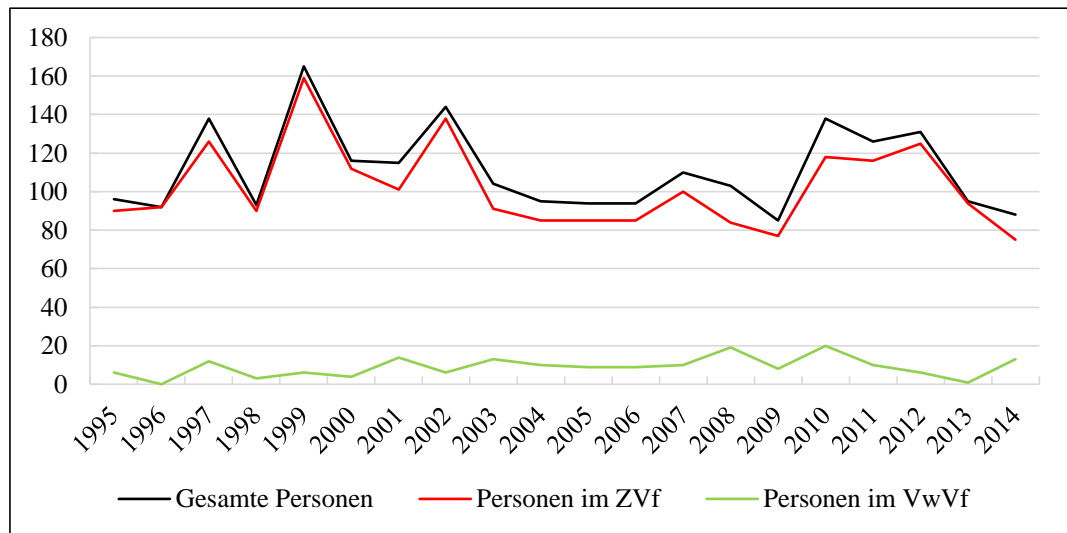
Abb. 16: Anzahl der von der SEC geführten Verfahren gegen Insiderhandel (1995-2014)<sup>194</sup>

Dabei zeigt sich, dass die Anzahl der von der SEC geführten Verfahren gegen Insiderhandel über die Jahre hinweg zwar einige Schwankungen aufweist, nach Glättung der Schwankungen allerdings einen leicht ansteigenden Trend zeigt. Dies lässt den Schluss zu, dass sich die Intensität der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze über die Jahre hinweg erhöht bzw. der wachsenden Marktkapitalisierung angepasst hat. Für die Schwankungen lassen sich allerdings keine Erklärungen finden, so dass davon ausgegangen werden kann, dass diese eher unsystematisch auftreten.

Der Großteil der Verfahren wegen des Verdachts auf Insiderhandel wird in Zivilverfahren geführt. Abbildung 17 veranschaulicht die Anzahl der be- bzw. angeklagten Personen in den von der SEC geführten Verfahren gegen Insiderhandel:

<sup>194</sup> In Anlehnung an SEC [Hrsg.] (1995-2003); SEC [Hrsg.] (2004-2014).





**Abb. 17: Anzahl der be- bzw. angeklagten Personen in den von der SEC geführten Verfahren gegen Insiderhandel (1995-2014)<sup>195</sup>**

Über die Anzahl an Verurteilungen wegen Insiderhandels lassen sich in den Jahresberichten der SEC und auch in anderen Quellen keine Angaben finden. Zudem blieb eine direkte schriftliche Anfrage bei der SEC ergebnislos (siehe Anhang 6). Im *Eastern* bzw. *Southern District of New York* belief sich die Verurteilungsrate der be- bzw. angeklagten Personen jedoch zuletzt auf ca. 80%.<sup>196</sup> Unter der Prämisse, dass die Verurteilungsrate im Rest der USA ähnlich hoch ist, kann geschätzt werden, dass im Jahre 2014 ca. 70 Personen wegen Insiderhandels von der SEC verurteilt wurden.

Da Daten und Statistiken in Bezug auf die Anzahl der Insideruntersuchungen der SEC weder öffentlich verfügbar sind noch auf Anfrage bei der SEC einzuholen waren (siehe Anhang 6 und 7), wird folgend ein Versuch unternommen, die Anzahl der Insideruntersuchungen aus den gesamten Untersuchungen der SEC abzuleiten. Dafür werden die gesamten Untersuchungen der SEC in einem Jahr mit demjenigen Prozentsatz multipliziert, welcher den in Tabelle 13 bereits dargestellten Anteil der eingeleiteten Verfahren wegen des Verdachts auf Insiderhandel in Bezug auf die gesamten eingeleiteten Verfahren der SEC im jeweiligen Jahr widerspiegelt. Unter der Annahme, dass über alle Rechtsdurchsetzungsmaßnahmen der SEC hinweg das Verhältnis von durchgeführten Untersuchungen zu eingeleiteten Verfahren konstant ist, erscheint diese Vorgehensweise zulässig. Tabelle 14 stellt die Ergebnisse der Schätzung informeller bzw. formeller Untersuchungen dar.

<sup>195</sup> In Anlehnung an SEC [Hrsg.] (1995-2003); SEC [Hrsg.] (2004-2014).

<sup>196</sup> Vgl. Del Guercio / Odders-White / Ready (2013), S. 51.

Informelle Untersuchungen sind solche, bei denen die Mitarbeiter der *SEC* Informationen bei Verdachtsfällen auf freiwilliger Basis anfragen, wohingegen bei formellen Untersuchungen die Mitarbeiter der *SEC* das Recht haben, Unterlagen unter Strafandrohung einzufordern und Zeugen zur Aussage zu zwingen. Bei den Daten der informellen Untersuchungen handelt es sich um die im jeweiligen Jahr neu eröffneten Untersuchungen. Die Anzahl der formellen Untersuchungen repräsentieren die formellen Anordnungen einer Untersuchung im entsprechenden Jahr.<sup>197</sup>

FY	Gesamte Untersuchungen <sup>198</sup>		Angewandeter Prozentsatz <sup>199</sup>	Geschätzte Insideruntersuchungen	
	Informelle	Formelle		Informelle	Formelle
1995	436	245	7,2%	31	18
1996	426	189	6,4%	27	12
1997	408	265	9,8%	40	26
1998	536	275	8,6%	46	24
1999	520	282	10,9%	56	31
2000	558	345	8,0%	44	27
2001	570	324	11,8%	67	38
2002	479	300	9,9%	47	30
2003	910	254	7,4%	67	19
2004	973	261	6,6%	64	17
2005	947	272	8,0%	75	22
2006	914	255	8,0%	73	20
2007	776	229	7,2%	56	16
2008	890	233	9,1%	81	21
2009	944	496	5,6%	53	28
2010	952	531	7,8%	74	41
2011	933	578	7,8%	72	45
2012	806	479	7,9%	64	38
2013	908	574	6,5%	59	37
2014	995	576	6,9%	69	40
$\Sigma$	14.881	6.963		1.166	549
Ø p.a.	744	348	8,1%	60	28

**Tab. 14:** *Geschätzte informelle und formelle Insideruntersuchungen der SEC (1995-2014)*<sup>200</sup>

Im Jahre 2014 gab es insgesamt 995 informelle und 576 formelle Untersuchungen der *SEC*. Somit kann unter Einbezug des oben beschriebenen Prozentsatzes die

<sup>197</sup> Vgl. Del Guercio / Odders-White / Ready (2013), S. 50.

<sup>198</sup> Vgl. SEC [Hrsg.] (1995-2003); SEC [Hrsg.] (2004-2014).

<sup>199</sup> Vgl. SEC [Hrsg.] (1995-2003); SEC [Hrsg.] (2004-2014).

<sup>200</sup> Eigene Darstellung.

Anzahl an informellen Insideruntersuchungen auf 69 und die Anzahl an formellen Insideruntersuchungen auf 40 geschätzt werden. Über den Zeitraum von 1995 bis 2014 gab es insgesamt 14.881 informelle und 6.963 formelle Untersuchungen der SEC. Die Schätzung der informellen bzw. formellen Insideruntersuchungen über die gesamte Periode beläuft sich auf 1.166 bzw. 549. Durchschnittlich gab es pro Jahr 744 informelle und 348 formelle Untersuchungen der SEC und somit geschätzte 60 informelle und 28 formelle Insideruntersuchungen. Abbildung 18 veranschaulicht die Ergebnisse der Schätzung nochmals grafisch:

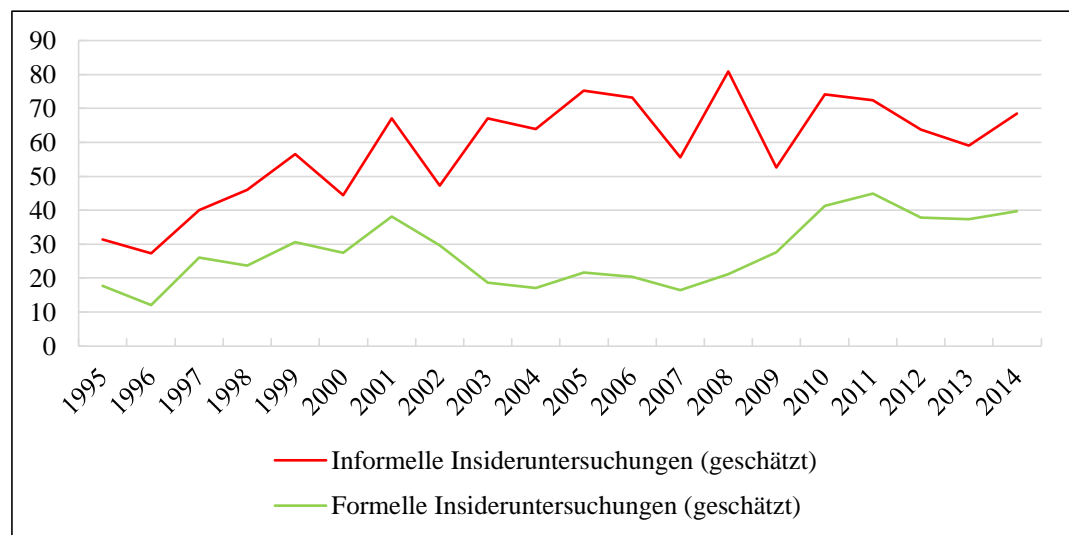


Abb. 18: Geschätzte informelle und formelle Insideruntersuchungen der SEC (1995-2014)<sup>201</sup>

Der Verlauf der Kurven zeigt im betrachteten Zeitraum einen deutlich ansteigenden Trend, so dass die Intensität der Untersuchungen wegen des Verdachts auf Insiderhandel über die Jahre hinweg zunahm bzw. sich der wachsenden Marktkapitalisierung anpasste. Gründe für die einzelnen Schwankungen lassen sich auch hier nicht finden.

Neben der SEC, die für die zivilrechtliche Durchsetzung der Insiderhandelsgesetze verantwortlich ist, hat auch das DOJ, welches das strafrechtliche Insiderhandelsverbot kontrolliert, die Möglichkeit, Verfahren und Untersuchungen wegen Insiderhandels durchzuführen bzw. Personen zu verurteilen.<sup>202</sup> Die Anzahl an Strafverfahren bzw. Verurteilungen wegen Insiderhandels in Strafverfahren sowie die Anzahl an Insideruntersuchungen des DOJ stehen allerdings nicht zur Verfügung. Auf mehrfache schriftliche Anfragen beim DOJ wurde nicht reagiert

<sup>201</sup> Eigene Darstellung.

<sup>202</sup> Vgl. Garcia / Johnson (2012), S. 664.

(siehe beispielsweise Anhang 8). Auch eine Anfrage beim *National Criminal Justice Reference Service (NCJRS)* blieb ergebnislos (siehe Anhang 9). Es ist lediglich aus der Literatur bekannt, dass das *DOJ* im Jahre 2014 gegen insgesamt 20 Personen oder Organisationen eine Strafanzeige wegen Insiderhandels stellte.<sup>203</sup> Zudem sind die in der folgenden Tabelle 15 dargestellten Angaben für die Jahre 2001 bis 2006 in der Literatur zu finden:

FY	Verfahren	Anklagen	Verurteilungen
2001	53	16	14
2002	52	16	12
2003	51	14	15
2004	53	21	13
2005	67	19	19
2006	56	24	15

**Tab. 15: Rechtsdurchsetzungsmaßnahmen des DOJ gegen Insiderhandel (2001-2006)**<sup>204</sup>

Jedoch genügen für einen Vergleich der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze die Daten der *SEC*, da die Anzahl an Insiderhandelsfällen von den durch die *SEC* geführten Zivil- und Verwaltungsverfahren vollständig abgedeckt werden. So kommt es zwar häufig vor, dass Insiderhandelsfälle, welche von der *SEC* in Zivil- und Verwaltungsverfahren verfolgt werden, parallel auch zu Strafverfahren des *DOJ* führen. Dass von dem *DOJ* strafrechtlich verfolgte Insiderhandelsfälle nicht auch von der *SEC* zivilrechtlich verfolgt werden, ist hingegen nicht festzustellen.<sup>205</sup>

Des Weiteren blieb eine telefonische Anfrage beim *FBI* bezüglich der von dieser Organisation durchgeführten Insideruntersuchungen ohne Erfolg. Zudem lassen sich in der Literatur keine Angaben über Vergleichsvereinbarungen bei Insiderhandelsfällen, denen eine besondere Bedeutung in der Praxis zukommt, finden.<sup>206</sup>

<sup>203</sup> Vgl. Morrison Foerster [Hrsg.] (2015), S. 2.

<sup>204</sup> In Anlehnung an Coffee (2007), S. 265.

<sup>205</sup> Vgl. Plotkin et al. (2010), S. 56.

<sup>206</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 109.

## 5.4 Empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in der Schweiz

Für die empirische Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in der Schweiz stehen nur vereinzelt Daten zur Verfügung. So sind beispielsweise über die Anzahl an Untersuchungen der FINMA, die den Insiderhandel betreffen, wenige Informationen bekannt. Auch eine konkrete Nachfrage bei der FINMA brachte keine Ergebnisse (siehe Anhang 10). Die einzige Statistik über die Rechtsdurchsetzung des Insiderhandelsgesetzes der FINMA ist dem im Jahre 2014 erstmals veröffentlichten Enforcementbericht zu entnehmen. Demnach gab es 93 abgeschlossene Vorabklärungen im Jahr 2014, die den Insiderhandel betreffen.<sup>207</sup> Dies entspricht einem Anteil an den gesamten abgeschlossenen Vorabklärungen der FINMA von 11,9%. Nachfolgend wird dieser Prozentsatz verwendet, um die neu eröffneten Vorabklärungen, die den Insiderhandel betreffen, für das Jahr 2014 sowie die neu eröffneten und abgeschlossenen Vorabklärungen für das Jahr 2013 aus den gesamten Vorabklärungen zu schätzen. Denn obwohl in der Schweiz der Begriff „Vorabklärungen“ verwendet wird, spricht vieles dafür, dass es sich hierbei um die Anzahl an Insideruntersuchungen handelt. Auch wenn die FINMA bereits 2009 ihre Tätigkeiten als Aufsichtsbehörde aufnahm, gibt es für die Jahre vor 2013 keine weiteren Informationen über Vorabklärungen. Somit beschränkt sich diese Schätzung – dargestellt in Tabelle 16 – auf die Jahre 2013 und 2014.

Jahr	Vorabklärungen (gesamt) <sup>208</sup>			Geschätzte Vorabklärungen (Insiderhandel)		
	Neue	Geschlossene	Offene	Neue	Geschlossene	Offene
2013	740	545	526	88	65	63
2014	765	782	509	91	93*	61
∑	1.505	1.327		179	158	
Ø p.a.	753	664	518	89	79	62

\*nicht geschätzt, Quelle: Enforcementbericht 2014<sup>209</sup>

**Tab. 16: Geschätzte Insider-Vorabklärungen der FINMA (2013-2014)<sup>210</sup>**

Demzufolge gab es im Jahr 2014 insgesamt 765 neue, 782 geschlossene und 509 offene Vorabklärungen.<sup>211</sup> Des Weiteren wurden 93 Vorabklärungen, die den

<sup>207</sup> Vgl. FINMA [Hrsg.] (2015a), S. 58.

<sup>208</sup> Vgl. FINMA [Hrsg.] (2014), S. 74; FINMA [Hrsg.] (2015b), S. 78.

<sup>209</sup> Vgl. FINMA [Hrsg.] (2015a), S. 58.

<sup>210</sup> Eigene Darstellung.

<sup>211</sup> Vgl. FINMA [Hrsg.] (2015b), S. 78.

Insiderhandel betreffen, abgeschlossen.<sup>212</sup> Unter Anwendung des oben beschriebenen Prozentsatzes von 11,9% beläuft sich die Schätzung der neuen bzw. offenen Vorabklärungen, die den Insiderhandel betreffen, auf 91 bzw. 61. In den Jahren 2013 und 2014 wurden insgesamt 1.505 neue und 1.327 geschlossene Vorabklärungen der FINMA dokumentiert. Somit können die Summen der Vorabklärungen, die den Insiderhandel betreffen, auf 179 neue und 158 geschlossene Vorabklärungen geschätzt werden. Im Jahresdurchschnitt bedeutet dies insgesamt 753 neue, 664 geschlossene und 518 offene Vorabklärungen sowie geschätzte 89 neue, 79 geschlossene und 62 offene Vorabklärungen, die den Insiderhandel betreffen.

