

INHALTSVERZEICHNIS

Vorwort	5
Abkürzungsverzeichnis.....	13
Kapitel 1:	
Einführung.....	17
A. Problemstellung	17
B. Prominenter Ausgangspunkt: Die Causa Schrempp	20
I. Exkurs: Einseitiger Rücktritt oder einvernehmliches Ausscheiden?	21
II. Die Ansichten der Instanzen.....	23
C. Ziel und Gang der Untersuchung	26
Kapitel 2:	
Definition und kapitalmarkttheoretische Verortung von Zwischenschritten und Endereignissen	31
A. Zwischenschritte und Endereignisse als „Informations- und Ereigniseinheit“	32
I. Verknüpfung von „Zwischenschritt“ und „Endereignis“ sowie die Herleitung einer Definition	32
II. Zwischenergebnis	38
B. Die Verbindung zwischen einer neuen Information und der Reaktion am Kapitalmarkt	39
I. Uninformiertes bzw. nicht am Fundamentalwert orientiertes Anlegerverhalten durch die Veröffentlichung von Zwischenschritten..	45
1. <i>Rational Choice</i> und ECMH als vorherrschendes gesetzgeberisches Leitbild	45
2. Herleitung von irrationalem Marktverhalten unter Bezug auf die Behavioral-Finance-Forschung	51
3. Informationswahrnehmung und Entscheidungsfindung bei der Veröffentlichung von Zwischenschritten und Endereignissen eines gestreckten Geschehensablaufs.....	53

a. Falsche Wahrscheinlichkeitseinschätzung durch Außerachtlassen der Basisrate	56
b. Verstärkung einer falschen Wahrscheinlichkeitseinschätzung durch den Sicherheitseffekt	58
c. Berücksichtigung lediglich einer kleinen Teilmenge möglicher Endereignisse aufgrund der Verfügbarkeitsheuristik	58
d. Berücksichtigung lediglich einer kleinen Teilmenge möglicher Endereignisse aufgrund der Ambiguitätsaversion	59
e. Das vermeintlich autarke und leicht überschaubare Spekulationsumfeld als Auslöser für <i>overconfidence</i>	60
II. Informiertes bzw. am Fundamentalwert orientiertes Anlegerverhalten durch die Veröffentlichung von Zwischenschritten	61
1. <i>News traders</i>	62
2. <i>Value traders</i>	63
3. Zwischenergebnis	64
III. „Limits of arbitrage“	64
1. Begriffsbestimmung	64
2. „Limits of arbitrage“ bei Ad-hoc-Informationen über den gestreckten Geschehensablauf?	66
IV. Der Einfluss von Faktoren außerhalb des Informationsinhalts auf die Marktreaktion	69
1. Ereignisstudien als Modell zur Ermittlung von Kapitalmarktreaktionen	70
a. Ökonomisches Ereignis und Aufteilung der Zeitintervalle	70
b. Erwartete und abnormale Rendite	71
c. Signifikanz	72
2. Der Einfluss von Anlagestrategie und Aktionärsstruktur auf die Marktreaktion am Beispiel der Veröffentlichung von Geschäftszahlen	73
3. Vorwegnahme der Marktreaktion durch Auswertung von <i>directors' dealings</i> oder Tätigen von Insiderhandel	75
4. Die Marktreaktion im Zusammenhang mit dem Veröffentlichungszeitpunkt einer Information bezogen auf die Börsenhandelszeiten	77
V. Resümee der Ergebnisse	81

Kapitel 3:

Rechtliche Würdigung der Zwischenschritte eines gestreckten Geschehensablaufs – zugleich eine Auslegung der Tatbestandsmerkmale „kursspezifisch“ und „kurserheblich“	85
---	-----------

