

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	23
I. Problemaufriss und Ziel der Untersuchung	23
II. Gang der Untersuchung	25

Kapitel 1

Historische Entwicklung und ökonomischer Hintergrund von Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität	28
A. Historie des deutschen und europäischen Insiderrechts	29
I. Insiderrichtlinie und WpHG	29
II. Marktmissbrauchsrichtlinie und Anlegerschutzverbesserungsgesetz	32
III. MMVO, Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation sowie das Erste und Zweite Finanzmarktnovellierungsgesetz	33
B. Ökonomischer Hintergrund von Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität	36
I. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts als Ziel des Marktmissbrauchsrechts	36
II. Teilaspekte eines funktionsfähigen Kapitalmarkts	38
1. Institutionelle Effizienz	38
2. Operationale Effizienz	39
3. Allokative Effizienz	40
III. Bedeutung von Informationen für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts	41
1. Information als funktionsnotwendiges Element	41
2. Information als vertrauensbildendes Instrument	42
3. Informationsasymmetrien und informationsbedingtes Marktversagen	44
4. Information als preisbildendes Instrument	46
a) Kernaussagen der <i>ECMH</i>	47
aa) Informationseffizienz	47
bb) Fundamentalwerteffizienz	48
cc) Bedingungen der Kapitalmarkteffizienz	49
dd) Formen der <i>ECMH</i>	51
(1) Schwache Form der <i>ECMH</i>	51
(2) Halbstrenge Form der <i>ECMH</i>	51
(3) Strenge Form der <i>ECMH</i>	53
ee) Empirie zur <i>ECMH</i>	53

b) Kritik an der <i>ECMH</i> : Die <i>Behavioral Finance</i>	56
aa) Beschränkte Rationalität und systematische Irrationalitäten	56
bb) <i>Limits of arbitrage</i>	58
c) Stellenwert der <i>ECMH</i>	60
d) Positive Effekte von Informations- und Fundamentalwerteffizienz für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts	61
C. Verankerung des ökonomischen Hintergrunds im Insiderrecht und im Recht der Ad- hoc-Publizität	64
I. Effizienz des Marktes durch Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität	64
a) Regulierung durch MMVO und WpHG	64
b) Deregulierung des Insiderrechts	67
II. Der verständige Anleger in Art. 7 Abs. 4 MMVO als Einfallstor der ökonomischen Theorie	71
1. Deskriptiv-konkretisierende Auslegung	71
2. Kapitalmarkttheoretische Auslegung	73
a) Der verständige Anleger als Personifizierung des Kapitalmarkts im Sinne der halbstrengen Variante der <i>ECMH</i>	74
aa) Herleitung des Auslegungskonzepts	74
bb) Ermittlung der Kurserheblichkeit	75
cc) Anerkennung der <i>probability/magnitude</i> -Formel durch die Judikaturen von EuGH und BGH	77
b) Kritik an der kapitalmarkttheoretischen Auslegung	78
aa) Untauglichkeit der Kapitalmarkttheorie als absoluter Auslegungsmaß- stab	78
bb) Keine Anerkennung der <i>probability/magnitude</i> -Formel durch die Judi- katuren von EuGH und BGH	79
3. An tatsächlichem Kapitalmarkt und nutzenmaximierendem Verhalten orien- tierte Auslegung	80
4. Vereinbarkeit der kapitalmarkttheoretischen Auslegung mit geltendem Recht	82
a) Ökonomische Analyse des Rechts	82
b) Wortlaut der MMVO und ihrer Erwägungsgründe	83
c) Vereinbarkeit der kapitalmarkttheoretischen Auslegung mit dem verständi- gen Anleger des EuGH und des BGH	84
d) Zweck der kapitalmarkttheoretischen Auslegung	86
aa) Realitätsferne der Auslegung	86
bb) Bewusste Abstraktion von realen Marktteilnehmern	87
cc) Folgenorientierung	87
e) Praktikabilität der unterbreiteten Auslegungsmaßstäbe	88
f) Zusammenfassung	89