Auch über die von der FINMA gestellten Strafanzeigen wegen Insiderhandelsverdachts ist wenig bekannt. Lediglich für das Jahr 2012 sind hierfür Informationen veröffentlicht. Demnach wurde in diesem Jahr gegen 20 Personen Anzeige wegen Insiderhandelsverdachts bei den kantonalen Strafverfolgungsbehörden erstattet.<sup>213</sup> Über die Anzahl an Verfahren und Verurteilungen wegen Insiderhandels wollte die FINMA auf Anfrage keine Informationen preisgeben (siehe Anhang 10). Die Anzahl an Verurteilungen kann allerdings dem schweizerischen Bundesamt für Statistik entnommen werden. Diese führt eine Datenbank über die jährlichen Verurteilungen für ein Vergehen oder Verbrechen nach den Artikeln des Strafgesetzbuches (StGB). Auch wenn das Insiderhandelsverbot seit dem Jahre 2013 im BEHG und nicht mehr im Art. 161 StGB (Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen) geregelt ist, kann die jährliche Anzahl an Verurteilungen wegen Insiderhandels für die Jahre bis 2013 dieser Datenbank entnommen werden. Die Tabelle 17 spiegelt diese Informationen wider. Auch hier werden die Ergebnisse erst ab dem Jahr 1995 dargestellt, da dies für einen Vergleich der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern genügt. Demnach gab es seit 1995 insgesamt 17 Verurteilungen wegen Insiderhandels in der Schweiz. Auch wenn das Insiderhandelsverbot in der Schweiz nur bis zum Jahre 2013 im StGB geregelt war, ist die eine Zuordnung im Jahre 2014 wohl darauf zurückzuführen, dass die Verurteilungen im Register des Bundesamtes für Statistik erst dann erfasst werden, wenn das Urteil rechtskräftig ist. Der Anteil an Verurteilungen in Bezug auf die

---

<sup>212</sup> Vgl. FINMA [Hrsg.] (2015a), S. 58.

<sup>213</sup> Vgl. FINMA [Hrsg.] (2013), S. 70.

Anzahl der neuen Untersuchungen der FINMA liegt sowohl für das Jahr 2014 als auch im Jahresdurchschnitt bei gerade einmal ca. 1%.

Jahr	Verurteilungen	Jahr	Verurteilungen
1995	1	2006	3
1996	0	2007	2
1997	0	2008	0
1998	0	2009	0
1999	0	2010	0
2000	2	2011	0
2001	0	2012	0
2002	1	2013	0
2003	1	2014	1
2004	5	$\Sigma$	17
2005	1	Ø p.a.	1

*Tab. 17: Anzahl der Verurteilungen in der Schweiz nach Art. 161 StGB (1995-2014)<sup>214</sup>*

Die oben dargestellten Angaben des schweizerischen Bundesamtes für Statistik decken sich größtenteils mit den Informationen aus der Literatur, wonach es beispielsweise bis zum Jahre 2011 in der Schweiz erst zu 13 Verurteilungen wegen Insiderhandels gekommen ist.<sup>215</sup> Die geringe Anzahl an Verurteilungen ist wohl darauf zurückzuführen, dass die kantonalen Staatsanwaltschaften, die bis zur Revision im Jahre 2013 für die Verfolgung von Insiderhandel zuständig waren, oftmals fachtechnisch überfordert waren. Dieser Ansicht ist zumindest Peter V. Kunz, Professor für Wirtschaftsrecht an der Uni Bern. Zudem bereitete die Enge des Straftatbestandes des Insiderhandels bzw. des Täterkreises Probleme.<sup>216</sup> Vergleichbare Statistiken für Vergehen gegen das BEHG seit dem Jahre 2013 lassen sich jedoch nicht finden.

<sup>214</sup> In Anlehnung an Bundesamt für Statistik [Hrsg.] (Schweiz) (2015).

<sup>215</sup> Vgl. Bruppacher (2011), [Stand: 14.08.2015].

<sup>216</sup> Vgl. Metzler (2011), [Stand: 05.06.2015].

## 6 Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern

In diesem Kapitel sollen die betrachteten Länder hinsichtlich ihrer Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze bewertet werden. Zum einen wird hierzu in Kapitel 6.1 eine Output-Analyse anhand der in Kapitel 5 dargestellten Ergebnisse der empirischen Analyse durchgeführt. Dafür werden neben den Anzahlen der neuen Insideruntersuchungen der Aufsichtsbehörden die Anzahlen der Verurteilungen wegen Insiderhandels herangezogen. Zum anderen werden in Kapitel 6.2 in einer Input-Analyse andere Kriterien, welche die bei der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze verfügbaren Mittel der Aufsichtsbehörden einbeziehen, berücksichtigt. Dabei werden neben den Anzahlen der Mitarbeiter der Aufsichtsbehörden auch die den Aufsichtsbehörden zur Verfügung stehenden Ressourcen bzw. die Ausgaben der Aufsichtsbehörden im Bereich *Enforcement* in Betracht gezogen. In Kapitel 6.3 werden die Ergebnisse der Output- bzw. Input-Analyse in einer Gesamtbewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze zusammengefasst, um zu evaluieren, inwieweit sich die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in Deutschland von der in UK, den USA oder der Schweiz hinsichtlich ihrer relativen Intensität unterscheidet. Abbildung 19 veranschaulicht diese Vorgehensweise nochmals grafisch:

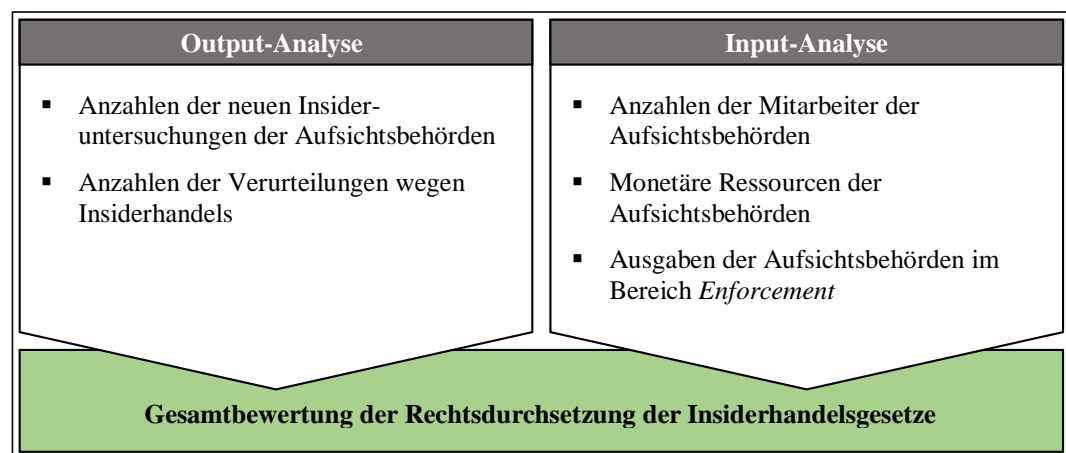


Abb. 19: *Verwendete Kriterien für die Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze*<sup>217</sup>

<sup>217</sup> Eigene Darstellung.



Während die Output-Analyse eher die repressiven Maßnahmen der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze bzw. die Sanktionen und das Vorgehen gegen den Insiderhandel widerspiegelt, berücksichtigt die Input-Analyse insbesondere die präventiven Mittel der Aufsichtsbehörden, die im Kampf gegen den Insiderhandel eingesetzt werden können.

Um eine Vergleichbarkeit der oben dargestellten Kriterien zu gewährleisten, werden diese ins Verhältnis zu der Größe des jeweiligen Landes (gemessen an der Einwohnerzahl) bzw. der Größe des jeweiligen Kapitalmarktes (gemessen an der Marktkapitalisierung) gesetzt. Da weder in der Literatur noch in anderen Quellen Daten über die Marktkapitalisierung eines Landes zu finden sind, wird versucht, diese mit Hilfe der Marktkapitalisierung der Hauptbörse eines Landes abzubilden. Ein solcher Ansatz ist für Deutschland, UK und die Schweiz durchaus zulässig. In diesen Ländern reflektiert die Marktkapitalisierung der jeweiligen Hauptbörse die Marktkapitalisierung des Landes. Die USA stellen indessen eine Ausnahme dar. Hier muss neben der Marktkapitalisierung der Hauptbörse *NYSE* aufgrund der Größe auch die Marktkapitalisierung der Börse *NASDAQ OMX* berücksichtigt werden, um die Höhe der Marktkapitalisierung der USA richtig abzubilden. Da auch die *World Bank* einen ähnlichen Ansatz zur Berechnung der Marktkapitalisierung eines Landes verfolgt, erscheint diese Vorgehensweise legitim. Außerdem werden die Kriterien in Relation zur Anzahl der *Trades* in den jeweiligen Ländern gesetzt. Da es auch hier – ähnlich wie bei der Marktkapitalisierung – keine Angaben über die Anzahl der *Trades* in einem Land gibt, werden diese mit der Anzahl der *Trades* an der bzw. den jeweilige(n) Hauptbörse(n) eines Landes geschätzt. Aufgrund der Tatsache, dass die Anzahl der *Trades* mit Derivaten wie Optionsscheinen und *Futures* im Vergleich zur Anzahl der *Trades* mit Aktien vernachlässigbar gering und zudem einige Daten hierzu nicht verfügbar sind, werden die Anzahlen der *Trades* durch die „*Numbers of trades in equity shares (electronic order book trades)*“, die von der *World Federation of Exchanges* veröffentlicht werden, abgebildet. Tabelle 18 fasst die für die Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze verwendeten kapitelübergreifenden Daten zusammen:

Land	Bevölkerung (2014) <sup>218</sup>	Börse	Marktkapitalisierung der Hauptbörse(n) (Mrd. USD in 2014) <sup>219</sup>	Anzahl der <i>Trades</i> (Bio. in 2014) <sup>220</sup>
D	80.996.685	Deutsche Börse	1.739	110
UK	63.742.977	<i>London SE Group</i>	4.013	253
USA	318.892.103	<i>NYSE + NASDAQ OMX</i>	26.331	3.274
CH	8.061.516	<i>SIX Swiss Exchange</i>	1.495	35

**Tab. 18: Verwendete kapitelübergreifende Daten zur Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern<sup>221</sup>**

Des Weiteren soll darauf hingewiesen werden, dass die folgende Bewertung und Gegenüberstellung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den analysierten Ländern mit einer gewissen Zurückhaltung betrachtet werden müssen. So muss berücksichtigt werden, dass sich beispielsweise die Aufsichtsbehörden in vielerlei Hinsicht (z.B. Aufsichtsmodell, Struktur, Finanzierung, Kompetenzen, Zuständigkeiten oder Schwerpunkte der Rechtsdurchsetzung) differenzieren und somit nur bedingt miteinander zu vergleichen sind. Während die *SEC* und die *FCA* – wie oben bereits dargestellt – fast ausschließlich den Wertpapierhandel bzw. die Kapitalmärkte überwachen, beaufsichtigen BaFin und FINMA die ganzen Finanzmärkte einschließlich der Banken und Versicherer. Zudem darf nicht außer Acht gelassen werden, dass aus kulturellen und anderen Gründen die Quote der Gesetzesbrecher und damit auch die relative Häufigkeit des Verstoßes gegen ein Insiderhandelsgesetz zwischen den Ländern variieren kann.<sup>222</sup> Des Weiteren ist die folgende Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze auf das Jahr 2014 beschränkt, da nur für dieses Jahr alle erforderlichen Daten zur Verfügung stehen. Somit ist die Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern lediglich auf eine Momentaufnahme limitiert. Dennoch wird anschließend ein Versuch unternommen, unter Berücksichtigung der verschiedenen Aufsichtsmodelle die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern zu vergleichen bzw. zu bewerten.

<sup>218</sup> Vgl. Central Intelligence Agency [Hrsg.], [Stand: 01.06.2015].

<sup>219</sup> Vgl. World Federation of Exchanges [Hrsg.] (2015), [Stand: 27.08.2015].

<sup>220</sup> Vgl. World Federation of Exchanges [Hrsg.] (2015), [Stand: 27.08.2015].

<sup>221</sup> Eigene Darstellung.

<sup>222</sup> Vgl. Coffee (2007), S. 263–264.

## **6.1 Output-Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze**

In diesem Kapitel wird in einer Output-Analyse die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern bewertet. Dafür werden zunächst die Anzahlen der neuen Insideruntersuchungen der Aufsichtsbehörden herangezogen, da diese die Aktivität bzw. die Bemühungen der jeweiligen Aufsichtsbehörde im Kampf gegen den Insiderhandel widerspiegeln. Des Weiteren werden die Anzahlen an Verurteilungen wegen Insiderhandels zwischen den jeweiligen Ländern miteinander verglichen, da diese das klassische Ergebnis der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze darstellen. Zudem werden Verurteilungen in der Öffentlichkeit eher wahrgenommen und dienen deshalb als Abschreckung vor Insiderhandel. Die Anzahlen an Verfahren wegen Insiderhandels werden dahingegen nicht in die Bewertung einbezogen, da diese in den betrachteten Ländern schwer zu vergleichen sind. Auch können diese ein verzerrtes Bild der Realität wiedergeben. So ist es beispielsweise möglich, dass die Anzahl an Verfahren in einem Land zwar sehr hoch ist, aber gleichzeitig ein Großteil der Verfahren aus verschiedensten Gründen eingestellt wird und somit ergebnislos bleibt.

### **6.1.1 Output-Analyse hinsichtlich der Anzahlen neuer Insideruntersuchungen**

Zunächst werden die Anzahlen an neuen Insideruntersuchungen der Aufsichtsbehörden im Verhältnis zur jeweiligen Einwohnerzahl, der Marktkapitalisierung bzw. der Anzahl an *Trades* miteinander verglichen. Dafür werden für Deutschland und UK die Anzahlen neuer Insideruntersuchungen, für die USA die Anzahl der geschätzten informellen Insideruntersuchungen und für die Schweiz die Anzahl der geschätzten neuen Vorabklärungen verwendet. Diese scheinen die höchste Vergleichbarkeit aufzuweisen, da sie alle das Aktivwerden der Aufsichtsbehörden bei einem Verdacht auf Insiderhandel gemeinsam haben. Tabelle 19 zeigt das Ergebnis im Überblick. Es zeigt sich, dass die Schweiz nicht nur gesamt, sondern auch im Verhältnis zu der Einwohnerzahl, der Marktkapitalisierung bzw. der Anzahl an *Trades* die höchste Anzahl an neuen Insideruntersuchungen der Aufsichtsbehörden aufweist. Dieses Ergebnis scheint der Realität im Hinblick auf die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze allerdings nicht ganz gerecht zu werden.

Land	Aufsichts- behörde	Neue Insideruntersuchungen (2014)			
		Gesamt	Pro Mio. Einwohner	Pro Mrd. Markt- kapitalisierung	Pro Bio. <i>Trades</i>
D	BaFin	50	0,62	0,0288	0,45
UK	<i>FCA</i>	11	0,17	0,0027	0,04
USA	<i>SEC</i>	69	0,22	0,0026	0,02
CH	FINMA	91	11,29	0,0609	2,59

**Tab. 19: Output-Analyse hinsichtlich der Anzahlen neuer Insideruntersuchungen der Aufsichtsbehörden<sup>223</sup>**

Zwar kann es durchaus sein, dass es in der Schweiz eine hohe Anzahl an neuen Insideruntersuchungen gibt. Da es aber kaum zu Verurteilungen wegen Insiderhandels in der Schweiz kommt, bleiben die Insideruntersuchungen zumindest meist ergebnislos. Auch erscheint es etwas überraschend, dass die USA in Bezug zur Marktkapitalisierung bzw. zur Anzahl der *Trades* die niedrigste Anzahl an neuen Insideruntersuchungen aufweisen. Der Grund dafür kann allerdings an der unterschiedlichen Definition von Insideruntersuchungen in den jeweiligen Ländern bzw. an den von der Realität abweichenden Schätzwerten liegen. Nichtsdestotrotz zeigt sich aber auch, dass die Anzahl an neuen Insideruntersuchungen in Deutschland im internationalen Vergleich durchaus „konkurrenzfähig“ ist und vor allem in Bezug zur Marktkapitalisierung und zur Anzahl der *Trades* sogar Länder wie die USA oder UK deutlich übertrifft. Dies lässt den Rückschluss zu, dass die BaFin grundsätzlich eine hohe Aktivität in der Verfolgung von Insiderhandel vorweist.

### **6.1.2 Output-Analyse hinsichtlich der Anzahlen von Verurteilungen wegen Insiderhandels**

Da die eben dargestellte Bewertung hinsichtlich der Anzahlen an neuen Insideruntersuchungen der Aufsichtsbehörden einige Limitierungen erkennen lässt, werden folgend die Anzahlen von Verurteilungen wegen Insiderhandels in den betrachteten Ländern gegeneinander abgewogen. Diese scheinen eine deutlich besser vergleichbare Darstellung der repressiven Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze zu liefern. Tabelle 20 spiegelt das Ergebnis dieser Bewertung wider:

<sup>223</sup> Eigene Darstellung.