A. Die Kursspezifität einer Information im deutschen und europäischen Recht	85
I. Das Verhältnis der Kursspezifität zu Zwischenschritten.....	85
1. Bisherige Interpretationen – das Problem der Vermengung von Konkretisierungen	87
a. Das problematische Verhältnis der Merkmale „kursspezifisch“ und „kurserheblich“	90
aa. Der „verständige Anleger“ als Konkretisierung der Kursspezifität	90
bb. Das problematische Verhältnis von Kursspezifität und Kurserheblichkeit im Fall <i>Massey/FSA</i>	95
b. Auswirkungen eines extensiven Verständnisses der Kursspezifität auf die insiderrechtliche Beurteilung des gestreckten Geschehensablaufs	96
c. Einflüsse des EuGH-Vorabentscheidungsverfahrens <i>Lafonta/AMF C-628/13</i> auf das Merkmal „kursspezifisch“ und die rechtliche Einordnung gestreckter Geschehensabläufe.....	101
2. (Präzise) Zwischenschritte im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung	107
3. Vorschlag für eine Handhabung des Merkmals „kursspezifisch“ <i>de lege ferenda</i>	109
II. Zwischenergebnis	113
B. Die Kurserheblichkeit einer Information aus Sicht des verständigen Anlegers und sein Bezug zu Zwischenschritten im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Insiderrecht	114
I. Der „verständige Anleger“ im <i>Geltl/Daimler</i> - und <i>IKB</i> -Verfahren....	114
II. Die Bedeutung des „verständigen Anlegers“ für die rechtliche Einordnung von Insiderinformationen und das Rechtsfolgenproblem	119
III. Die <i>materiality</i> einer Insiderinformation aus Sicht des verständigen Anlegers und die Vorteile der Rechtsfolgensystematik im US-Recht	121
1. Insiderrecht in den USA	122
2. Zwischenschritte gestreckter Geschehensabläufe im US-Insiderrecht	129
a. Insiderhandelsverbot.....	130
aa. Rule 10b-5.....	130
bb. Rule 14e-3.....	134

cc. Zwischenergebnis zur tatbestandlichen Ausgestaltung des Insiderhandelsverbots im US-Recht	136
b. Publizitätspflicht	137
aa. Form 8-K	137
bb. Regulation FD	141
cc. Zwischenergebnis zur tatbestandlichen Ausgestaltung der Publizitätspflichten im US-Recht	146
dd. Veröffentlichungspflichten in Börsenrichtlinien	147
c. Ergebnis zur Auslegung des „verständigen Anlegers“ im US-Recht	149
IV. Auslegung des „verständigen Anlegers“ im deutschen Recht unter Berücksichtigung europarechtlicher Bezüge	149
1. Kapitalmarkttheoretische oder normative Auslegung?	149
2. Grammatikalische Auslegung	151
3. Systematische Auslegung	153
a. Systematik innerhalb des WpHG	153
b. Systematik des Aktien- und Kapitalmarktrechts	154
c. Zwischenergebnis	156
d. Allgemeine systematische Vorteile im US-Recht	157
4. Historische Auslegung	158
5. Objektiv-teleologische Auslegung	162
a. Berücksichtigung irrationaler Marktreaktionen durch den verständigen Anleger	163
b. Berücksichtigung irrationaler Marktreaktionen durch den verständigen Anleger im US-Recht	165
6. Ökonomische Analyse des Rechts	166
a. Genese der ökonomischen Analyse des Rechts	166
b. Abgrenzung zu reinen „ <i>economic transplants</i> “	169
c. Übertragung ökonomischer Befunde auf den „verständigen Anleger“	171
aa. Der <i>Homo oeconomicus</i> und die Personifikation der ECMH als Ergänzung der teleologischen Auslegung des „verständigen Anlegers“	174
bb. Behavioral <i>Finance</i> als Ergänzung der teleologischen Auslegung des „verständigen Anlegers“	179
cc. Behavioral <i>Finance</i> als zusätzlicher Auslegungsaspekt im US-Recht?	185