Kapitel 2

**Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität
in den Vereinigten Staaten von Amerika**

Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität in den Vereinigten Staaten von Amerika	91
A. Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität in den USA	91
I. Systematik	91
1. Insiderhandelsverbote	92
a) <i>Common law</i> der Einzelstaaten	92
b) Bundesstaatliche Gesetzgebung	93
aa) § 10(b) des <i>Securities Exchange Act</i> und <i>rule 10b-5</i>	93
bb) <i>Cady, Roberts & Co.</i> und <i>Texas Gulf Sulphur</i> : Die <i>equal access theory</i>	95
cc) <i>Chiarella</i> und <i>Dirks</i> : Die <i>fiduciary duty theory</i> und die Haftung von <i>tippees</i>	96
dd) <i>O'Hagan</i> : Die <i>misappropriation theory</i>	97
ee) Schutz der Gesellschaft durch § 16(b) des <i>Securities Exchange Act</i> ...	98
c) Zwischenergebnis	99
2. Ad-hoc-Publizitätspflichten	99
a) § 10(b) des <i>Securities Exchange Act</i> und <i>rule 10b-5</i>	99
b) § 13(a)(1) und § 13(l) des <i>Securities Exchange Act</i>	100
c) <i>Regulation Fair Disclosure</i>	101
d) <i>Listing rules</i> der Wertpapierbörsen	102
II. Kurserheblichkeit und Kurspezifität im US-Insiderrecht	102
1. Kurserheblichkeit – <i>material information</i>?	103
a) Entwicklung des <i>materiality</i> -Standards in der Rechtsprechung	103
aa) Die Ursprünge in <i>TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.</i> und <i>Basic, Inc. v. Levinson</i>	103
(1) Der <i>reasonable investor test</i>	103
(2) Ungewisse Ereignisse	105
(3) Die <i>fraud-on-the-market theory</i>	107
bb) Bestätigung und Konkretisierung des <i>materiality</i> -Standards durch die Rechtsprechung	108
(1) Bedeutung der <i>significance</i>	108
(2) Absage an einen <i>bright-line</i> -Standard	109
(3) Der <i>reasonable investor</i> der Rechtsprechung	110
b) Die Kritik des <i>materiality</i> -Standards in der US-amerikanischen Literatur	112
aa) Das Verständnis des durch die Rechtsprechung begründeten <i>reasonable investor</i> -Standards in der Literatur	112
bb) Der Markt als Aggregat und professionelle Anleger als Adressaten der Veröffentlichung von Unternehmensdaten	113
cc) Plädoyer für ein realitätsnäheres Konzept	116

2. Kursspezifität im US-amerikanischen Insiderrecht?	119
a) Vage Aussagen und die <i>puffery doctrine</i>	119
b) Beurteilungsperspektive des <i>reasonable investor</i>	121
B. Erkenntnisse aus der rechtsvergleichenden Betrachtung	121
I. Ausgangspunkt der Untersuchung	121
II. Tatbestandliche Reichweite von <i>materiality</i> und Kurserheblichkeit	123
1. Weiterer Anwendungsbereich der Kurserheblichkeit	123
2. Engerer Anwendungsbereich der Kurserheblichkeit	123
a) Intention des Verordnungsgebers und Systematik des Gesetzes	124
b) Restriktive Auslegung durch die Theorie des Handelsanreizes	125
III. Übertragbarkeit der Erkenntnisse zur <i>materiality</i> auf die Auslegung des verständigen Anlegers	125
1. Der <i>reasonable investor</i> und der verständige Anleger	125
2. Der <i>reasonable investor</i> als Personifizierung des Kapitalmarkts – eine Vorgabe für Art. 7 Abs. 4 MMVO?	126
a) Uneinheitliches Verständnis von Rechtsprechung, Verwaltung und Literatur im US-amerikanischen Recht	126
b) Konzeptionelle Übertragbarkeit ins deutsche Recht	128
aa) Inkonsequente Rechtsprechung des BGH	128
bb) Konsequente Interpretation von Kurserheblichkeit und haftungsbegründender Kausalität eines etwaigen Schadensersatzanspruchs	130
3. Erfordernis der Kursspezifität als eigenständiges Merkmal	132
IV. Gemeinsame Perspektiven	132

