

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	15
Einleitung	17
Erster Teil:	
Das Merkmal der Preiserheblichkeit im Zusammenhang	22
A. Geschichtlicher Hintergrund, Entstehungsgeschichte und Regelungszwecke der §§ 12 ff. WpHG	23
I. Zur Einführung: Das Regelungsproblem des Insiderhandels	23
1. Individuelle Schädigung der Anleger	24
2. Schmälerung der Gewinnchancen	25
3. Gefährdung des Vertrauens der Anleger	26
II. Die historische Entwicklung des deutschen Insiderrechts	29
1. Erster Akt: Freiwillige Richtlinien für Insidergeschäfte	29
2. Zweiter Akt: Die EG-Insiderrichtlinie und das 2. FMFG	30
3. Dritter Akt: Die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie und das AnSVG	32
III. Zielsetzung und Schutzgüter des WpHG	34
1. Überblick über die allgemeinen Regelungsziele des WpHG	34
2. Zur Abgrenzung von Funktions- und Anlegerschutz	35
3. Das Regelungsziel Funktionsschutz im besonderen	39
B. Der Tatbestand der Insiderinformation i.S.d. § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG	41
I. Die Regelung des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG im allgemeinen	42
1. Der Begriff der Insiderinformation	42
2. Rechtsfolgen	44
a) Verbot von Insidergeschäften gemäß § 14 WpHG	45
b) Mitteilung, Veröffentlichung und Übermittlung von Insiderinformationen gemäß § 15 WpHG	46
c) Kritik am Beitrag der §§ 14, 15 WpHG zur Erreichung des Regelungsziels	47
3. Sanktionen	53
	9

a)	Zivilrechtliche Folgen	53
b)	Straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Folgen	54
c)	Erforderlichkeit straf- und ordnungswidrigkeitenrechtlicher Sanktionen	55
II.	Das Tatbestandsmerkmal der Preiserheblichkeit im besonderen	57
1.	Regelungszwecke	57
a)	Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts	57
b)	Schutz der Freiheit der Marktteilnehmer	60
2.	Erläuterung der in Bezug genommenen Rechtsbegriffe des WpHG und des BörsG	61
a)	Legaldefinition der Insiderpapiere gemäß § 12 WpHG	61
b)	Legaldefinition des Börsenpreises und Abgrenzung von Marktpreisen	63
aa)	Börsenpreise, § 24 Abs. 1 Satz 1 BörsG	63
bb)	Marktpreise	65
c)	Ermittlung des Börsenpreises	66
aa)	Feststellung von Börsenpreisen durch Skontroführer im Präsenzhandel	66
bb)	Zustandekommen von Börsenpreisen im elektronischen Handel	68
3.	Überblick über die wichtigsten wirtschaftswissenschaftlichen Theorien zur Prognose des Börsen- oder Marktpreises	69
a)	Fundamentalanalyse	70
b)	Kontrastprogramm der Technischen Analyse	74
c)	Grenzen der traditionellen Analysekonzepte	75
III.	Exkurs: Verfassungsrechtliche Anforderungen an die Bestimmtheit des Gesetzes	76
1.	Grundsatz des Art. 103 Abs. 2 GG	76
2.	Das Problem der »Normspaltung«	78
C.	Ergebnis des Ersten Teils	81
Zweiter Teil:		
	Die »materiality-doctrine« des US-amerikanischen Insiderrechts	83
A.	Zum Vorgehen	83
B.	Darstellung des US-amerikanischen Rechts im Zusammenhang	84
I.	Entwicklung und Konzeption des US-amerikanischen Insiderrechts	84

1.	Section 16 SEA	86
2.	Section 10(b) SEA und rule 10b-5	88
a)	Grundlagen	89
b)	Anwendung von rule 10b-5 auf Insiderfälle	90
II.	Zweck des materiality-Erfordernisses in common law und Entwicklung unter rule 10b-5	92
1.	Die Zielsetzung des materiality-Erfordernisses in common law fraud	95
2.	Die materiality doctrine unter rule 10b-5 im Spiegel der Rechtsprechung: Weiterentwicklung des common law oder Bruch mit der Tradition?	96
a)	Die ursprüngliche Konzeption: In the Matter of Cady, Roberts & Co.	96
b)	Erweiterung durch den Second Circuit Court of Appeals	98
aa)	List v. Fashion Park, Inc.	98
bb)	SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.	100
3.	Partielle Rückführung: Die Entscheidung des U.S. Supreme Court in Basic v. Levinson	103
C.	Ergebnis des Zweiten Teils	106
Dritter Teil:		
	Die Regelung der Kurserheblichkeit nach deutschem Recht bis zum Inkrafttreten des AnSVG	110
A.	Beurteilungsmaßstäbe und Beurteilungskriterien	111
I.	Allgemeine Beurteilungsmaßstäbe	112
1.	Objektive Beurteilung	113
2.	Ex ante-Beurteilung	115
3.	Verständige Beurteilung	117
II.	Spezielle Beurteilungskriterien aus der Zeit vor Inkrafttreten des AnSVG	118
1.	Benennung der maßgeblichen Beurteilungskriterien für die Eignung zur Kursbeeinflussung	119
a)	Teleologische Reduktion der Prognose auf einen einzigen Gesichtspunkt	119
b)	Betonung der »Umstände des Einzelfalls«	124
2.	Die Schwelle der Erheblichkeit	126
a)	Quantitative Ansätze	127
aa)	Fixe Prozentgrenzen	127
		11