dd. Zwischenergebnis	186
7. Richtlinienkonforme Auslegung	187
8. Der „verständige Anleger“ in der Marktmissbrauchsverordnung	190
9. Ergebnis	191
a. Konkretisierung des „verständigen Anlegers“	191
b. Rechtsvergleichende Erkenntnisse aus dem US-Insiderrecht	193
V. Implikationen aus dem US-Recht für das Rechtsfolgenkonzept im europäischen Insiderrecht	194
1. Optionen für eine ereignisbezogene Verlagerung der Veröffentlichungspflicht bei gestreckten Geschehensabläufen – unterschiedlicher Anwendungsbereich der Ad-hoc-Publizität und des Insiderhandelsverbots.....	194
a. Erkenntnisse aus dem US-Recht und Betrachtung der Regulierungsansätze in der Marktmissbrauchsverordnung.....	194
b. Angemessene Sanktionen und eine effektive Rechtsdurchsetzung des Insiderhandelsverbots als Ersatz für die Präventionsfunktion der Ad-hoc-Pflicht.....	200
c. Bewertung	208
d. Methodologie von <i>legal transplants</i>	209
2. Zwischenergebnis	213
3. Auslegungshilfen.....	213
C. Zusammenfassung	215

Kapitel 4:

Rechtliche Würdigung der zukünftigen Endereignisse eines gestreckten Geschehensablaufs	217
A. Rechtslage in Deutschland unter Bezugnahme auf das europäische Recht	217
I. Bisherige Konkretisierungen des Merkmals „hinreichend wahrscheinlich“	217
II.(Un)Klarheit des EuGH im Vorabentscheidungsverfahren <i>Gelti/Daimler</i>	218
1. Der EuGH zum Merkmal „hinreichend wahrscheinlich“	218
2. Der EuGH und der Beschluss des BGH vom 23.4.2013 zum Merkmal „kurserheblich“	220
III. Auslegung der hinreichenden Wahrscheinlichkeit im Sinne des § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG und Verständnis der EuGH-Entscheidung in Sachen <i>Gelti/Daimler</i>	223
B. US-Recht	226

I. Insiderhandelsverbot	226
II. Publizitätspflicht	228
C. Implikationen aus dem US-Recht für den Umgang mit zukünftigen Ereignissen im europäischen Recht	229
I. Übertragung des Probability-Magnitude-Tests in das europäische Insiderrecht als Konkretisierung der Kurserheblichkeit	229
1. Der Probability-Magnitude-Test – im Ursprung eine normative oder kapitalmarkttheoretische Interpretation des „verständigen Anlegers“?	229
2. Der Probability-Magnitude-Test bei Informations- und Ereigniseinheiten	233
a. Notwendigkeit des Probability-Magnitude-Tests zur Verhinderung der Sperrwirkung von Endereignissen auf vorgelagerte Zwischenschritte?	233
b. Der Probability-Magnitude-Test als „passendes“ Rechtstransplantat zur Konkretisierung der Kurserheblichkeit von Zwischenschritten?	236
II. Stellungnahme	239
Kapitel 5:	
Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	243
A. Terminologie von Zwischenschritten und Endereignissen	243
B. Ökonomische Erkenntnisse für die Bewertung des gestreckten Geschehensablaufs	244
C. Die rechtliche Bewertung von Zwischenschritten und Konkretisierung des „verständigen Anlegers“	244
I. Bestimmung des Problemschwerpunkts unter Ausdeutung der Kursspezifität	244
II. Konkretisierung des „verständigen Anlegers“	245
III. Vorteile der (Rechtsfolgen-)Systematik im US-Recht für die Konkretisierung des „verständigen Anlegers“ und den Umgang mit Zwischenschritten	247
D. Zukünftige Endereignisse des gestreckten Geschehensablaufs und die Anwendung des Probability-Magnitude-Tests	248
E. Vorschläge für eine modifizierte Veröffentlichungspflicht und eine Verlagerung der Kursspezifität	248
Literaturverzeichnis	251
Sonstige Materialien	274