Kapitel 3

Das Lafonta-Urteil des EuGH und seine Bedeutung für die Auslegung von Art. 7 MMVO

	134
A. Das Lafonta-Urteil des EuGH	135
I. Sachverhalt	135
II. Urteil des EuGH	136
III. Rechtlicher Hintergrund	138
1. Verdeckter Beteiligungsaufbau mittels Derivat-Strukturen	139
a) Ziel des verdeckten Beteiligungsaufbaus	140
b) Verdeckter Beteiligungsaufbau mittels <i>cash settled total return equity swaps</i>	140
aa) Rechtliche Ausgestaltung	140
bb) Aus der wirtschaftlichen Logik resultierende Erwerbsmöglichkeit	142
2. Relevanz für die Beteiligungspublizität	143
3. Relevanz für das Insiderhandelsrecht und die Ad-hoc-Publizität	145

B. Analyse der Lafonta-Entscheidung und ihrer Implikationen für Kursspezifität und Kurserheblichkeit	147
I. Aussagekraft der Entscheidung für Kursspezifität und Kurserheblichkeit	147
II. Kursspezifität nach der Lafonta-Entscheidung	149
1. Inhalt der Aussage des EuGH	149
2. Stand der Forschung zum Tatbestandsmerkmal der „präzisen Information“	150
a) Gegenwärtige oder zukünftige Umstände und Ereignisse	150
b) Kursspezifität	152
3. Bewertung der Aussagen des EuGH zum Tatbestandsmerkmal der „präzisen Information“	152
a) Wortlaut	152
b) Entstehungsgeschichte	153
c) Systematik und Telos	155
4. Das Verhältnis von Kursspezifität und Kurserheblichkeit	157
a) Eigenständigkeit der Kursspezifität	157
aa) Europarechtlich determinierte Unabhängigkeit der Voraussetzungen	157
bb) Begrenzungsfunktion für mittelbar betreffende Informationen	160
b) Kursspezifität als Bestandteil der Kurserheblichkeit	160
c) Erkenntnisse des Rechtsvergleichs	162
aa) Rechtsvergleichender Blick auf Großbritannien: Der Fall <i>Massey v. FSA</i>	162
bb) Auffassungen im französischen Schrifttum	163
cc) Dogmatischer Vergleich mit den Vereinigten Staaten von Amerika: Kursspezifität als Äquivalent der <i>puffery doctrine</i> ?	164
(1) Kerngedanke von Kursspezifität und <i>puffery doctrine</i>	164
(2) Entscheidungserheblichkeit unspezifischer Informationen?	165
(3) Von Rechts wegen unerhebliche vage Äußerungen	166
d) Kursspezifität als redundante Vorprüfung	167
5. Die Beantwortung der Vorlagefrage im Fall Lafonta	169
III. Kurserheblichkeit nach der Lafonta-Entscheidung	170
1. Inhalt der Aussage des EuGH	170
a) Keine Beschränkung auf gegenteilige mögliche Kursauswirkungen	171
b) Sich gegenseitig ausgleichende Kursreaktionen	172
2. Stand der Forschung zum Tatbestandsmerkmal der „Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung“	173
a) Überschreitung der Erheblichkeitsschwelle	174
b) Prognosebeurteilung	176
c) Beurteilungsperspektive des verständigen Anlegers	177
3. Generelle Einordnung von Volatilitätsinformationen als Insiderinformationen	178
a) Verständnis der Entscheidung	178