Land	Aufsichts- behörde	Verurteilungen wegen Insiderhandels (2014)			
		Gesamt	Pro Mio. Einwohner	Pro Mrd. Markt- kapitalisierung	Pro Bio. <i>Trades</i>
D	BaFin	2	0,02	0,0012	0,0182
UK	<i>FCA</i>	2	0,03	0,0005	0,0079
USA	<i>SEC</i>	70	0,22	0,0027	0,0214
CH	FINMA	1	0,12	0,0007	0,0284

**Tab. 20: Output-Analyse hinsichtlich der Anzahlen von Verurteilungen wegen Insiderhandels<sup>224</sup>**

Es stellt sich heraus, dass es in den USA nicht nur gesamt, sondern auch in der Relation zur Einwohnerzahl bzw. zur Marktkapitalisierung im Vergleich zu den anderen betrachteten Ländern zu deutlich mehr Verurteilungen wegen Insiderhandels kommt. Dies kann sicherlich damit begründet werden, dass die *SEC* neben der Suche nach Insiderhandelsfällen auch gleichzeitig die staatsanwaltlichen Ermittlungen durchführen kann, während beispielsweise die BaFin die Verdachtsfälle an eine Staatsanwaltschaft abgeben muss. Diese Staatsanwaltschaften sind allerdings meist mit den komplexen Insiderhandelsfällen fachlich überfordert.<sup>225</sup> Gerade diese qualitativen Defizite führen nicht zuletzt dazu, dass in Deutschland vor allem sogenannte *Hardcore*-Fälle mit hohen Gewinnen und komplexen Strukturen häufig unentdeckt bzw. sanktionslos bleiben. Darüber hinaus bereiten auch die geringen Anzahlen des zur Strafverfolgung zur Verfügung stehenden Personals der Staatsanwaltschaften ein Problem in der Verfolgung von Insiderhandel.<sup>226</sup> Zudem stehen der *SEC* deutlich mehr Mittel im Kampf gegen den Insiderhandel – wie beispielsweise die Möglichkeit von Abhörmaßnahmen – zur Verfügung, während in Deutschland Vergleichbares nicht erlaubt ist.<sup>227</sup> Ferner ist die enge und gute Zusammenarbeit der *SEC* mit dem *DOJ* oder dem *FBI* mit Sicherheit ein weiterer wichtiger Faktor.<sup>228</sup> Im Vergleich zu UK oder der Schweiz findet sich in Deutschland in Bezug zur Marktkapitalisierung allerdings die höchste Anzahl an Verurteilungen wegen Insiderhandels. In Relation zur Einwohnerzahl zeigt Deutschland jedoch aufgrund der im Vergleich hohen Bevölkerungsanzahl das niedrigste Ergebnis. Betrachtet man die Verurteilungen wegen Insiderhandels in Bezug zur Anzahl der *Trades*, steht die Schweiz aufgrund ihrer verhältnismäßig

<sup>224</sup> Eigene Darstellung.

<sup>225</sup> Vgl. Stocker (2012), [Stand: 05.06.2015].

<sup>226</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 366.

<sup>227</sup> Vgl. Schröder (2011), [Stand: 01.06.2015].

<sup>228</sup> Vgl. Garcia / Johnson (2012), S. 664.

geringen Anzahl der *Trades* deutlich besser da und übertrifft sogar die USA, die hier aufgrund der verhältnismäßig hohen Anzahl der *Trades* nicht viel besser als Deutschland abschneiden.

## **6.2 Input-Analyse der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze**

Da neben den Output-Analysen, die vor allem die repressiven Maßnahmen der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze bzw. die Sanktionen und das Vorgehen gegen den Insiderhandel reflektieren, auch die präventiven Mittel, die im Kampf gegen den Insiderhandel eingesetzt werden können, in die Gesamtbewertung einfließen sollen, werden die betrachteten Länder in diesem Kapitel in Input-Analysen hinsichtlich der Anzahlen der Mitarbeiter der Aufsichtsbehörden, der den Aufsichtsbehörden zur Verfügung stehenden monetären Ressourcen und den Ausgaben der Aufsichtsbehörden im Bereich *Enforcement* im Verhältnis zu der Einwohnerzahl, der Marktkapitalisierung bzw. der Anzahl an *Trades* einander gegenübergestellt. Dabei müssen jedoch die verschiedenen Aufsichtsmodelle der Aufsichtsbehörden berücksichtigt werden, um eine Vergleichbarkeit zu gewährleisten.

### **6.2.1 Input-Analyse hinsichtlich der Anzahlen der Mitarbeiter der Aufsichtsbehörden**

Zunächst werden die Aufsichtsbehörden hinsichtlich der Anzahlen an Mitarbeitern miteinander verglichen. Dabei muss allerdings beachtet werden, dass sich die Aufsichtsbehörden im Hinblick auf deren Kontrollbereiche unterscheiden, wie es bereits in Kapitel 4 dargestellt ist. Während beispielsweise die BaFin neben dem Kapitalmarkt auch die Banken und Versicherer überwacht, ist die *SEC* nur für die Überwachung des Kapitalmarktes zuständig.<sup>229</sup> Somit stehen der *SEC* alle Mitarbeiter zur Überwachung des Kapitalmarktes bzw. des Wertpapierhandels zur Verfügung, wohingegen dies für die BaFin nicht der Fall ist. Um eine Vergleichbarkeit der Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze hinsichtlich der Anzahlen der Mitarbeiter der Aufsichtsbehörden zu gewährleisten, müssen die unterschiedlichen Aufsichtsmodelle deshalb berücksichtigt werden. So sollen nur die Anzahlen der Mitarbeiter, die für die Kapitalmarktaufsicht zuständig sind, in den Vergleich einfließen.

---

<sup>229</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2015a); SEC [Hrsg.] (2014b), S. 8.

Da diese Anzahl für die BaFin allerdings nicht veröffentlicht ist und auch auf schriftliche Anfrage nicht einzuholen war (siehe Anhang 11), wird deshalb ersatzweise die Mitarbeiteranzahl der BaFin verwendet, die in Frankfurt am Main ansässig ist, da dort fast ausschließlich die Wertpapieraufsicht sitzt, wohingegen die Bankenaufsicht bzw. die Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht komplett in Bonn angesiedelt sind.<sup>230</sup> Nach telefonischer Rücksprache mit der BaFin scheint diese Anzahl der Realität am nächsten zu kommen und somit die beste Vergleichbarkeit mit den anderen betrachteten Ländern zu erzielen. Ebenso wie bei der BaFin ergibt sich bei der FINMA aufgrund des Universalaufsichtsmodells das Problem, dass die gesamte Mitarbeiteranzahl nicht der Anzahl der Mitarbeiter entspricht, die für die Aufsicht des Wertpapierhandels zuständig sind. Um eine Vergleichbarkeit der Bewertung der Rechtsdurchsetzung hinsichtlich der Anzahlen der Mitarbeiter der Aufsichtsbehörden zu gewährleisten, muss auch hier die Mitarbeiteranzahl angepasst werden. Da es allerdings weder in der Literatur noch in anderen Quellen Informationen über die Anzahl der Mitarbeiter der FINMA gibt, die für die Aufsicht des Wertpapierhandels zuständig sind, und auch die FINMA auf schriftliche Nachfrage darüber keine Auskunft geben wollte (siehe Anhang 10), muss diese Anzahl geschätzt werden. Hierfür wird die gesamte Mitarbeiteranzahl der FINMA mit dem Prozentsatz multipliziert, der den Anteil der Mitarbeiter der BaFin, die für die Wertpapieraufsicht verantwortlich sind, an der gesamten Mitarbeiteranzahl der BaFin ausdrückt. Aufgrund des gleichen Aufsichtsmodells der BaFin und der FINMA scheint diese Annahme zulässig. Da die *SEC* und die *FCA* hingegen fast ausschließlich für die Wertpapieraufsicht bzw. den Kapitalmarkt zuständig sind, kann bei beiden Aufsichtsbehörden für diesen Vergleich die gesamte Anzahl an Mitarbeiter verwendet werden.<sup>231</sup> Auch wenn nur ein Bruchteil der Mitarbeiter, die für die Überwachung des Kapitalmarktes bzw. des Wertpapierhandels zuständig sind, auch für den Insiderhandel verantwortlich sind, werden für die folgende Bewertung die Anzahlen der Mitarbeiter, die für die Überwachung des Kapitalmarktes bzw. Wertpapierhandels zuständig sind, herangezogen, da in allen betrachteten Ländern keine Angaben über die jeweilige Anzahl der Mitarbeiter, die für den Insiderhandel verantwortlich sind, vorhanden

---

<sup>230</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2014b).

<sup>231</sup> Vgl. SEC [Hrsg.] (2014b), S. 8; Verlag Finanz und Wirtschaft [Hrsg.] (2013), [Stand: 20.08.2015].

sind. Tabelle 21 zeigt die Mitarbeiteranzahlen der Aufsichtsbehörden der betrachteten Länder im Überblick:

Land	Aufsichts- behörde	Anzahl der Mitarbeiter (2014)			
		Gesamt	Pro Mio. Einwohner	Pro Mrd. Markt- kapitalisierung	Pro Bio. <i>Trades</i>
D	BaFin	654 <sup>232</sup>	8	0,38	5,9
UK	<i>FCA</i>	2.511 <sup>233</sup>	39	0,63	9,9
USA	<i>SEC</i>	4.150 <sup>234</sup>	13	0,16	1,3
CH	FINMA	131*	16	0,09	3,7

\*entspricht 25,8% der gesamten 509 Mitarbeiter<sup>235</sup>

**Tab. 21: Input-Analyse hinsichtlich der Anzahlen der Mitarbeiter der Aufsichtsbehörden<sup>236</sup>**

Demnach verfügt die *FCA* sowohl in Relation zur Einwohnerzahl und zur Marktkapitalisierung als auch in Relation zur Anzahl der *Trades* über die höchste Mitarbeiteranzahl im Vergleich zu den anderen Aufsichtsbehörden. Die Mitarbeiterstärke der BaFin ist in Bezug zur Marktkapitalisierung bzw. zur Anzahl der *Trades* zwar deutlich niedriger als die der *FCA*, im Vergleich zu der *SEC* bzw. der FINMA ist diese allerdings signifikant höher. In Bezug zur Einwohnerzahl bildet Deutschland aber auch hier das Schlusslicht.

### **6.2.2 Input-Analyse hinsichtlich der den Aufsichtsbehörden zur Verfügung stehenden monetären Ressourcen**

In einem nächsten Schritt werden die Aufsichtsbehörden hinsichtlich ihrer zur Verfügung stehenden monetären Ressourcen analysiert. Auch hier müssen die gesamten zur Verfügung stehenden Ressourcen der BaFin bzw. der FINMA aufgrund ihres Universalaufsichtsmodells für eine bessere Vergleichbarkeit angepasst werden. Da es sowohl von der BaFin als auch von der FINMA keine genauen Angaben über die Höhe der Ressourcen, welche für die Wertpapieraufsicht verwendet werden, gibt (siehe dazu auch Anhang 10 und 11), wird hierfür der in Kapitel 6.2.1 verwendete Prozentsatz, welcher den Anteil der für die Wertpapieraufsicht zuständigen Mitarbeiter der BaFin widerspiegelt, für die Berechnung der monetären Ressourcen der BaFin bzw. der FINMA angewendet.

<sup>232</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2015b), S. 244.

<sup>233</sup> Vgl. FCA [Hrsg.] (2014a), S. 94.

<sup>234</sup> Vgl. SEC [Hrsg.] (2014b), S. 10.

<sup>235</sup> Vgl. FINMA [Hrsg.] (2015b), S. 97.

<sup>236</sup> Eigene Darstellung.



Für die USA und UK hingegen können wiederum die angegebenen gesamten Ressourcen herangezogen werden. Für die Gegenüberstellung der monetären Ressourcen werden für die BaFin, die *FCA* und die *FINMA* die jeweiligen Einnahmen im Kalenderjahr 2014 verwendet, da diese den Aufsichtsbehörden in vollem Umfang zur Verfügung stehen. Für die *SEC* können die Einnahmen den zur Verfügung stehenden Ressourcen jedoch nicht gleichgesetzt werden, da die *SEC* nur jene Ressourcen verwenden darf, welche nach einem Haushaltsantrag vom Kongress genehmigt sind. Über diese genehmigten Ressourcen hinausgehende Einnahmen sind durch das Gesetz für die *SEC* nicht verfügbar.<sup>237</sup> Deshalb werden für die *SEC* die *Budgetary Resources* in Betracht gezogen. Damit die zur Verfügung stehenden monetären Ressourcen der Aufsichtsbehörden miteinander verglichen werden können, werden zudem die in der Literatur in der jeweiligen Landeswährung angegebenen Werte in US-Dollar umgerechnet. Dafür wird der jeweilige Wechselkurs vom 31.12.2014 verwendet. Tabelle 22 gibt einen Überblick über die zur Verfügung stehenden monetären Ressourcen der Aufsichtsbehörden:

Land	Aufsichts- behörde	Ressourcen in USD* (2014)			
		Gesamt	Pro Einwohner	Pro Mrd. Markt- kapitalisierung	Pro Bio. <i>Trades</i>
D	BaFin	68.903.820**	0,85	39.633	625.663
UK	<i>FCA</i>	734.611.320 <sup>238</sup>	11,52	183.063	2.900.564
USA	<i>SEC</i>	1.550.513.000 <sup>239</sup>	4,86	58.886	473.649
CH	<i>FINMA</i>	36.395.290***	4,51	24.340	1.033.972

\*Wechselkurse (31.12.14): 1 EUR=1,2101 USD / 1 GBP=1,5577 USD / 1 CHF=1,0065 USD<sup>240</sup>

\*\*entspricht 25,8% der gesamten Ressourcen (USD 267.069.070)<sup>241</sup>

\*\*\*entspricht 25,8% der gesamten Ressourcen (USD 141.067.014)<sup>242</sup>

**Tab. 22: Input-Analyse hinsichtlich der den Aufsichtsbehörden zur Verfügung stehenden monetären Ressourcen<sup>243</sup>**

Auch hier wird deutlich, dass der *FCA* in allen Relationen die meisten monetären Ressourcen zur Verfügung stehen. In Bezug zur Marktkapitalisierung weist die BaFin zwar höhere zur Verfügung stehende Ressourcen als die *FINMA* auf, im Vergleich zur *SEC* ist sie jedoch in diesem Kriterium unterlegen. In Bezug zur

<sup>237</sup> Vgl. SEC [Hrsg.] (2014b), S. 86.

<sup>238</sup> Vgl. FCA [Hrsg.] (2014a), S. 93.

<sup>239</sup> Vgl. SEC [Hrsg.] (2014b), S. 78.

<sup>240</sup> Vgl. Exchange-Rates.org [Hrsg.] (2015), [Stand: 04.06.2015].

<sup>241</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2015b), S. 248.

<sup>242</sup> Vgl. FINMA [Hrsg.] (2015c), S. 5.

<sup>243</sup> Eigene Darstellung.

Anzahl der *Trades* schneidet die BaFin hingegen sogar besser ab als die *SEC*, wohingegen sie in Relation zur Einwohnerzahl weit abfällt.

### **6.2.3 Input-Analyse hinsichtlich der Ausgaben der Aufsichtsbehörden im Bereich Enforcement**

In einem letzten Schritt werden die Aufsichtsbehörden hinsichtlich der Ausgaben im Bereich *Enforcement* analysiert, da diese die Ausgaben im Bereich der Rechtsdurchsetzung wiedergeben. Auf diese Weise fließen in die Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze auch die unterschiedlichen Befugnisse der Aufsichtsbehörden im Bereich der Rechtsdurchsetzung ein. Da auch hierzu von der BaFin keine genauen Angaben über die Höhe der Ausgaben im Bereich *Enforcement*, welche im Rahmen der Wertpapieraufsicht getätigt werden, vorhanden sind (siehe dazu auch Anhang 11), werden die gesamten Ausgaben im Bereich *Enforcement* wiederum mit dem in den Kapiteln 6.2.1 und 6.2.2 angewendeten Prozentsatz von 25,8% multipliziert, um eine Vergleichbarkeit zu gewährleisten. Für die *FCA* und die *SEC* können hingegen die gesamten Ausgaben im Bereich *Enforcement* herangezogen werden. Aufgrund der Tatsache, dass die FINMA keine Angaben über die Ausgaben im Bereich *Enforcement* macht (siehe dazu auch Anhang 10), werden diese mit Hilfe des deutschen Anteils der Ausgaben im Bereich *Enforcement* gemessen an den gesamten Ressourcen geschätzt. Damit die Ausgaben der Aufsichtsbehörden im Bereich *Enforcement* miteinander verglichen werden können, werden wiederum die in der Literatur in der jeweiligen Landeswährung angegebenen Werte in US-Dollar umgerechnet. Dafür wird der jeweilige Wechselkurs vom 31.12.2014 verwendet. Tabelle 23 fasst die Ausgaben der Aufsichtsbehörden im Bereich *Enforcement* zusammen. Demnach weisen die *FCA* und die *SEC* in Bezug zur Einwohnerzahl bzw. in Bezug zur Marktkapitalisierung ähnlich hohe Ausgaben im Bereich *Enforcement* auf, wohingegen die Ausgaben der BaFin bzw. der FINMA im Bereich *Enforcement* um ein Vielfaches geringer sind. In Relation zur Anzahl der *Trades* übertrifft die *FCA* die *SEC* sogar um den Faktor zwei. Zudem zeigt sich, dass über 30% des Budgets der *SEC* in die Rechtsdurchsetzung geht, während es bei der *FCA* etwas mehr als 10% und bei der BaFin weniger als 4% des Budgets (für die Wertpapieraufsicht) sind. Die Ursache dieser Differenzen liegt allerdings vor allem an den oben beschriebenen unterschiedlichen Befugnissen der Aufsichtsbehörden.