bb) Variable Prozentsätze	131
b) Qualitative Ansätze	133
III. Rücknahme des Beurteilungsspielraums durch § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG	135
B. Bot die bisherige Regelung Gewähr für eine korrekte Prognose der Kurserheblichkeit? Empirische Betrachtung	136
I. Ergebnisse der Ereignisstudien zu einzelnen Ad-hoc-Sachverhalten	137
1. Meldungen betreffend Periodenergebnisse	138
2. Dividendenbekanntgaben	139
3. Kapitalerhöhungen	139
4. M&A-Transaktionen	140
5. Personelle Veränderungen	140
II. Methodische Defizite der untersuchten Ereignisstudien	141
III. Ergebnis	144
C. Exkurs: Gesetzlicher Sachverhaltskatalog als Regelungsalternative?	145
I. Verfassungsrechtliche Bedenken gegenüber administrativer Rechtssetzung	147
II. Komplexität der Lebenssachverhalte und Gefahr von Strafbarkeitslücken	148
III. Erreichen des Regelungszwecks als Leitgedanke	149
Vierter Teil:	
Ist durch die Einfügung von § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG die Preiserheblichkeit von Insiderinformationen besser bestimmbar geworden?	151
A. Die Regelung des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG im einzelnen	151
I. Systematische Einordnung der Vorschrift	152
1. Reichweite der in § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG enthaltenen Bezugnahme auf Satz 1	152
2. Bezugspunkt der Prognose: Kursveränderung oder zu erwartender Gewinn (bzw. vermeidbarer Verlust)?	154
3. Verhältnis zu anderen Tatbestandsmerkmalen der Insiderinformation	156
a) Informationen über zukünftige Umstände nach § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG	158

b) »Kurspezifität«	162
II. Diskussion wichtiger Streitfragen zu § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG	164
1. Der Verständnishorizont des verständigen Anlegers im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG	164
a) Auslegung anhand der Wortbedeutung	168
b) Gesetzgeberische Regelungsabsichten	170
c) Systematisch-teleologische Auslegung	172
d) Ergebnis	176
2. Grad der von § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG geforderten Wahrscheinlichkeit, daß ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde	177
a) Ausgangspunkt: Pflicht zur richtlinienkonformen Auslegung des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG	181
b) Schranken einer richtlinienkonformen Auslegung des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG	182
c) Ermittlung des zutreffenden Wortlautverständnisses	186
d) Sytematisch-teleologische Auslegung	188
e) Ergebnis	189
III. Konkretisierung durch nicht-parlamentarische Rechtsakte	190
1. Abschließende Konkretisierung durch § 20 a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG i.V.m. § 2 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 bis 4 MaKonV?	190
2. Emittentenleitfaden der BaFin	194
B. Zwischenergebnis und weitere Vorgehensweise	197
C. Der verständige Anleger im Spannungsfeld von Rational Choice und Behavioral Law and Economics – Ökonomische Betrachtung	199
I. Der verständige Anleger als Homo oeconomicus?	200
1. Ausgangspunkt	200
2. Der Homo oeconomicus als Standardmodell für »verständiges« Verhalten	202
3. Bedenken gegenüber der Gleichsetzung von »verständlich« mit »rational« im Sinne von Rational Choice	203
II. § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG im Lichte von Behavioral Law and Economics	205
1. Empirische Befunde zu irrationalem Anlegerverhalten am Kapitalmarkt	205
2. Auswirkung irrationalen Verhaltens auf den Markt als Ganzes	208
a) Neoklassische Finanzierungstheorie	209
b) Gegenmodell der Behavioral Finance	210
c) Adaption in der Rechtswissenschaft im allgemeinen	214
	13

3.	Implikationen des Theorienstreits für die Vereinbarkeit der Norm mit Art. 103 Abs. 2 GG	217
a)	Entscheidungsleitende Gesichtspunkte	218
b)	Anwendung auf § 13 Abs. 1 Satz 1 i.V.m. Satz 2 WpHG	219
c)	Ergebnis	222
III.	Bedarf es eines »Behavioral Approach« zu § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG?	222
1.	Ausgangsüberlegung	222
2.	Vereinbarkeit mit Art. 103 Abs. 2 GG	226
3.	Ergebnis	228
D.	Die Preiserheblichkeit von Insiderinformationen in der ex-post-Betrachtung	228
I.	Rechtlicher Rahmen für die nachträgliche Überprüfung der Preiserheblichkeit von Insiderinformationen	229
1.	Straf- und Ordnungswidrigkeitenverfahren	230
a)	Grundsatz: Die Freiheit der Beweiswürdigung	231
b)	Einschränkung der Freiheit der Beweiswürdigung durch den Grundsatz »in dubio pro reo«	233
2.	Zivilverfahren	234
II.	Zur Rolle tatsächlich eingetretener Veränderungen des Börsen- oder Marktpreises	235
1.	Kein direkter Beweis für die Preiserheblichkeit	235
2.	Statt dessen: Veränderungen des Börsen- oder Marktpreises als Indiz für die Preiserheblichkeit von Insiderinformationen	237
III.	Schutz durch das Opportunitätsprinzip?	240
E.	Ergebnis des Vierten Teils und Ausblick	243
	Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	246
	Literaturverzeichnis	253