b) Bewertung der Entscheidung	180
aa) Negative Folgen für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts	180
(1) Implikationen des Auslegungskanons	180
(2) Entmaterialisierung durch Pragmatismus	182
(3) Kontraproduktive Expansionstendenz	182
bb) Stärkung der Anlegergleichbehandlung	183
4. Volatilitätsinformationen als Insiderinformationen für von der volatilen Aktie abhängige Derivate	184
a) Verständnis der Entscheidung	184
b) Bewertung der Entscheidung	186
5. Analyse der Urteilsgründe	187
a) Folgen der unterschiedlichen Deutungsvarianten	187
b) Schlussanträge des Generalanwalts	188
c) Insiderrechtliches Anlegerleitbild des EuGH und Charakteristikum der Insiderinformation	190
aa) Der verständige Anleger des EuGH als Händler?	191
bb) Informationelle Chancengleichheit	192
cc) Verknüpfung von Wissensvorsprung, Vermögensvorteil und dem Nachteil Dritter	193
d) Verzicht auf das Merkmal des Handelsanreizes?	195
C. Einbeziehung von Volatilitätsinformationen in den Anwendungsbereich von Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität	196
I. Gesichtspunkte des Funktionsschutzes	196
1. Konkretisierung des Funktionsschutzziels	197
2. (Mittelbare) Steigerung der operationalen und allokativen Effizienz durch informations- und fundamental effiziente Börsenkurse	199
a) Direkte und indirekte Anteilsbewertung	199
b) Unternehmensbewertung	200
c) Systematische und unsystematische Risiken	202
d) Portfoliotheorie und <i>CAPM</i>	203
e) Unsystematische Risiken in der Rechtssache Lafonta	205
f) Bedeutung der Volatilitätsinformation für die volatile Aktie	205
g) Bedeutung der Volatilitätsinformation für das von der volatilen Aktie abhängige Derivat	206
3. Informationsüberflutung	208
a) Publizitätskosten als Wettbewerbsfaktor des Kapitalmarkts	209
b) Informationsüberflutung und <i>Behavioral Finance</i>	209
c) Operationale Effizienz	210
4. Restriktives Verständnis der Lafonta-Entscheidung zur Schonung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts	211

II. Gesichtspunkte des Anlegerschutzes	212
1. Anlegerschutz als (mittelbares) Ziel von Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität	212
a) Kein Schluss von der grundsätzlichen Funktionsbestimmung auf die Schutzgesetzzeigenschaft	213
b) Funktionsbestimmung von Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität	213
aa) Insiderrecht	213
bb) Ad-hoc-Publizität	216
cc) Folgerungen für die Untersuchung	217
2. Konkretisierung des Anlegerschutzziels	218
3. Optimierung der Anlageentscheidung durch Publizierung firmenspezifischer Volatilitätsinformationen	219
a) Restriktives Verständnis als Mindestmaß des Anlegerschutzes	219
b) Volatilitätsinformation als Spekulationsgrundlage	220
c) Volatilitätsinformation als Handelshemmung	222
d) Informationsüberflutung	225
4. Stornierung oder Änderung von Aufträgen (Art. 8 Abs. 1 S. 2 MMVO)	226
5. Extensives Verständnis der Lafonta-Entscheidung zur Förderung des Anlegerschutzes	227
III. Erkenntnisse des Rechtsvergleichs	228
1. Vereinigte Staaten von Amerika	228
a) Maßstab der US-amerikanischen Gerichte	228
b) Maßstab der <i>SEC</i>	230
c) Maßstab der Literatur	230
d) Berücksichtigung dogmatischer und struktureller Unterschiede	232
2. Rechtsvergleichender Blick auf Großbritannien: Der Fall <i>Massey v. FSA</i>	232
IV. Auflösung des Zielkonflikts	234
1. Rangverhältnis zwischen den Schutzfunktionen im Insiderrecht und im Recht der Ad-hoc-Publizität	234
a) These des ausschließlichen Funktionsschutzes	234
b) Nach kapitalmarktrechtlichem Regelungskontext zu differenzierender grundsätzlicher Funktionsdualismus	235
c) Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizitätspflicht als Mittel zur Herstellung von Vertragsparität	236
d) Stufenverhältnis von Funktions- und Anlegerschutz	240
2. Intensität der funktionsschutzmindernden Wirkung eines extensiven Verständnisses der Lafonta-Entscheidung	243
a) Relativierung der funktionsschutzmindernden Wirkung	244
aa) Abhängigkeit der Intensität der Negativfolgen vom Verlust der tatbestandsbegrenzenden Funktion	244
bb) Abhängigkeit der Intensität der Negativfolgen von der Summe unvorhersehbarer Marktreaktionen	246