Land	Aufsichts- behörde	Ausgaben im Bereich <i>Enforcement</i> in USD* (2014)				
		Gesamt	Anteil an Ressourcen	Pro Einwohner	Pro Mrd. Markt- kapitalisierung	Pro Bio. <i>Trades</i>
D	BaFin	2.403.985**	3,5%	0,03	1.383	21.829
UK	FCA	74.925.370 <sup>244</sup>	10,2%	1,18	18.671	295.838
USA	SEC	487.047.000 <sup>245</sup>	31,4%	1,53	18.497	148.782
CH	FINMA	1.269.795***	3,5%	0,16	849	36.074

\*Wechselkurse (31.12.14): 1 EUR=1,2101 USD / 1 GBP=1,5577 USD / 1 CHF=1,0065 USD<sup>246</sup>

\*\*entspricht 25,8% der gesamten Ausgaben im Bereich *Enforcement* (USD: 9.317.770)<sup>247</sup>

\*\*\*entspricht dem deutschen Anteil der Ausgaben im Bereich *Enforcement* an den gesamten Ressourcen (3,5%) der der FINMA zur Verfügung stehenden gesamten Ressourcen

**Tab. 23: Input-Analyse hinsichtlich der Ausgaben der Aufsichtsbehörden im Bereich *Enforcement*<sup>248</sup>**

### **6.3 Zusammenfassende Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in Deutschland und den Vergleichsländern**

Um ein abschließendes Resultat der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern zu erhalten, werden die Ergebnisse der vorangehenden Kapitel 6.1 und 6.2 zusammengefasst und bewertet. Dabei wird wie folgt vorgegangen:

- 1) Die Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze wird in Bezug zu der Einwohnerzahl, der Marktkapitalisierung bzw. der Anzahl an *Trades* gesondert durchgeführt.
- 2) Das Land mit dem höchsten Ergebnis in einem Kriterium erhält den Wert eins. Die Werte der anderen Länder werden hinsichtlich des Verhältnisses des eigenen Ergebnisses zu dem Ergebnis des Landes mit dem höchsten Wert berechnet.
- 3) In Kapitel 6.3.1 bzw. 6.3.2 werden zunächst die Ergebnisse der Output- bzw. Input-Analysen betrachtet, um damit das arithmetische Mittel der Resultate der Output-Analysen bzw. das arithmetische Mittel der Resultate der Input-Analysen zu ermitteln.

<sup>244</sup> Vgl. FCA [Hrsg.] (2014a), S. 93.

<sup>245</sup> Vgl. SEC [Hrsg.] (2014b), S. 75.

<sup>246</sup> Vgl. Exchange-Rates.org [Hrsg.] (2015), [Stand: 04.06.2015].

<sup>247</sup> Vgl. BaFin [Hrsg.] (2015b), S. 248.

<sup>248</sup> Eigene Darstellung.

- 4) Das arithmetische Mittel dieser beiden Ergebnisse ergibt abschließend die in Kapitel 6.3.3 dargestellte Gesamtbewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern.

### 6.3.1 Zusammenfassende Bewertung der Output-Analysen

Die Durchführung der zusammenfassenden Bewertung der Output-Analysen in Bezug zur Einwohnerzahl nach der oben beschriebenen Vorgehensweise liefert das in Tabelle 24 veranschaulichte Ergebnis:

Land	Aufsichts- behörde	Output-Analyse		
		(6.1.1)	(6.1.2)	Ø
Deutschland	BaFin	0,05	0,11	0,08
UK	FCA	0,02	0,14	0,08
USA	SEC	0,02	1,00	0,51
Schweiz	FINMA	1,00	0,57	0,78

*Tab. 24: Zusammenfassende Darstellung der Output-Analysen (Bezug: Einwohnerzahl)<sup>249</sup>*

In Relation zur Einwohnerzahl zeigt die Schweiz mit einem Wert von 0,78 das höchste durchschnittliche Ergebnis der Output-Analysen, wobei dieser Wert – wie in Kapitel 6.1.1 bereits ausgeführt – mit Vorsicht zu genießen ist. Die USA liegen mit einem Wert von 0,51 hinter der Schweiz, gefolgt von Deutschland und UK mit einem abgeschlagenen Wert von 0,08.

In Bezug zur Marktkapitalisierung ergibt sich das in Tabelle 25 dargestellte Ergebnis:

Land	Aufsichts- behörde	Output-Analyse		
		(6.1.1)	(6.1.2)	Ø
Deutschland	BaFin	0,47	0,43	0,45
UK	FCA	0,05	0,19	0,12
USA	SEC	0,04	1,00	0,52
Schweiz	FINMA	1,00	0,25	0,63

*Tab. 25: Zusammenfassende Darstellung der Output-Analysen (Bezug: Marktkapitalisierung)<sup>250</sup>*

Auch in Relation zur Marktkapitalisierung zeigt die Schweiz mit einem Wert von 0,63 das höchste durchschnittliche Ergebnis der Output-Analysen, gefolgt von den

<sup>249</sup> Eigene Darstellung.

<sup>250</sup> Eigene Darstellung.

USA mit einem Wert von 0,52, Deutschland mit einem Wert von 0,45 und UK mit einem abgeschlagenen Wert von 0,12.

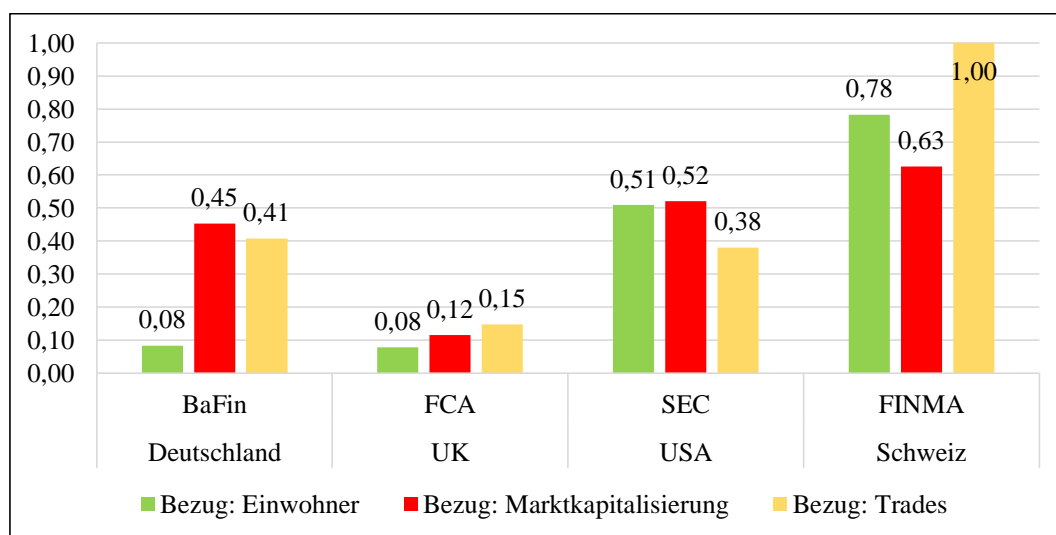
In Bezug zur Anzahl der *Trades* ergibt sich das in Tabelle 26 dargestellte Ergebnis:

Land	Aufsichts- behörde	Output-Analyse		
		(6.1.1)	(6.1.2)	Ø
Deutschland	BaFin	0,18	0,64	0,41
UK	FCA	0,02	0,28	0,15
USA	SEC	0,01	0,75	0,38
Schweiz	FINMA	1,00	1,00	1,00

**Tab. 26: Zusammenfassende Darstellung der Output-Analysen (Bezug: Anzahl der Trades)<sup>251</sup>**

Hier erzielt ebenfalls die Schweiz mit einem Wert von 1,00 aufgrund ihrer geringen Anzahl an *Trades* das höchste durchschnittliche Ergebnis der Output-Analysen, gefolgt von Deutschland mit einem Wert von 0,41, den USA mit einem Wert von 0,38 und UK mit einem Wert von 0,15.

Abbildung 20 fasst alle Ergebnisse der Output-Analysen nochmals grafisch zusammen:



**Abb. 20: Gesamtbewertung der Output-Analyse in den betrachteten Ländern<sup>252</sup>**

Im internationalen Vergleich weist Deutschland demnach bei den repressiven Maßnahmen der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze gerade in Relation zur Einwohnerzahl deutliche Defizite auf. Teilweise lässt sich dies mit der im Vergleich zu den anderen betrachteten Ländern relativ hohen Einwohnerzahl

<sup>251</sup> Eigene Darstellung.

<sup>252</sup> Eigene Darstellung.

Deutschlands im Verhältnis zur Marktkapitalisierung bzw. zur Anzahl der *Trades* begründen. Dies zeigt sich auch dadurch, dass das Ergebnis Deutschlands in Relation zur Marktkapitalisierung bzw. zur Anzahl der *Trades* im internationalen Vergleich durchaus mithalten kann.

### 6.3.2 Zusammenfassende Bewertung der Input-Analysen

Die Durchführung der zusammenfassenden Bewertung der Input-Analysen in Bezug zur Einwohnerzahl liefert das in Tabelle 27 veranschaulichte Ergebnis:

Land	Aufsichts- behörde	Input-Analyse			
		(6.2.1)	(6.2.2)	(6.2.3)	Ø
Deutschland	BaFin	0,20	0,07	0,02	0,10
UK	FCA	1,00	1,00	0,77	0,92
USA	SEC	0,33	0,42	1,00	0,58
Schweiz	FINMA	0,41	0,39	0,10	0,30

Tab. 27: Zusammenfassende Darstellung der Input-Analysen (Bezug: Einwohnerzahl)<sup>253</sup>

In Relation zur Einwohnerzahl weist demnach UK mit einem durchschnittlichen Wert von 0,92 das beste Ergebnis auf, gefolgt von den USA mit einem Wert von 0,58, der Schweiz mit einem Wert von 0,30 und Deutschland mit einem Wert von 0,10.

In Bezug zur Marktkapitalisierung ergibt sich das in Tabelle 28 dargestellte Ergebnis:

Land	Aufsichts- behörde	Input-Analyse			
		(6.2.1)	(6.2.2)	(6.2.3)	Ø
Deutschland	BaFin	0,60	0,22	0,07	0,30
UK	FCA	1,00	1,00	1,00	1,00
USA	SEC	0,25	0,32	0,99	0,52
Schweiz	FINMA	0,14	0,13	0,05	0,11

Tab. 28: Zusammenfassende Darstellung der Input-Analysen (Bezug: Marktkapitalisierung)<sup>254</sup>

Auch in Bezug zur Marktkapitalisierung zeigt UK mit einem durchschnittlichen Wert von 1,00 das beste Ergebnis auf, gefolgt von den USA mit einem Wert von 0,52, Deutschland mit einem Wert von 0,30 und der Schweiz mit einem Wert von 0,11.

<sup>253</sup> Eigene Darstellung.

<sup>254</sup> Eigene Darstellung.

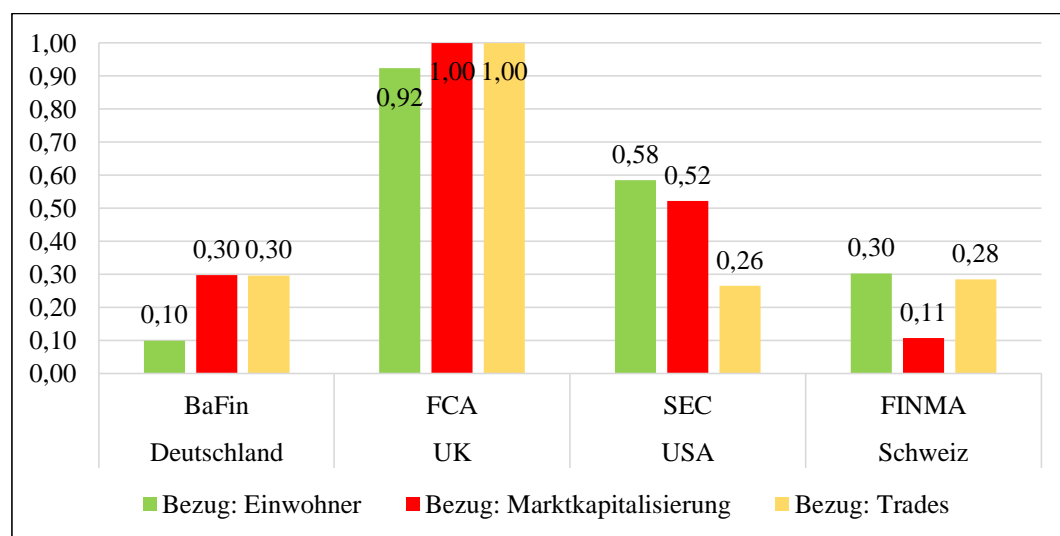
In Bezug zur Anzahl der *Trades* ergibt sich das in Tabelle 29 dargestellte Ergebnis:

Land	Aufsichts- behörde	Input-Analyse			
		(6.2.1)	(6.2.2)	(6.2.3)	Ø
Deutschland	BaFin	0,60	0,22	0,07	0,30
UK	FCA	1,00	1,00	1,00	1,00
USA	SEC	0,13	0,16	0,50	0,26
Schweiz	FINMA	0,38	0,36	0,12	0,28

**Tab. 29:** Zusammenfassende Darstellung der Input-Analysen (Bezug: Anzahl der Trades)<sup>255</sup>

UK erzielt auch hier mit einem durchschnittlichen Wert von 1,00 das mit Abstand beste Ergebnis, gefolgt von Deutschland mit einem Wert von 0,30, der Schweiz mit einem Wert von 0,28 und den USA mit einem Wert von 0,26.

Abbildung 21 fasst alle Ergebnisse der Input-Analysen nochmals grafisch zusammen:



**Abb. 21:** Gesamtbewertung der Input-Analyse in den betrachteten Ländern<sup>256</sup>

Erkennbar ist, dass UK im Vergleich zu den anderen betrachteten Ländern die meisten präventiven Mittel im Kampf gegen den Insiderhandel besitzt. Dies könnte auch das schlechte Ergebnis UKs in der Output-Analyse begründen, da die vielen präventiven Mittel zu einer Abschreckung von Insiderhandel führen können, wodurch eine geringere Häufigkeit von Insiderhandelsfällen in UK erklärt sein könnte. Auch die USA wenden in Bezug zur Einwohnerzahl und zur Marktkapitalisierung im Vergleich zu Deutschland und der Schweiz deutlich mehr

<sup>255</sup> Eigene Darstellung.

<sup>256</sup> Eigene Darstellung.

präventive Mittel auf. Deutschland ist hier gerade in Relation zur Einwohnerzahl nicht „konkurrenzfähig“. In Relation zur Marktkapitalisierung zeigt die Schweiz das schlechteste Ergebnis.

### 6.3.3 Gesamtbewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern

Für die Gesamtbewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern werden die Ergebnisse der Kapitel 6.3.1 und 6.3.2 zusammengefasst. In Bezug zur Einwohnerzahl ergibt sich das in Tabelle 30 dargestellte Gesamtergebnis:

Land	Aufsichts- behörde	Gesamtbewertung		
		Ø Input-Analyse	Ø Output-Analyse	Ø Gesamt
Deutschland	BaFin	0,10	0,08	0,09
UK	FCA	0,92	0,08	0,50
USA	SEC	0,58	0,51	0,55
Schweiz	FINMA	0,30	0,78	0,54

*Tab. 30: Gesamtbewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze (Bezug: Einwohnerzahl)<sup>257</sup>*

Demnach zeigen die USA in Relation zur Einwohnerzahl mit einem Gesamtergebnis von 0,55 die beste Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze, dicht gefolgt von der Schweiz mit einem Gesamtergebnis von 0,54 und UK mit einem Gesamtergebnis von 0,50. Deutschland ist mit einem Gesamtergebnis von 0,09 hingegen weit abgeschlagen. Das hohe Ergebnis der Schweiz ist allerdings sicherlich auf deren geringe Einwohnerzahl zurückzuführen. Dies zeigt auch, dass der Bezug zur Einwohnerzahl eines Landes einige Limitierungen aufweist und dass die Größe des Kapitalmarktes der bessere Bezug für die Gesamtbewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze ist.

In Bezug zur Marktkapitalisierung ergibt sich das in Tabelle 31 dargestellte Gesamtergebnis. Demzufolge zeigt UK in Relation zur Marktkapitalisierung mit einem Gesamtergebnis von 0,56 die beste Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze, dicht gefolgt von den USA mit einem Gesamtergebnis von

<sup>257</sup> Eigene Darstellung.



0,52. Deutschland und die Schweiz liegen mit einem Gesamtergebnis von 0,37 hinter UK und den USA gleichauf.

Land	Aufsichts- behörde	Gesamtbewertung		
		Ø Input-Analyse	Ø Output-Analyse	Ø Gesamt
Deutschland	BaFin	0,30	0,45	0,37
UK	FCA	1,00	0,12	0,56
USA	SEC	0,52	0,52	0,52
Schweiz	FINMA	0,11	0,63	0,37

**Tab. 31: Gesamtbewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze (Bezug: Marktkapitalisierung)<sup>258</sup>**

In Bezug zur Anzahl der *Trades* ergibt sich das in Tabelle 32 dargestellte Gesamtergebnis:

Land	Aufsichts- behörde	Gesamtbewertung		
		Ø Input-Analyse	Ø Output-Analyse	Ø Gesamt
Deutschland	BaFin	0,30	0,41	0,35
UK	FCA	1,00	0,15	0,57
USA	SEC	0,26	0,38	0,32
Schweiz	FINMA	0,28	1,00	0,64

**Tab. 32: Gesamtbewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze (Bezug: Anzahl der Trades)<sup>259</sup>**

In Relation zur Anzahl der *Trades* weist die Schweiz mit einem Gesamtergebnis von 0,64 die beste Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze auf, dicht gefolgt von UK mit einem Gesamtergebnis von 0,57. Deutschland und die USA liegen hier mit einem Gesamtergebnis von 0,35 bzw. 0,32 relativ gleich auf.

Abbildung 22 veranschaulicht die Gesamtbewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern nochmals grafisch. In Bezug zur Einwohnerzahl lässt sich demnach ein klares Bild erkennen. So ist die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in Deutschland deutlich schlechter als die in den Vergleichsländern, wobei das Ergebnis der Schweiz einerseits aufgrund der geringen Einwohnerzahl und andererseits aufgrund der hohen Anzahl an neuen Insideruntersuchungen, die ergebnislos bleiben, wohl zu hoch ist. Auch wenn das Ergebnis von Deutschland in Relation zur Marktkapitalisierung nicht

<sup>258</sup> Eigene Darstellung.

<sup>259</sup> Eigene Darstellung.

ganz so dramatisch ausfällt, ist auch hier eine Diskrepanz zu UK und den USA erkennbar. Der Bezug zur Anzahl der *Trades* verändert zwar die Ergebnisse der USA zum Negativen bzw. der Schweiz zum Positiven, sollte aber keinesfalls überbewertet werden.

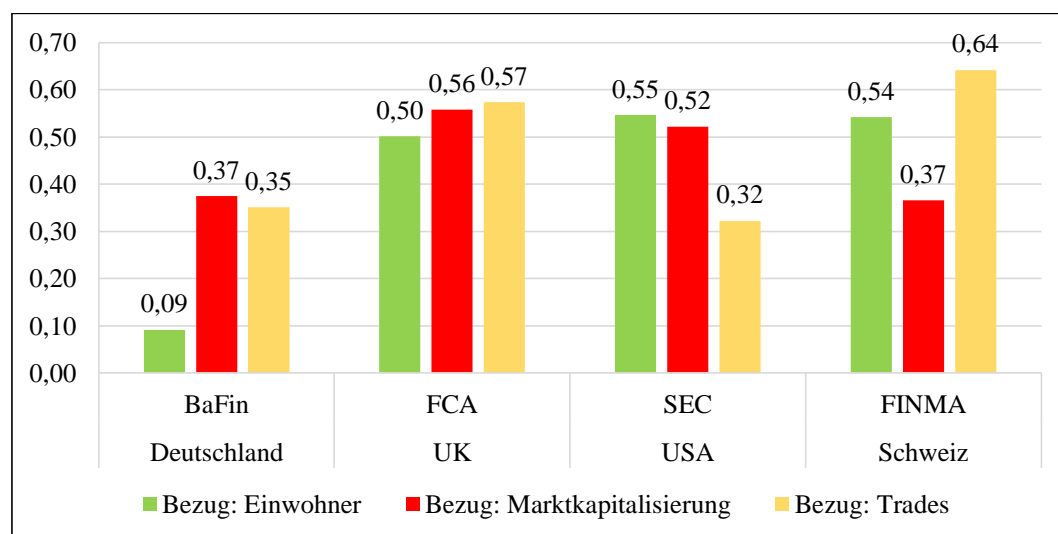


Abb. 22: Gesamtbewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den betrachteten Ländern<sup>260</sup>

Somit lassen sich auch die in Kapitel 4.5 beschriebenen Erkenntnisse aus der Literatur über die allgemeine Rechtsdurchsetzung der Aufsichtsbehörden, die durch den *Public Enforcement Power Index* bzw. durch den *LLS Public Enforcement Index* beschrieben werden, größtenteils bestätigen.

Zu Anfang dieser Arbeit wurde die Frage gestellt, ob die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in Deutschland im internationalen Vergleich schlechter ist. Auch wenn die Ergebnisse der vorangehenden Bewertung in quantitativer Hinsicht einige Limitierungen aufweisen, ist vor allem im Vergleich zu UK und den USA, in denen die internationalen Standards des Kapitalmarktes gesetzt werden, ein qualitativer Unterschied feststellbar. Somit lässt sich diese Frage positiv beantworten. Die wichtigsten Ursachen für diesen qualitativen Unterschied können wie folgt begründet werden:

- 1) Gerade die Input-Analysen machen deutlich, dass der BaFin im Vergleich zur *FCA* und *SEC* die personellen und monetären Mittel für eine bessere Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze fehlen. Insbesondere der

<sup>260</sup> Eigene Darstellung.

*FCA* stehen hierbei deutlich mehr Ressourcen zur Verfügung. Dies lässt auf eine höhere Aufdeckungs- und Aufklärungsrate und eine damit einhergehende höhere Abschreckung vor Insiderhandel schließen.

- 2) Durch das Universalaufsichtsmodell in Deutschland entstehen Zielkonflikte zwischen den Aufsichtsbereichen, die die BaFin dazu zwingen, Schwerpunkte in der Finanzmarktüberwachung zu setzen. Diese Schwerpunktsetzung erfolgt aufgrund der systemrelevanten Bedeutung der Banken vermutlich eher zugunsten der Bankenaufsicht, sodass der Kapitalmarktaufsicht im Vergleich zu UK und den USA deutlich weniger Gewichtigkeit zukommt. Diese Hypothese lässt sich durch die Erkenntnis untermauern, dass die Insideruntersuchungen der BaFin mit Beginn der Finanzkrise im Jahre 2008 deutlich einbrachen, da die Rettung der systemrelevanten Banken mutmaßlich Vorrang hatte.
- 3) Die Tatsache, dass die BaFin im Vergleich zur *SEC* Verdachtsfälle nicht selbst verfolgen kann und stattdessen an die zugehörigen Staatsanwaltschaften abgeben muss, ist sicherlich ein weiterer Grund für den qualitativen Unterschied in der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze. Zudem fehlt in Deutschland eine spezialisierte Staatsanwaltschaft für die Verfolgung der Insiderhandelsgesetze.<sup>261</sup> Gerade diese qualitativen Defizite der Staatsanwaltschaften führen – wie oben bereits erwähnt – dazu, dass vor allem sogenannte *Hardcore*-Fälle mit hohen Gewinnen und komplexen Strukturen häufig unentdeckt bzw. sanktionslos bleiben. Darüber hinaus bereitet auch die geringe Anzahl des zur Strafverfolgung zur Verfügung stehenden Personals der Staatsanwaltschaften ein Problem.<sup>262</sup> Zusammenfassend begründet dies gewiss auch die im Vergleich zu den USA sehr geringe Anzahl an Anklagen und Verurteilungen wegen Insiderhandels.
- 4) Des Weiteren stehen in den USA deutlich mehr Mittel im Kampf gegen den Insiderhandel zur Verfügung. So gibt es dort beispielsweise die Möglichkeit von Abhörmaßnahmen oder die Möglichkeit der Kooperation mit Kronzeugen, die beide den Beweis von Insiderhandelsfällen erheblich

---

<sup>261</sup> Vgl. Stocker (2012), [Stand: 05.06.2015].

<sup>262</sup> Vgl. Villeda (2010), S. 366.

erleichtern. Vergleichbares ist in Deutschland nicht erlaubt.<sup>263</sup> Des Weiteren ist die enge und gute Zusammenarbeit der *SEC* mit dem *DOJ* oder dem *FBI* mit Sicherheit ein entscheidender Faktor.<sup>264</sup>

- 5) Zudem kann möglicherweise auch die im Vergleich zu UK und den USA späte Einführung des Insiderhandelsgesetzes in Deutschland und der damit verbundenen geringeren Erfahrung mit diesem Rechtsgebiet ein Grund für die qualitativen Defizite sein.

#### 6.4 Vergleich der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze zwischen Civil- bzw. Common-Law-Ländern

Da durch die anfängliche Auswahl der Länder jeweils zwei Repräsentanten der Rechtskreise des *Civil* bzw. des *Common Law* analysiert wurden, lässt sich abschließend die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in den verschiedenen Rechtskreisen miteinander vergleichen. Tabelle 33 fasst die Ergebnisse des Vergleichs zusammen:

Rechtskreis	Länder	Gesamtbewertung		
		Bezug: Einwohner	Bezug: Markt- kapitalisierung	Bezug: <i>Trades</i>
<i>Civil Law</i>	Deutschland, Schweiz	0,32	0,37	0,50
<i>Common Law</i>	UK, USA	0,52	0,54	0,45

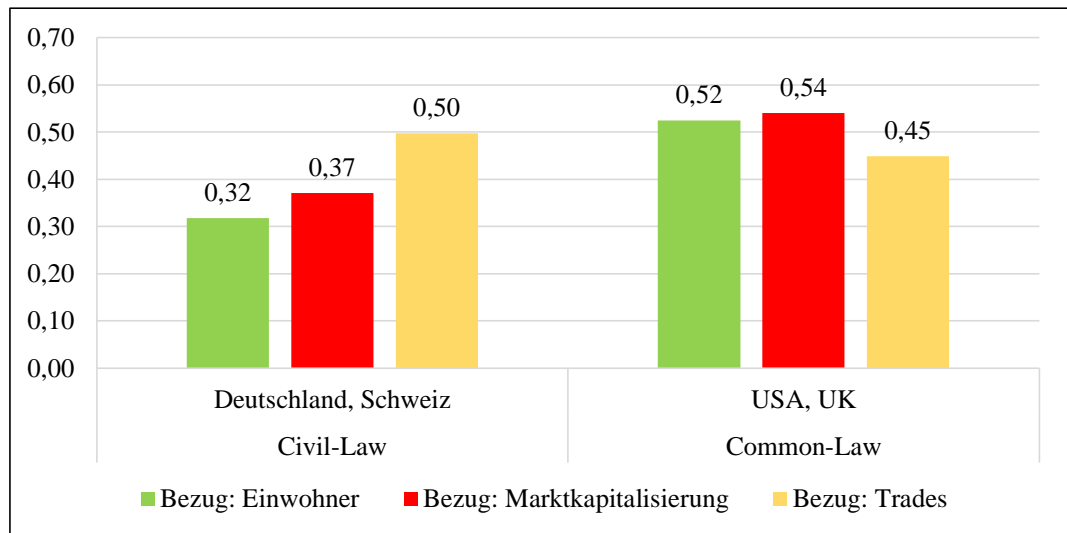
**Tab. 33: Vergleich der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze zwischen Civil- bzw. Common-Law-Ländern<sup>265</sup>**

Es zeigt sich, dass die beiden *Common-Law*-Länder (UK, USA) im Hinblick auf die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze im Durchschnitt sowohl in Relation zur Einwohnerzahl als auch in Relation zur Marktkapitalisierung den beiden *Civil-Law*-Ländern (Deutschland, Schweiz) deutlich überlegen sind. Somit lassen sich auch hier die in Kapitel 4.5 beschriebenen Erkenntnisse aus der Literatur bestätigen. Der sich ändernde Eindruck in Bezug zur Anzahl der *Trades* verzerrt hier die Realität. Abbildung 23 veranschaulicht dieses Ergebnis grafisch:

<sup>263</sup> Vgl. Schröder (2011), [Stand: 01.06.2015].

<sup>264</sup> Vgl. Garcia / Johnson (2012), S. 664.

<sup>265</sup> Eigene Darstellung.



**Abb. 23: Vergleich der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze zwischen Civil- bzw. Common-Law-Ländern<sup>266</sup>**

Dies verifiziert den generellen Trend, wonach in *Common-Law*-Ländern (z.B. USA, Canada, UK oder Australien) ein höheres Ausmaß an Rechtsdurchsetzung als in *Civil-Law*-Ländern (z.B. Deutschland, Schweiz oder Frankreich) zu verzeichnen ist. Dies liegt daran, dass *Common-Law*-Länder generell einen höheren Investorenschutz aufweisen, da diese Länder in der Regel ein eigenkapitalbasiertes Systemen der Unternehmensfinanzierung aufweisen, während *Civil-Law*-Länder wie Deutschland häufig auf einem fremdkapitalbasierten System beruhen.<sup>267</sup> So erhöht beispielsweise auch in den USA die zunehmende Privatisierung der Kapitalmärkte den Druck auf die SEC, die Rechtsdurchsetzung zu verstärken.<sup>268</sup> Zudem bestätigen auch andere Studien, dass *Common-Law*-Ländern im Vergleich zu *Civil-Law*-Ländern weitaus mehr Ressourcen für die Rechtsdurchsetzung zur Verfügung stehen. Dies gilt sowohl in personellen als auch in monetären Dimensionen.<sup>269</sup>

<sup>266</sup> Eigene Darstellung.

<sup>267</sup> Vgl. Beny (2005), S. 159; Karmel (1998), S. 1134.

<sup>268</sup> Vgl. Crompton (2008), S. 28.

<sup>269</sup> Vgl. Coffee (2007), S. 245.

## 7 Fazit

Die vorliegende Arbeit kommt zu dem Ergebnis, dass die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in Deutschland gerade im Vergleich zu UK und den USA qualitative Defizite aufweist. Aufbauend auf diesen Erkenntnissen kann in einem nächsten wissenschaftlichen Schritt analysiert werden, welche Maßnahmen in Deutschland getroffen werden müssen, um dieses Missverhältnis zu begleichen. So stellen sich beispielsweise folgende Fragen:

- Wie kann die Verfolgung von Insiderhandel intensiviert werden?
- Inwiefern können schärfere Sanktionen für ein Vergehen gegen das Insiderhandelsverbot die Abschreckung vor potenziellen Insiderdelikten erhöhen?
- Macht eine Separation der Aufsichtsbehörde bzw. die Bildung einer eigenen Organisation, die für die Wertpapieraufsicht zuständig ist, nach US- bzw. UK-Vorbild Sinn?
- Sollten der Aufsichtsbehörde mehr Kompetenzen in der Rechtsverfolgung bzw. die alleinige Verfolgungsbefugnis eingeräumt werden?
- Sollte eine zentrale Staatsanwaltschaft für Kapitalmarktrecht gegründet werden?
- Sollte auch in Deutschland die Kronzeugenregelung für eine erleichterte Strafverfolgung von Insiderdelikten eingeführt werden?

Da der Fokus dieser Arbeit auf der empirischen Analyse und Bewertung der Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze liegt, ist die Beantwortung dieser Fragen nicht Bestandteil dieser Arbeit.

Dass allerdings in Deutschland ein Handlungsbedarf besteht, konnte diese Arbeit offenlegen. Denn gut gemachte Gesetze, die nicht bzw. nur unzureichend durchgesetzt werden, können zu einer schlechteren Situation als bei einem Zustand ohne Gesetze führen, wie das abschließende *Wild-West*-Gleichnis von Bhattacharya und Daouk, mit dem ich diese Arbeit anschließen möchte, verdeutlicht:

*„If there are no gun laws, everyone has guns, and it is the Wild West. Everyone is worse off than in a situation where there are gun laws that are strictly enforced, and no one has guns. However, if there are gun laws that are not enforced, law abiders will not have guns. The outlaws will have more guns because they know*

*that the law abiders do not have guns, and so the law abiders cannot protect themselves and are worse off than they were in a Wild West situation.*"<sup>270</sup>

---

<sup>270</sup> Bhattacharya / Daouk (2009), S. 579.

## Anhang

*Anh. 1: Weltweite Einführung und Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze (Stand: 1999)<sup>271</sup>*

Land	Insiderhandelsgesetz		Land	Insiderhandelsgesetz	
	Einführung	Rechtsdurchsetzung		Einführung	Rechtsdurchsetzung
Argentinien	1991	1995	Marokko	1993	-
Ägypten	1992	-	Mauritius	1988	-
Armenien	1993	-	Mazedonien	1997	-
Australien	1991	1996	Mexiko	1975	-
Bahrain	1990	-	Moldawien	1995	-
Bangladesch	1995	1998	Mongolei	1994	-
Barbados	1987	-	Namibia	-	-
Belgien	1990	1994	Neuseeland	1988	-
Bermuda	-	-	Niederlande	1989	1994
Bolivien	-	-	Nigeria	1979	-
Botswana	-	-	Norwegen	1985	1990
Brasilien	1976	1978	Oman	1989	1999
Bulgarien	-	-	Österreich	1993	-
Chile	1981	1996	Pakistan	1995	-
China	1993	-	Palästina	-	-
Costa Rica	1990	-	Panama	1996	-
Dänemark	1991	1996	Paraguay	1999	-
Deutschland	1994	1995	Peru	1991	1994
Ecuador	1993	-	Philippinen	1982	-
El Salvador	-	-	Polen	1991	1993
Estland	1996	-	Portugal	1986	-
Finnland	1989	1993	Rumänien	1995	-
Frankreich	1967	1975	Russland	1996	-
Ghana	1993	-	Sambia	1993	-
Griechenland	1988	1996	Saudi-Arabien	1990	-
Guatemala	1996	-	Schweden	1971	1990
Honduras	1988	-	Schweiz	1988	1995
Hongkong	1991	1994	Singapur	1973	1978
Indien	1992	1998	Slowakei	1992	-
Indonesien	1991	1996	Slowenien	1994	1998
Iran	-	-	Spanien	1994	1998
Irland	1990	-	Sri Lanka	1987	1996
Island	1989	-	Südafrika	1989	-
Israel	1981	1989	Südkorea	1976	1988
Italien	1991	1996	Swasiland	-	-
Jamaika	1993	-	Taiwan	1988	1989

<sup>271</sup> In Anlehnung an Bhattacharya / Daouk (2002), S. 80–84.