b) Tatbestandliche Vereinbarkeit des extensiven Verständnisses <i>de lege lata</i> . . .	246
aa) Überschreitung der Erheblichkeitsschwelle	247
(1) Überschreitung der Volatilitätsgrenzen	247
(2) Theorie des Handelsanreizes	248
(a) Verkaufsanreiz hinsichtlich der volatilen Aktie aufgrund des gesteigerten Risikos	248
(b) Zwischenergebnis	249
(3) Handelshemmung	249
(a) Keine Notwendigkeit einer Verhaltensänderung	249
(b) Ergänzung der Theorie des Handelsanreizes	250
(c) Erfordernis der „Erheblichkeit“	250
bb) Erfordernis der überwiegenden Wahrscheinlichkeit	252
cc) Zwischenergebnis	254
c) Folgerung für die Intensität der funktionsschutzmindernden Wirkung eines extensiven Verständnisses	254
3. Intensität der anlegerschutzmindernden Wirkung eines restriktiven Verständnisses der Lafonta-Entscheidung	255
a) Chancengleichheit durch Ermöglichung informierter Anlageentscheidungen	255
b) Ungerechtfertigter Wissensvorsprung zum Vorteil des Insiders und zum Nachteil des Handelspartners	256
c) Minderung des Bedürfnisses für Anlegerschutz durch Portfoliodiversifizierung?	257
d) Abhängigkeit der Intensität der Negativfolgen von der Summe unvorhersehbarer Marktreaktionen	260
e) Folgerung für die Intensität der anlegerschutzmindernden Wirkung eines restriktiven Verständnisses	260
4. Vorzugswürdiges Verständnis unter Berücksichtigung von Rangverhältnis und Eingriffsintensität	260
a) Bedeutung der Auslegungsfrage für das Verständnis von Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität	260
b) Logischer Schluss des restriktiven Verständnisses aus monofunktionaler Betrachtungsweise	261
c) Kurserheblichkeit als Mischkonzept aus Tatsachen und rechtlichen Erwägungen	262
d) Vorrang des Anlegerschutzes im Fall Lafonta	264
e) Praxistauglichkeit des aufgezeigten Ansatzes	266
f) Konformität des aufgezeigten Ansatzes aus rechtsvergleichender, nationalrechtlicher und europarechtlicher Perspektive	267
aa) Vorzugswürdigkeit unter rechtsvergleichenden Gesichtspunkten	267
bb) Vorzugswürdigkeit in Anbetracht der Rechtsprechung von BGH und EuGH	268
(1) Konformität der Lafonta-Entscheidung mit der IKB-Entscheidung	268

(2) Kombination der Lafonta-Entscheidung und der IKB-Entscheidung	269
(3) Gemeinsamkeiten und Unterschiede der Lafonta-Entscheidung und der IKB-Entscheidung	270
(4) Vorzugswürdigkeit in Anbetracht der Rechtsprechungshistorie des EuGH	271
cc) Vorzugswürdigkeit in Anbetracht der zentralen Wertungen des europäi- schen Insiderrechts	272
g) Ergebnis	274
Schlussbetrachtung	276
Literaturverzeichnis	281
Stichwortverzeichnis	303