Land	Insiderhandelsgesetz		Land	Insiderhandelsgesetz	
	Einführung	Rechtsdurchsetzung		Einführung	Rechtsdurchsetzung
Japan	1988	1990	Tansania	1994	-
Jordanien	-	-	Thailand	1984	1993
Jugoslawien	1997	-	Trinidad & Tobago	1981	-
Kanada	1966	1976	Tschechien	1992	1993
Kasachstan	1996	-	Tunesien	1994	-
Kenia	1989	-	Türkei	1981	1996
Kolumbien	1990	-	UK	1980	1981
Kroatien	1995	-	Ukraine	-	-
Kuwait	-	-	Ungarn	1994	1995
Lettland	-	-	Uruguay	1996	-
Libanon	1995	-	USA	1934	1961
Litauen	1996	-	Usbekistan	-	-
Luxemburg	1991	-	Venezuela	1998	-
Malawi	-	-	Zimbabwe	-	-
Malaysia	1973	1996	Zypern	1999	-
Malta	1990	-	<i>Median</i>	<i>1991</i>	<i>1994</i>

Anh. 2: Die wichtigsten Änderungen durch die Revision des Börsengesetzes in der Schweiz<sup>272</sup>

Elemente	bisher (Art. 161 StGB)	neu (Art. 33e bzw. 40 BEHG)
<b>Strafrechtliche Verfolgungskompetenz</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kantonale Strafverfolgungsbehörde</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bundesanwaltschaft (BA)</li> </ul>
<b>Aufsichtsrechtlicher Tatbestand</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ kein aufsichtsrechtlicher Tatbestand</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Zuständigkeit: FINMA (Koordination mit BA), auch gegenüber Nichtbeaufsichtigte</li> <li>▪ Aufsichtsinstrumente der FINMA: u.a. Mitwirkungspflicht, Feststellungserfügung, Gewinneinziehung, Berufsverbot</li> </ul>
<b>Täterkreis</b>	<p><u>Insider:</u></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Organe</li> <li>2. Beauftragte, Beamte, Behördenmitglieder</li> <li>3. Hilfspersonen von 1. und 2.</li> <li>4. Tippnehmer</li> </ol>	<p><u>Primärinsider:</u></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Organe</li> <li>2. Personen mit bestimmungsgemätem Zugang zu Insiderinformationen aufgrund Tätigkeit oder Beteiligung</li> </ol> <p><u>Sekundärinsider:</u></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>3. Tippnehmer</li> <li>4. Personen, die Insiderinformationen deliktisch erlangt haben</li> </ol> <p><u>Zufallsinsider:</u></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>5. Personen, die Insiderinformationen zufällig erlangt haben</li> </ol>
<b>Tatobjekt</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ vertrauliche, potenziell kursrelevante Tatsache (vertrauliche Tatsache)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ vertrauliche, potenziell kursrelevante Information (Insiderinformation)</li> </ul>
<b>Tathandlungen</b>	<p>Verschaffen eines Vermögensvorteils durch</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ausnützen der Kenntnis der vertraulichen Tatsache (Insider und Tippnehmer)</li> <li>▪ Mitteilen der vertraulichen Tatsache an Dritte (Insider)</li> </ul>	<p>Verschaffen eines Vermögensvorteils durch</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ausnützen der Insiderinformation zur Transaktion mit in der Schweiz kotierten Effekten (Primärinsider, Sekundärinsider, Zufallsinsider)</li> <li>▪ Ausnützen der Insiderinformation zur Kaufs- oder Verkaufsempfehlung betreffend in der Schweiz kotierter Effekten (Primärinsider)</li> <li>▪ Mitteilen der Insiderinformation an Dritte (Primärinsider)</li> </ul>
<b>Sanktionen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Insider: Freiheitsstrafe bis drei Jahre oder Geldstrafe</li> <li>▪ Tippnehmer: Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder Geldstrafe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Primärinsider: Freiheitsstrafe bis drei Jahre oder Geldstrafe bzw. bis fünf Jahre oder Geldstrafe bei Erzielen von Vermögensvorteil &gt; CHF 1 Mio. (qualifizierter Primärinsider)</li> <li>▪ Sekundärinsider: Freiheitsstrafe bis einem Jahr oder Geldstrafe</li> <li>▪ Zufallsinsider: Buße</li> </ul>

<sup>272</sup> In Anlehnung an Amstutz (2013b), S. 11; SIX Swiss Exchange AG [Hrsg.] (2014), S. 188.

*Anh. 3: Strenge der Insiderhandelsgesetze und Intensität der allgemeinen Rechtsdurchsetzung der Aufsichtsbehörden in Common- bzw. Civil-Law-Ländern im empirischen Vergleich<sup>273</sup>*

Land	Scope	Sanction	ITL	Public	LLS	Private
<b>Common Law</b>						
Australien	2,00	1,00	3,00	0,88	0,90	10,00
Hongkong	2,00	1,00	3,00	0,75	0,87	0,00
Indien	1,00	1,00	2,00	0,69	0,67	0,00
Irland	2,00	1,00	3,00	0,13	0,37	8,75
Kanada	2,00	2,00	4,00	0,81	0,80	9,25
Malaysia	1,00	1,00	2,00	0,69	0,77	9,00
Singapur	2,00	1,00	3,00	0,75	0,87	10,00
Südafrika	1,00	1,00	2,00	0,38	0,25	6,00
Thailand	2,00	1,00	3,00	0,88	0,72	0,00
UK	2,00	1,00	3,00	0,63	0,68	0,00
USA	2,00	2,00	4,00	1,00	0,90	10,00
Ø Common Law	1,73	1,18	2,91	0,69	0,71	5,73
<b>Civil Law</b>						
Belgien	2,00	1,00	3,00	0,13	0,15	0,00
Brasilien	2,00	0,00	2,00	0,50	0,58	5,75
Dänemark	2,00	1,00	3,00	0,38	0,37	0,00
Deutschland	2,00	1,00	3,00	0,25	0,22	0,00
Finnland	2,00	1,00	3,00	0,38	0,32	0,00
Frankreich	2,00	2,00	4,00	0,94	0,77	0,00
Griechenland	2,00	0,00	2,00	0,38	0,32	0,00
Indonesien	1,00	1,00	2,00	0,75	0,62	0,00
Italien	2,00	1,00	3,00	0,50	0,48	0,00
Japan	1,00	1,00	2,00	0,00	0,00	0,00
Luxemburg	2,00	1,00	3,00	N/A	N/A	N/A
Mexiko	1,00	0,00	1,00	0,25	0,35	0,00
Niederlande	2,00	1,00	3,00	0,50	0,47	0,00
Norwegen	1,00	0,00	1,00	0,13	0,32	0,00
Österreich	2,00	0,00	2,00	0,13	0,17	0,00
Philippinen	1,00	1,00	2,00	0,88	0,83	0,00
Portugal	2,00	1,00	3,00	0,88	0,58	5,50
Schweden	2,00	1,00	3,00	0,25	0,50	0,00
Schweiz	2,00	1,00	3,00	0,25	0,33	0,00
Spanien	2,00	1,00	3,00	0,50	0,33	6,25
Südkorea	2,00	2,00	4,00	0,38	0,25	6,00
Taiwan	2,00	1,00	3,00	0,38	0,52	6,75
Ø Civil Law	1,77	0,86	2,64	0,41	0,40	1,44
<b>Ø Gesamt</b>	<b>1,76</b>	<b>0,97</b>	<b>2,73</b>	<b>0,51</b>	<b>0,51</b>	<b>2,91</b>

<sup>273</sup> In Anlehnung an Beny (2005), S. 160–161; La Porta / Lopez-de-Silanes / Shleifer (2006), S. 15–16.

**Anh. 4: E-Mail-Verkehr mit der FCA**

---

**E-Mail vom 17.05.2015**

*Von: Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]*

*An: Customer Contact Centre FCA [consumer.queries@fca.org.uk]*

*Betreff: Master's Thesis*

---

Dear Sir or Madam,

for my Master's thesis on the subject "Insider dealing - Empirical research and evaluation of the enforcement in Germany in an international comparison" I am searching for data and statistics on insider dealing investigations and actions (like the number of proceedings or convictions regarding insider dealing) carried out by the FCA. In addition I would like to know the total number of employees working for the FCA as well as the total resources the FCA has (and if possible the number of employees / resources for the area of the enforcement). Can you please help me with that?

Thanks in advance

With kind regards from Germany

Sebastian Wegmann

Technical University of Munich

---

**Antwort vom 19.05.2015**

*Von: Customer Contact Centre FCA [consumer.queries@fca.org.uk]*

*An: Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]*

*Betreff: Master's Thesis*

---

Dear Sebastian,

Thank you for your email to the Financial Conduct Authority (FCA).

You may be able to find certain information such as details on insider trading and other statistics on our website. At the time of writing our website is experiencing technical difficulties and I am unable to search for this myself (I apologise for any inconvenience this may cause). In order to search for information please visit our homepage and enter details of what you're looking for into the search box provided at the top right hand side of the website.

If you cannot find any of the information which you are looking for you can send a freedom of information (FOI) request to us. The FOI team can be contacted via email at [foi@fca.org.uk](mailto:foi@fca.org.uk) or via telephone on +44 207 066 8080 and they will be able to confirm what information they can provide.

I hope this is of some assistance and once again I apologise that I have been unable to search for specific information myself due to problems with the website at the time of writing.

Yours sincerely,

John Bradwell

Customer Contact Centre  
Financial Conduct Authority  
Consumer Helpline 0800 111 6768  
Website [www.fca.org.uk](http://www.fca.org.uk)  
Email [consumer.queries@fca.org.uk](mailto:consumer.queries@fca.org.uk)

---

**Anh. 5: E-Mail-Verkehr mit der FCA (Freedom of Information Request)**

---

**E-Mail vom 20.05.2015**

**Von:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**An:** Freedom of Information [foi@fca.org.uk]

**Betreff:** Insider Dealing

---

Dear Sir or Madam,

for my Master's thesis on the subject "Insider dealing - Empirical research and evaluation of the enforcement in Germany in an international comparison" I am searching for data and statistics regarding insider dealing in the UK.

In detail I would like to know the number of insider dealing investigations, the number of proceedings and the number of abandonments of proceedings since the year 2000.

In addition I would like to know the amount of the imposed fines (Confiscation Orders and Prosecution Costs) of the convicted persons up to the present.

Thanks in advance

With kind regards from Germany

Sebastian Wegmann

Technical University of Munich

---

**Antwort vom 16.06.2015**

**Von:** Freedom of Information [foi@fca.org.uk]

**An:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**Betreff:** Insider Dealing / Our reference: FOI4045

---

Dear Mr Wegmann

We refer to your request under the Freedom of Information Act 2000 (the "Act") for the following information which has been numbered for ease of reference:

- 1) *In detail I would like to know the number of insider dealing investigations, the number of proceedings and the number of abandonments of proceedings since the year 2000.*
- 2) *In addition I would like to know the amount of the imposed fines (Confiscation Orders and Prosecution Costs) of the convicted persons up to the present.*

Your request has now been considered. We can confirm we hold some of the information you have requested. However, in relation to part 1 of your request, we estimate that it would exceed the cost limit to comply with it. This is because the FCA holds a large volume of records in relation to investigations and in order to gather accurate information which falls within scope of your request, we would need to manually access each of these records. We therefore consider that the cost limit exemption applies. For a detailed explanation as to why this exemption applies, please refer to Annex A.

In regards to part 2 of your request, we do not hold any information prior to the outcome of our first insider dealing prosecution in June 2009. Therefore, I can confirm from June 2009 to June 2015, the figures you have requested are as follows:

Confiscation orders: £10,660,323

Fines: £100,000

Prosecution costs imposed by the courts: £1,020,044

Yours sincerely

---

---

Information Access Team  
Financial Conduct Authority  
25 The North Colonnade  
Canary Wharf  
London  
E14 5HS

The contents of this email and any attachment are classified as FCA RESTRICTED unless stated otherwise.

Your right to complain under the Act

If you are unhappy with the decision made in relation to your request, you have the right to request an internal review. If you wish to exercise this right you should contact us within three months of the date of this response.

If you are not content with the outcome of the internal review, you also have a right of appeal to the Information Commissioner at Information Commissioner's Office, Wycliffe House, Water Lane, Wilmslow, Cheshire SK9 5AF. Telephone: 01625 545 700. Website: [www.ico.org.uk](http://www.ico.org.uk)

**Annex A**

**Section 12 (Cost of compliance exceeds appropriate limit)**

The Act requires us to comply with a request, unless it would be too expensive to do so, as estimated in accordance with the Freedom of Information and Data Protection (Appropriate Limit and Fees) Regulations 2004 made by the Department of Constitutional Affairs (now Ministry of Justice). The regulations provide that, for the FCA, the cost limit is £450, i.e. 18 hours at the rate of £25 per person hour. The regulations allow us to take into account when estimating the cost of complying with a request the time spent determining whether we hold the information requested, locating and retrieving it, and extracting the information from the relevant document(s).

As an indication of the volume of work that would need to be carried out in order to respond to Part 1 of your request, there are 1,236 Enforcement cases set up on our Case Management System since its inception in 2007/2008 (to find information prior to 2007/2008 will take even longer than the following time breakdown). In order to guarantee the accuracy of the categorisation of those cases, we would need to review each case in more depth. We estimate it will take 5 minutes (on average) to review each case, which equates to well in excess of 18 hours. On that basis, the cost of retrieving the information you have requested would far exceed the £450 limit.

As our policy is not to divert our resources from our regulatory functions in order to meet requests under the Act in excess of the cost limit, we will not carry out an exercise to identify the information you have requested.

When we refuse a request because the appropriate limit has been exceeded, it is our general policy to provide advice and assistance to the applicant to indicate how the request could be refined or limited to come within the cost limit. In this case, it may be possible for us to consider a shorter time period. For example, if you were to refine your request to a 12 month period between 2008 to date for part 1 of your request.

If you wish us to consider a refined request please let us know the refined 12 month period you would like us to consider and we will process this as a new request.

In reaching the conclusion that your request exceeds the appropriate cost limit we have not considered whether any other exemptions apply.

You may also want to be aware that under the Act, public authorities can aggregate requests in the following circumstances:

- two or more requests for information must have been made to the same public authority;
- they must be either from the same person, or from 'different persons who appear to the public authority to be acting in concert or in pursuance of a campaign' (section 12(4)(b) of the Act);
- the requests must relate to the same or similar information; and
- they must have been received by the public authority within a space of 60 consecutive working days.

---

This communication and any attachments contain information which is confidential and may be subject to legal privilege. It is for intended recipients only. If you are not the intended recipient you must not copy, distribute, publish, rely on or otherwise use it without our consent. Some of our communications may contain confidential information which it could be a criminal offence for you to disclose or use without authority. If you have received this email in error please notify postmaster@fca.org.uk immediately and delete the email from your computer.

The FCA (or, if this email originates from the PSR, the FCA on behalf of the PSR/the PSR) reserves the right to monitor all email communications for compliance with legal, regulatory and professional standards.

This email is not intended to nor should it be taken to create any legal relations or contractual relationships. This email has originated from the Financial Conduct Authority (FCA), or the Payment Systems Regulator (PSR).

The Financial Conduct Authority (FCA) is registered as a limited company in England and Wales No. 1920623. Registered office: 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS, United Kingdom

The Payment Systems Regulator (PSR) is registered as a limited company in England and Wales No. 8970864. Registered office: 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS, United Kingdom

Web Site <http://www.fca.org.uk> (FCA); <http://www.psr.org.uk> (PSR)

---

**E-Mail vom 17.06.2015**

**Von:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**An:** Freedom of Information [foi@fca.org.uk]

**Betreff:** Freedom of Information: Right to know request

---

Dear Sir or Madam,

Thanks a lot for your reply. I would like to refine my request as follows:

I would like to know the number of investigations, the number of proceedings, the number of closed proceedings and the number of settlement deals regarding insider dealing for the year (or fiscal year) **2014**.

Thanks in advance

Yours sincerely

Sebastian Wegmann

---

**Antwort vom 15.07.2015**

**Von:** Freedom of Information [foi@fca.org.uk]

**An:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**Betreff:** Freedom of Information: Right to know request / Our reference: FOI4091

---

Dear Mr Wegmann

Thank you for your refined request under the Freedom of Information Act 2000 (the Act), for following information,

*“I would like to know the number of investigations, the number of proceedings, the number of closed proceedings and the number of settlement deals regarding insider dealing for the year (or fiscal year) 2014.”*

Your request has now been considered and I can confirm we hold the information you have requested.

During the calendar year from 1 January to 31 December 2014 inclusive, 57 investigations into insider dealing were opened, closed and/or worked on.

Of these:

- 11 investigations were opened;
  - 10 investigations were closed; and
  - 10 court hearings commenced or were on-going and 1 preliminary hearing took place (following which a court hearing commenced in 2015)
-

---

Of the 10 investigations into insider dealing that were closed during the calendar year from 1 January to 31 December 2014 inclusive:

- 3 resulted in a fine - a settlement agreement was reached in respect of 1 of these fines;
- 1 resulted in a conviction;
- 1 resulted in a prohibition;
- 3 were closed with no further action; and
- 2 had outcomes that were published prior to 2014 but remained open until 2014. This sometimes occurs for administrative reasons or because proceedings (e.g. appeals) are on-going.

There were 47 investigations ongoing as at 31 December 2014.

Yours sincerely

Information Access Team  
Financial Conduct Authority  
25 The North Colonnade  
Canary Wharf  
London  
E14 5HS

The contents of this email and any attachment are classified as FCA RESTRICTED unless stated otherwise.

---

**E-Mail vom 19.09.2015**

*Von: Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]*

*An: Freedom of Information [foi@fca.org.uk]*

*Betreff: Freedom of Information: Right to know request*

---

Dear Sir or Madam,

Many thanks for these information. Can you please explain me the difference in the number of convictions in your answer (1 conviction in 2014) compared to the number of convictions on the FCA's website (2 convictions in 2014).

See for example:

<http://www.fca.org.uk/news/three-charged-with-insider-dealing>

Thanks in advance

Yours sincerely

Sebastian Wegmann

---

**Keine Antwort erhalten.**

---



**Anh. 6: E-Mail-Verkehr mit der SEC**

---

**E-Mail vom 06.05.2015**

**Von:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**An:** Help SEC [help@sec.gov]

**Betreff:** Master's Thesis

---

Dear Sir or Madam,

for my master's thesis on the subject "Insider trading - Empirical research and evaluation of the enforcement in Germany in an international comparison" I search for data and statistics on insider trading actions and investigations of the SEC. Can you please help and tell me where I can find these information?

Thanks in advance

With Kind regards from Germany

Sebastian Wegmann

---

**Antwort vom 20.05.2015**

**Von:** Help SEC [help@sec.gov]

**An:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**Betreff:** Master's Thesis

---

Dear Mr. Wegmann:

Thank you for contacting the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).

You wrote that your master's thesis is on insider trading so you seek data and statistics on insider trading actions or investigations brought by the SEC.

You may find it helpful to view several areas of the SEC's website. The SEC's 2014 annual report and statistics indicates that the SEC brought 52 insider trading actions in 2014. There is a summary of a few cases in the report located at <http://www.sec.gov/about/secreports.shtm>. The spotlight section of the SEC's website also contains samples of insider trading cases at <http://www.sec.gov/spotlight/insidertrading./cases.shtml>.

For more information on SEC actions involving insider trading, we suggest that you search the entire website by clicking on the More Search Options link in the upper right corner of the homepage and typing in insider trading in the search box under Search SEC Documents; then hit search.

I trust that this information is helpful. Please feel free to contact me if you have any other questions at (202) 551-6343.

Sincerely,

Cecelia Howell

Lead Investor Assistance Specialist  
Office of Investor Education and Advocacy U.S. Securities and Exchange Commission  
(800) 732-0330  
[www.sec.gov](http://www.sec.gov)  
[www.investor.gov](http://www.investor.gov)  
[www.twitter.com/SEC\\_Investor\\_Ed](https://twitter.com/SEC_Investor_Ed)

---

**Anh. 7: E-Mail-Verkehr mit der SEC (2)**

---

**E-Mail vom 17.05.2015**

**Von:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**An:** New York SEC [newyork@SEC.GOV]

**Betreff:** Master's Thesis

---

Dear Sir or Madam,

for my Master's thesis on the subject "Insider trading - Empirical research and evaluation of the enforcement in Germany in an international comparison" I am searching for data and statistics on insider trading investigations and actions (like the number of proceedings or convictions regarding insider trading) carried out by the SEC. In addition I would like to know the total number of employees working for the SEC as well as the total resources the SEC has (and if possible the number of employees / resources for the area of the enforcement). Can you please help me with that?

Thanks in advance

With kind regards from Germany

Sebastian Wegmann

Technical University of Munich

---

**Antwort vom 01.06.2015**

**Von:** New York SEC [newyork@SEC.GOV]

**An:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**Betreff:** Master's Thesis

---

Thank you for contacting the SEC. All publicly available information about the SEC and its actions can be located at <http://www.sec.gov/>. Thank you.

---

**E-Mail vom 08.06.2015**

*Von: Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]*

*An: US DOJ [Press@usdoj.gov]*

*Betreff: Master's Thesis*

---

Dear Sir or Madam,

for my Master's thesis on the subject "Insider trading - Empirical research and evaluation of the enforcement in Germany in an international comparison" I am searching for data and statistics on insider trading investigations and (criminal) prosecutions (like the number of proceedings or convictions regarding insider trading) carried out by the DOJ. Can you please help me with that?

Thanks in advance

With kind regards from Germany

Sebastian Wegmann

Technical University of Munich

---

**Keine Antwort erhalten.**

---

**Anh. 9: E-Mail-Verkehr mit dem NCJRS**

---

**E-Mail vom 08.06.2015**

**Von:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**An:** US NCJRS [responsecenter@ncjrs.gov]

**Betreff:** Master's Thesis

---

Dear Sir or Madam,

for my Master's thesis on the subject "Insider trading - Empirical research and evaluation of the enforcement in Germany in an international comparison" I am searching for data and statistics on insider trading investigations and (criminal) prosecutions (like the number of proceedings or convictions regarding insider trading) carried out by the DOJ. Can you please help me with that?

Thanks in advance

With kind regards from Germany

Sebastian Wegmann

Technical University of Munich

---

**Antwort vom 16.06.2015**

**Von:** US NCJRS [responsecenter@ncjrs.gov]

**An:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**Betreff:** Master's Thesis

---

Dear Mr. Wegmann,

Thank you for contacting the National Criminal Justice Reference Service (NCJRS). Unfortunately, we our agency does not report data on insider trading arrests and prosecutions. However, the following resources may be of interest to you:

We suggest that you contact the U.S. Securities and Exchange Commission for further assistance with your request. For your convenience contact information is as follows:

U.S. Securities and Exchange Commission  
Office of Investor Education and Advocacy  
100 F Street, NE  
Washington, DC 20549-0213  
Phone: 800-732-0330  
<http://www.sec.gov/index.htm>

Additionally, the following Web sites may also provide you with additional information regarding your topic of interest:

The Federal Bureau of Investigation (FBI): International Stories  
<http://www.fbi.gov/news/stories/story-index/international>

United States Department of Justice: Securities Fraud  
<http://www.justice.gov/usao/priority-areas/financial-fraud/securities-fraud>

Finally, you may wish to review the following resources, as they may be useful to you:

"Has Insider Trading Become More Rampant in the United States? Evidence from Takeovers"  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2103673](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2103673)

"The Deterrence Effect of SEC Enforcement Intensity on Illegal Insider Trading"  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1784528](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1784528)

---

---

We hope the above information is helpful to you. Please let us know if you have any further questions.

Sincerely,

Ana

Information Specialist  
National Criminal Justice Reference Service (NCJRS)  
<https://www.ncjrs.gov>

---

## **Anh. 10: E-Mail-Verkehr mit der FINMA**

---

### **E-Mail vom 24.06.2015**

**Von:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**An:** Info FINMA [info@finma.ch]

**Betreff:** Masterarbeit

---

Sehr geehrte Damen und Herren,

ich schreibe derzeit meine Masterarbeit zum Thema „Insiderhandel – Empirische Untersuchung und Bewertung der Rechtsdurchsetzung in Deutschland im internationalen Vergleich“. Für den internationalen Vergleich ziehe ich u.a. auch die Schweiz heran. Insofern suche ich nach Daten und Statistiken, welche die Rechtsdurchsetzung der Insiderhandelsgesetze in der Schweiz betreffen. So interessiert mich beispielsweise die Anzahl der Untersuchungen bzw. die Anzahl der Verfahren und Verurteilungen wegen Insiderhandels oder die für die Rechtsdurchsetzung zur Verfügung stehenden monetären Ressourcen. Können Sie mir diese Daten nennen?

Des Weiteren möchte ich gerne die Mitarbeiteranzahl der verschiedenen Aufsichtsbehörden eines Landes miteinander vergleichen. Hierbei müssen die unterschiedlichen Aufsichtsmodelle allerdings berücksichtigt werden. Während beispielsweise die SEC (USA) nur für die Wertpapieraufsicht zuständig ist, ist die FINMA darüber hinaus auch für die Banken- und Versicherungsaufsicht verantwortlich. Um eine Vergleichbarkeit der Mitarbeiteranzahl der verschiedenen Aufsichtsbehörden zu gewährleisten, wäre somit für meine Masterarbeit die Anzahl der Mitarbeiter der FINMA, welche für die Wertpapieraufsicht zuständig sind, sehr interessant. Können Sie mir diese Anzahl nennen?

Vielen Dank im Voraus

Mit freundlichen Grüßen

Sebastian Wegmann

Technische Universität München

---

### **Antwort vom 24.06.2015**

**Von:** FINMA Questions [questions@finma.ch]

**An:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**Betreff:** Masterarbeit

---

Sehr geehrter Herr Wegmann

Wir verstehen durchaus, dass Sie sich mit Ihrer Recherche an die FINMA wenden. Wir haben uns jedoch entschieden, dass wir nicht für Fragen im Rahmen akademischer Arbeiten zur Verfügung stehen. Der Grund liegt vor allem in der grossen Anzahl der Anfragen von Studierenden. Wir haben nicht die personellen Ressourcen, um diesen Service anzubieten. Da wir alle Anfragen gleich behandeln möchten, machen wir auch keine Ausnahmen.

Gerne weisen wir Sie jedoch auf unsere Webseite und insbesondere auf unseren Jahresbericht <https://www.finma.ch/de/dokumentation/finma-publikationen/geschaeftsbericht/> sowie auf folgende Publikationen hin:

<https://www.finma.ch/de/dokumentation/finma-publikationen/referate-und-artikel/#Order=4> (Rede 17.6.2015)

<https://www.finma.ch/de/dokumentation/finma-publikationen/berichte/enforcementbericht/>

<https://www.finma.ch/de/dokumentation/rundschreiben/#Order=2> (FINMA-Rundschreiben 2013/08 Marktverhaltensregeln) Aufsichtsregeln zum Marktverhalten im Effektenhandel

---

---

<https://www.finma.ch/de/durchsetzung/alles-zur-durchsetzung/> Rechtsdurchsetzung = Enforcement der FINMA

Wir publizieren keine Zahlen, aus denen die Mitarbeiterstärke der verschiedenen Aufsichtsbereiche hervorgeht. Die FINMA verwendet auch nicht den Begriff „Wertpapieraufsicht“. Anhand unserer Website <https://www.finma.ch/de/ueberwachung/banken-und-effektenhaendler/> können Sie sich über unsere Aufsichtstätigkeit informieren.

Ich hoffe, dass Ihnen diese Hinweise eine Hilfe sind.

Freundliche Grüsse

Christina Bürgi

Generalsekretariat und Kommunikation  
Geschäftsbereich Strategische Grundlagen

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA  
Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA  
Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari FINMA  
Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA

Laupenstrasse 27, CH-3003 Bern  
Tel. +41 31 327 91 73  
Fax +41 31 327 91 01

[christina.buergi@finma.ch](mailto:christina.buergi@finma.ch)  
[questions@finma.ch](mailto:questions@finma.ch)  
[www.finma.ch](http://www.finma.ch)

---

**Anh. 11: E-Mail-Verkehr mit der BaFin**

---

**E-Mail vom 17.05.2015**

**Von:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**An:** Poststelle BaFin [poststelle@bafin.de]

**Betreff:** Masterarbeit

---

Sehr geehrte Damen und Herren,

ich schreibe derzeit meine Masterarbeit zum Thema „Insiderhandel – Empirische Untersuchung und Bewertung der Rechtsdurchsetzung in Deutschland im internationalen Vergleich“. Hierzu benötige ich die aktuelle Anzahl an Mitarbeitern und die zur Verfügung stehenden Ressourcen der BaFin (und wenn möglich die Anzahl an Mitarbeitern und die zur Verfügung stehenden Ressourcen im Bereich Insiderüberwachung bzw. Rechtsdurchsetzung). Können Sie mir hierbei bitte weiterhelfen?

Vielen Dank im Voraus

Mit freundlichen Grüßen

Sebastian Wegmann

---

**Antwort vom 03.06.2015**

**Von:** Carolin Klee [Carolin.Klee@bafin.de]

**An:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**Betreff:** Masterarbeit

---

Sehr geehrter Herr Wegmann,

aktuelle Informationen und Zahlenmaterial zu Personal, Organisation, etc. der BaFin finden Sie in Ihrem Jahresbericht 2014 ab Seite 244. Darin befindet sich auch das Organigramm, worin die einzelnen Fachreferate und Abteilungen aufgeführt sind. Der Jahresbericht ist auf der Internetseite der BaFin ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)) unter nachfolgendem Link abrufbar:

[http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl\\_jb\\_2014.html?nn=2705014](http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl_jb_2014.html?nn=2705014).

Eine konkrete Anzahl der Mitarbeiter innerhalb der einzelnen Fachreferate kann ich Ihnen jedoch nicht mitteilen.

Veröffentlichungen der BaFin zum Thema Insiderhandel finden Sie ebenfalls auf der BaFin-Homepage, insbesondere unter nachfolgendem Link:

[http://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Insiderueberwachung/insiderueberwachung\\_no\\_de.html](http://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Insiderueberwachung/insiderueberwachung_no_de.html).

Ich wünsche Ihnen noch viel Erfolg bei Ihrer Masterarbeit!

Mit freundlichen Grüßen

Carolin Klee

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Presse- und Öffentlichkeitsarbeit  
Federal Financial Supervisory Authority  
Press and Public Relations  
Marie-Curie-Straße 24-28  
60439 Frankfurt  
Fon: 0228/4108-4395  
<http://www.bafin.de>

---



---

**E-Mail vom 24.06.2015**

**Von:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**An:** Carolin Klee [Carolin.Klee@bafin.de]

**Betreff:** Masterarbeit

---

Sehr geehrte Frau Klee,

vielen Dank für Ihre Antwort. In meiner Masterarbeit möchte ich die Mitarbeiteranzahl der BaFin mit der Mitarbeiteranzahl der SEC (USA), der FCA (UK) und der FINMA (Schweiz) vergleichen. Hierbei müssen die unterschiedlichen Aufsichtsmodelle allerdings berücksichtigt werden. Während beispielsweise die SEC nur für die Wertpapieraufsicht zuständig ist, ist die BaFin darüber hinaus auch für die Bankenaufsicht bzw. die Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht verantwortlich. Um eine Vergleichbarkeit der Mitarbeiteranzahl der verschiedenen Aufsichtsbehörden zu gewährleisten, wäre für meine Masterarbeit die Anzahl der Mitarbeiter der BaFin, welche für die Wertpapieraufsicht zuständig sind, sehr interessant. Können Sie mir diese Anzahl nennen?

Vielen Dank im Voraus

Mit freundlichen Grüßen

Sebastian Wegmann

---

**Antwort vom 01.07.2015**

**Von:** Carolin Klee [Carolin.Klee@bafin.de]

**An:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**Betreff:** Masterarbeit

---

Sehr geehrter Herr Wegmann,

eine konkrete Zahl zu benennen ist leider schwierig. Gerne kann ich Ihnen dies genauer erläutern. Der Einfachheit halber würde ich dies jedoch gerne telefonisch machen. Sie erreichen mich unter meiner u.a. angegebenen Rufnummer.

Mit freundlichen Grüßen

Carolin Klee

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Presse- und Öffentlichkeitsarbeit  
Federal Financial Supervisory Authority  
Press and Public Relations  
Marie-Curie-Straße 24-28  
60439 Frankfurt  
Fon: 0228/4108-4395  
<http://www.bafin.de>

---

---

**E-Mail vom 19.09.2015**

**Von:** Sebastian Wegmann [wegmann.sebastian@t-online.de]

**An:** Carolin Klee [Carolin.Klee@bafin.de]

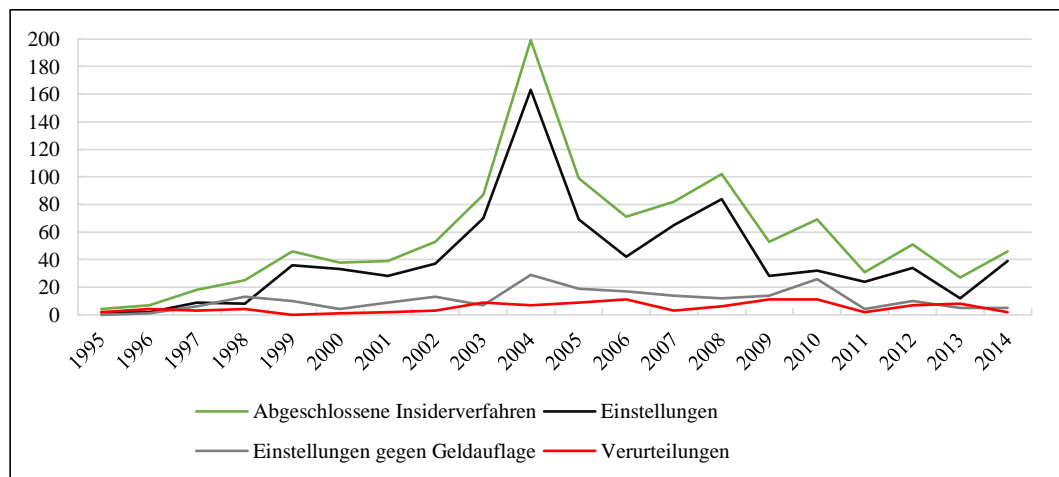
**Betreff:** Masterarbeit

---

Sehr geehrte Frau Klee,

mit meiner Masterarbeit bin ich in den letzten Zügen. Zu einer offenen Frage erhoffe ich mir nun nochmals Ihre Hilfe:

In folgender Abbildung finden Sie Daten über die Mitteilungen der Staatsanwaltschaften zu abgeschlossenen Insiderverfahren in Deutschland (Quelle: Jahresberichte der BaFin). In der Literatur kann ich keine Gründe für den drastischen Anstieg der abgeschlossenen Insiderverfahren bzw. Einstellungen im Jahre 2004 finden. Können Sie mir hier vielleicht Informationen zu geben?



Vielen Dank im Voraus

Mit freundlichen Grüßen

Sebastian Wegmann

---

**Keine Antwort erhalten.**

---

## Literaturverzeichnis

- [1] **Amstutz, T.** (2013a): Änderungen im Börsengesetz (Börsendelikte und Marktmissbrauch), 2013.
- [2] **Amstutz, T.** (2013b): Wichtige Änderungen im Börsenrecht: Handlungsbedarf für kotierte Unternehmen, in: Audit Committee News, 42. Jg., 2013, Nr. 3, S. 11–13.
- [3] **BaFin** [Hrsg.] (2003-2015): Jahresberichte der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2002-2014, Bonn et al. 2003-2015.
- [4] **BaFin** [Hrsg.] (2005): Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2004, Bonn et al. 2005.
- [5] **BaFin** [Hrsg.] (2013): Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 4. Aufl., Bonn et al. 2013.
- [6] **BaFin** [Hrsg.] (2014a): Haushaltsplan 2015, 2014.
- [7] **BaFin** [Hrsg.] (2014b): Organisationsplan der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2014.
- [8] **BaFin** [Hrsg.] (2015a): Die BaFin stellt sich vor, Bonn et al. 2015.
- [9] **BaFin** [Hrsg.] (2015): Insiderüberwachung, URL: [http://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Insiderueberwachung/insiderueberwachung\\_node.html](http://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Insiderueberwachung/insiderueberwachung_node.html), [Stand: 05.06.2015].
- [10] **BaFin** [Hrsg.] (2015b): Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2014, Bonn et al. 2015.
- [11] **BAWe** [Hrsg.] (1996-2002): Jahresberichte des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel 1995-2001, Frankfurt am Main 1996-2002.
- [12] **Beny, L. N.** (2005): Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence, in: American Law and Economics Review, 7. Jg., 2005, Nr. 1, S. 144–183.
- [13] **Beny, L. N. / Seyhun, H. N.** (2012): Has Insider Trading Become More Rampant in the United States? Evidence from Takeovers, in: University of Michigan Law & Economics Research Paper No. 12-012, 2012.

- [14] **Bhattacharya, U. / Daouk, H.** (2002): The World Price of Insider Trading, in: *The Journal of Finance*, 57. Jg., 2002, Nr. 1, S. 75–108.
- [15] **Bhattacharya, U. / Daouk, H.** (2009): When No Law is Better Than a Good Law, in: *Review of Finance*, 13. Jg., 2009, Nr. 4, S. 577–627.
- [16] **Bruppacher, B.** (2011): Schweiz als Eldorado für Insider-Deals, URL: <http://www.20min.ch/finance/news/story/29474512>, [Stand: 14.08.2015].
- [17] **Buck-Heeb, P.** (2013): *Kapitalmarktrecht*, 6. Aufl., Heidelberg et al. (C.F. Müller) 2013.
- [18] **Bundesamt für Statistik** [Hrsg.] (Schweiz) (2015): *Erwachsene: Verurteilungen für ein Vergehen oder Verbrechen nach Artikeln des Strafgesetzbuches (StGB)*, Schweiz, 2015.
- [19] **Calaba, V. F.** (2001): The Insiders: A Look at the Comprehensive and Potentially Unnecessary Regulatory Approaches to Insider Trading in Germany and the United States, Including the Sec's Newly Effective Rules 10b5-1 and 10b5-2, in: *Loyola of Los Angeles International & Comparative Law Review*, 23. Jg., 2001, Nr. 3, S. 457–486.
- [20] **Central Intelligence Agency** [Hrsg.]: *The World Factbook - Country Comparion: Population*, URL: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2119rank.html>, [Stand: 01.06.2015].
- [21] **Chartered Insurance Institute** [Hrsg.] (2013): *Policy Briefing: Towards Twin Peaks: The UK's Emerging Regulatory Landscape*, 2013.
- [22] **Christoph, A.** (2010): *Insiderhandel unter besonderer Berücksichtigung von M&A-Transaktionen* (Schriftreihe zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht: Band 30), Frankfurt am Main (Peter Lang) 2010.
- [23] **Coffee, J. C.** (2007): Law and the Market: The Impact of Enforcement, in: *University of Pennsylvania Law Review*, 156. Jg., 2007, Nr. 2, S. 229–311.
- [24] **Colussi, M.** (2010): *Kapitalmarktstrafrecht - Insiderhandel und Marktmanipulation*, Frankfurt am Main (Peter Lang) 2010.
- [25] **Crompton, S.** (2008): The only problem is enforcement, in: *International Financial Law Review*, 27. Jg., 2008, Nr. 7, S. 28–29.

- [26] **Del Guercio, D. / Odders-White, E. R. / Ready, M. J.** (2013): The Deterrence Effect of SEC Enforcement Intensity on Illegal Insider Trading, 2013.
- [27] **Die Welt** [Hrsg.] (2011): Neue Millionenstrafe gegen Insiderhändler - Richter: Rajaratnam soll sein Verbrechen am Vermögen spüren, URL: [http://www.welt.de/print/die\\_welt/finanzen/article13708682/Neue-Millionenstrafe-gegen-Insiderhaendler.html](http://www.welt.de/print/die_welt/finanzen/article13708682/Neue-Millionenstrafe-gegen-Insiderhaendler.html), [Stand: 01.06.2015].
- [28] **Driggers, A.** (2012): Raj Rajaratnam's Historic Insider Trading Sentence, in: American Criminal Law Review, 49. Jg., 2012, Nr. 4, S. 2021–2041.
- [29] **Exchange-Rates.org** [Hrsg.] (2015): Wechselkurse am 31. Dezember 2014: EUR/GBP/CHF-USD, URL: <http://de.exchange-rates.org/>, [Stand: 04.06.2015].
- [30] **FCA** [Hrsg.] (2014a): Annual Report 2013/14, London 2014.
- [31] **FCA** [Hrsg.] (2014): FCA and the Freedom of Information Act, URL: <http://www.fca.org.uk/site-info/information/fca-and-the-freedom-of-information-act>, [Stand: 13.08.2015].
- [32] **FCA** [Hrsg.] (2014b): Occasional Paper No. 4 - Why has the FCAs market cleanliness statistic for takeover announcements decreased since 2009, London 2014.
- [33] **FCA** [Hrsg.] (2015a): Annual Report 2014/15, London 2015.
- [34] **FCA** [Hrsg.] (2015b): Business Plan 2015/16, London 2015.
- [35] **FCA** [Hrsg.] (2015): Three charged with insider dealing, URL: <http://www.fca.org.uk/news/three-charged-with-insider-dealing>, [Stand: 13.08.2015].
- [36] **FCA - Information Access Team** [Hrsg.] (2014): Freedom of Information: Right to know request (Ref: FOI3644), 2014.
- [37] **FINMA** [Hrsg.] (2013): Jahresbericht der FINMA 2012, Bern 2013.
- [38] **FINMA** [Hrsg.] (2014): Jahresbericht der FINMA 2013, Bern 2014.

- [39] **FINMA** [Hrsg.] (2015a): Die FINMA als unabhängige Aufsichtsbehörde, URL: <https://www.finma.ch/de/finma/alles-zur-finma/>, [Stand: 26.08.2015].
- [40] **FINMA** [Hrsg.] (2015b): Die Organisation der FINMA, URL: <https://www.finma.ch/de/finma/organisation/>, [Stand: 26.08.2015].
- [41] **FINMA** [Hrsg.] (2015a): Enforcementbericht 2014, 2015.
- [42] **FINMA** [Hrsg.] (2015b): Jahresbericht der FINMA 2014, Bern 2015.
- [43] **FINMA** [Hrsg.] (2015c): Jahresrechnung der FINMA 2014, Bern 2015.
- [44] **Frankfurter Allgemeine Zeitung** [Hrsg.] (2011): Insiderhandel - Elf Jahre Haft für Wall-Street-Größe, URL: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/menschen-wirtschaft/insiderhandel-elf-jahre-haft-fuer-wall-street-groesse-11492550.html>, [Stand: 17.04.2015].
- [45] **Garcia, C. L. / Johnson, B. M.** (2012): Defending Clients in Insider Trading Investigations and Enforcement Actions, in: Defending Corporations and Individuals in Government Investigations, hrsg. v. Daniel J. Fetterman und Mark P. Goodman, 2. Aufl., New York (Thomson West) 2012, S. 633–689.
- [46] **Gottschalck, A.** (2009): Insiderhandel: Weckruf für Wall Street - 2. Teil: Netzwerk als Informationsquelle, URL: <http://www.managermagazin.de/unternehmen/karriere/a-656010-2.html>, [Stand: 01.06.2015].
- [47] **Group of Thirty** [Hrsg.] (2008): The structure of Financial Supervision - Approaches and Challenges in a Global Marketplace, Washington, D.C. 2008.
- [48] **Heise Online** [Hrsg.] (2015): US-Anklage: Hacking für Insiderhandel, URL: <http://www.heise.de/newsticker/meldung/US-Anklage-Hacking-fuer-Insiderhandel-2776580.html>, [Stand: 18.08.2015].
- [49] **Hoch, M.** (2012): Insiderrecht im Umbruch, in: Kapitalmarkttransaktionen VII, hrsg. v. Thomas U. Reutter und Thomas Werlen, Bd. 131, Zürich et al. (Schulthess) 2012, S. 55–88.
- [50] **Huddleston, T.** (2014): Study claims insider trading is more prevalent than previously thought, URL: <http://fortune.com/2014/06/17/insider-trading-study/>, [Stand: 05.06.2015].

- [51] **Jackson, H. E. / Roe, M. J.** (2009): Public and private enforcement of securities laws: Resource-based evidence, in: *Journal of Financial Economics*, 93. Jg., 2009, Nr. 2, S. 207–238.
- [52] **Karmel, R. S.** (1998): Transnational Takeover Talk - Regulations Relating to Tender Offers and Insider Trading in the United States, the United Kingdom, Germany, and Australia, in: *University of Cincinnati Law Review*, 66. Jg., 1998, Nr. 4, S. 1133–1177.
- [53] **Kern, A.** (2013): UK insider dealing and market abuse law: strengthening regulatory law to combat market misconduct, in: *Research Handbook on Insider Trading*, hrsg. v. Stephen M. Bainbridge, Cheltenham et al. (Edward Elgar Publishing) 2013, S. 407–428.
- [54] **Knops, K.-O. / Korff, N. / Lassen, M.** (2012): *Bank- und Kapitalmarktrecht*, Stuttgart (Kohlhammer) 2012.
- [55] **Kretschmer, J.** (2012): Das Verbot des Insiderhandels im Wertpapierhandelsgesetz, in: *JURA - Juristische Ausbildung*, 34. Jg., 2012, Nr. 5, S. 380–385.
- [56] **La Porta, R. / Lopez-de-Silanes, F. / Shleifer, A.** (2006): What Works in Securities Laws?, in: *The Journal of Finance*, 61. Jg., 2006, Nr. 1, S. 1–32.
- [57] **Lanz, M.** (2012): Kurzlebige Strukturen in der Finanzmarktaufsicht, URL: <http://www.nzz.ch/kurzlebige-strukturen-in-der-finanzmarktaufsicht-1.17362892>, [Stand: 06.10.2015].
- [58] **Lorez, K. / Dobrauz-Saldapenna, G.** (2014): Die revidierte Schweizer Insiderhandels- und Marktmissbrauchsregulierung - Ausschnitt von PricewaterhouseCoopers [Hrsg.] (S. 1–16), in: *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht*, 86. Jg., 2014, Nr. 1, S. 38–48.
- [59] **Lynn, M.** (2010): UK crackdown on insider trading masks bigger problems, URL: <http://www.iol.co.za/business/opinion/uk-crackdown-on-insider-trading-masks-bigger-problems-1.697512#.VXkr5I0w96U>, [Stand: 11.06.2015].

- [60] **Masters, B.** (2013): FCA chairman says 'preventive' move likely to raise City hackles, URL: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6d5d50d0-d442-11e2-8639-00144feab7de.html#axzz3ihW49yHA>, [Stand: 13.08.2015].
- [61] **Maume, P.** (2013): The Financial Markets Authority: A Model Example for Regulatory Consolidation?, in: *New Zealand Universities Law Review*, 25. Jg., 2013, Nr. 3, S. 616–641.
- [62] **Memminger, P. M.** (1996): The New German Insider Law: Introduction and Discussion in Relation to United States Securities Law, in: *Florida Journal of International Law*, 11. Jg., 1996, Nr. 1, S. 189–232.
- [63] **Metzler, M.** (2011): Rechtsprofessor Peter V. Kunz im Interview zur Verschärfung der Insiderstrafnorm, URL: <http://www.nzz.ch/amerikanisierung-bei-der-verfolgung-von-boersendelikten-1.10104300>, [Stand: 05.06.2015].
- [64] **Montagano, C. P.** (2012): The Global Crackdown on Insider Trading: A Silver Lining to the "Great Recession", in: *Indiana Journal of Global Legal Studies*, 19. Jg., 2012, Nr. 2, S. 575–598.
- [65] **Morgan, Lewis & Bockius LLP** [Hrsg.] (2012): 2011 Year in Review: SEC and FINRA Selected Enforcement Cases and Developments Regarding Broker-Dealers, 2012.
- [66] **Morrison Foerster** [Hrsg.] (2015): *Insider Trading - Annual Review 2014, 2015*.
- [67] **Park, T.** (2008): *Kapitalmarktstrafrecht*, 2. Aufl., Baden-Baden (Nomos) 2008.
- [68] **Plotkin, J. / Rashkover, B. / Barr, E. / Hendon, J. C.** (2010): Criminal Prosecutorial Discretion in Insider Trading Cases: Let's Look at the Numbers, in: *NYLitigator*, 15. Jg., 2010, Nr. 2, S. 56–60.
- [69] **Rona, L.** (2011): Non-Monetary Punishment for Insider Trading, URL: <https://wjltta.wordpress.com/2011/10/14/non-monetary-punishment-for-insider-trading/>, [Stand: 01.06.2015].



- [70] **Rudolph, B.** (1994): Betriebswirtschaftliche Beurteilung des Insiderhandelsverbots, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 46. Jg., 1994, Nr. 2, S. 114–123.
- [71] **Schörner, P.** (1991): Gesetzliches Insiderhandelsverbot: Eine ordnungspolitische Analyse, Wiesbaden (Gabler) 1991.
- [72] **Schröder, C.** (2011): Schlupflöcher in den Gesetzen, URL: <http://www.cicero.de/kapital/schlupfloecher-den-gesetzen/46316>, [Stand: 01.06.2015].
- [73] **SEC** [Hrsg.] (1995-2003): SEC Annual Reports 1995-2003, 1995-2003.
- [74] **SEC** [Hrsg.] (2004-2014): Select SEC and Market Data Fiscal 2004-2014, 2004-2014.
- [75] **SEC** [Hrsg.] (2009): Speech by SEC Staff: Remarks at Press Conference, URL: <http://www.sec.gov/news/speech/2009/spch101609rk.htm>, [Stand: 11.06.2015].
- [76] **SEC** [Hrsg.] (2011): Annual Report on the Dodd-Frank Whistleblower Program - Fiscal Year 2011, 2011.
- [77] **SEC** [Hrsg.] (2014a): 2014 Annual Report to Congress on the Dodd-Frank Whistleblower Program, 2014.
- [78] **SEC** [Hrsg.] (2014b): SEC Agency Financial Report - Fiscal Year 2014, 2014.
- [79] **SEC** [Hrsg.] (2014c): Select SEC and Market Data Fiscal 2014, 2014.
- [80] **Selbach, D.** (2008): Insiderhandel: Nutzen, was noch niemand weiß, URL: <http://www.zeit.de/2008/21/F-Insiderhandel>, [Stand: 05.06.2015].
- [81] **Serious Fraud Office** [Hrsg.] (2012): Operational Handbook: Insider Dealing, 2012.
- [82] **SIX Swiss Exchange AG** [Hrsg.] (2014): Handel an SIX Swiss Exchange 2014 - Unterlagen zur Prüfungsvorbereitung für Händler, 2014.

- [83] **Spiegel Online** [Hrsg.] (2011): Finanzkrise: EU-Gipfel berät über Zwangskapital für Banken, URL: <http://www.spiegel.de/politik/ausland/finanzkrise-eu-gipfel-beraet-ueber-zwangskapital-fuer-banken-a-790724.html>, [Stand: 21.09.2015].
- [84] **Spiegel Online** [Hrsg.] (2015): Allianz von Hackern und Börsenhändlern: Klauen, weitergeben, abkassieren, URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/hacker-und-boersenhaendler-machen-mit-insiderhandel-millionen-a-1047842.html>, [Stand: 18.08.2015].
- [85] **Stocker, F.** (2012): Insiderhandel: Den Börsen-Haien wird das Handwerk gelegt, URL: <http://www.welt.de/finanzen/article13825775/Den-Boersen-Haien-wird-das-Handwerk-gelegt.html>, [Stand: 05.06.2015].
- [86] **Thompson, J. H.** (2013): A Global Comparison of Insider Trading Regulations, in: International Journal of Accounting and Financial Reporting, 3. Jg., 2013, Nr. 1, S. 1–23.
- [87] **Trüg, G.** (2014): Konzeption und Struktur des Insiderstrafrechts, Tübingen (Mohr Siebeck) 2014.
- [88] **Verlag Finanz und Wirtschaft** [Hrsg.] (2013): Britische Bankaufsicht FSA gibt es nicht mehr, URL: <http://tablet.fuw.ch/article/britische-bankaufsicht-fsa-gibt-es-nicht-mehr/>, [Stand: 20.08.2015].
- [89] **Villeda, G. V.** (2010): Prävention und Repression von Insiderhandel, in: Börsen- und kapitalmarktrechtliche Abhandlungen, hrsg. v. Horst Hammen, Bd. 8, Frankfurt am Main (Peter Lang) 2010.
- [90] **Wirtschaftslexikon24.com** [Hrsg.] (2015): Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe), URL: <http://www.wirtschaftslexikon24.com/d/bundesaufsichtsamt-fuer-den-wertpapierhandel-bawe/bundesaufsichtsamt-fuer-den-wertpapierhandel-bawe.htm>, [Stand: 12.08.2015].
- [91] **Wohlers, W.** (2013): Forum Finanzmarktregulierung Nr. 5 - Insiderhandel aus straf- und aufsichtsrechtlicher Perspektive, 2013.

- [92] **World Federation of Exchanges** [Hrsg.] (2015): Statistics - Annual Query Tool, URL: <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool>, [Stand: 27.08.2015].
- [93] **Wymeersch, E.** (2007): The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single Financial Supervisors, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors, in: European Business Organization Law Review, 8. Jg., 2007, Nr. 2, S. 237–306.
- [94] **Xydias, A. / Lumley, J.** (2007): FSA Struggles With Insider Trading That Doesn't Happen in U.K., URL: [http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&refer=special\\_report&sid=a0Le7f.KNDos](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&refer=special_report&sid=a0Le7f.KNDos), [Stand: 05.06.2015].
- [95] **Zusak, M. T.** (2008): Ökonomische Analyse der Regulierung des Insiderhandels, Bern et al. (Haupt) 2008.

### **Ehrenwörtliche Erklärung**

Ich erkläre hiermit ehrenwörtlich, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt und indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Ich weiß, dass die Arbeit in digitalisierter Form daraufhin überprüft werden kann, ob unerlaubte Hilfsmittel verwendet wurden und ob es sich – insgesamt oder in Teilen – um ein Plagiat handelt. Zum Vergleich meiner Arbeit mit existierenden Quellen darf sie in eine Datenbank eingestellt werden und nach der Überprüfung zum Vergleich mit künftig eingehenden Arbeiten dort verbleiben. Weitere Vervielfältigungs- und Verwertungsrechte werden dadurch nicht eingeräumt.

Die Arbeit wurde weder einer anderen Prüfungsbehörde vorgelegt noch veröffentlicht.

---

Ort, Datum

---

Unterschrift