

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 131

**Die Insiderinformation
bei Unvorhersehbarkeit der Richtung
der Kursauswirkung**

Von

Julian Spatz



Duncker & Humblot · Berlin

JULIAN SPATZ

Die Insiderinformation bei Unvorhersehbarkeit
der Richtung der Kursauswirkung

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 131

Die Insiderinformation bei Unvorhersehbarkeit der Richtung der Kursauswirkung

Von

Julian Spatz



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät
der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg hat diese Arbeit
im Jahre 2018 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2019 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-15608-5 (Print)
ISBN 978-3-428-55608-3 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85608-4 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Sommersemester 2018 als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung konnten bis zum 30. September 2018 Berücksichtigung finden.

Meinem verehrten Doktorvater, Herrn Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., bin ich nicht nur aufgrund der großartigen Unterstützung und Förderung meines Dissertationsvorhabens zu tiefstem Dank verpflichtet. Neben einem stets „offenen Ohr“ für einen wissenschaftlichen Austausch während der Entstehung der Arbeit und der Einräumung aller inhaltlichen Freiheiten verdanke ich ihm eine schöne und lehrreiche Zeit am Lehrstuhl für Ausländisches und Internationales Privatrecht, Abt. II, die ich immer in guter Erinnerung behalten werde. Ihm danke ich auch für die äußerst rasche Erstellung des Erstgutachtens. Herzlich danken möchte ich auch Herrn Professor Dr. Boris Paal, M.Jur., für die ebenfalls außerordentlich schnelle Verfassung des Zweitgutachtens.

Den Herren Professoren Dr. Holger Fleischer, LL.M., Dr. Hanno Merkt, LL.M., und Dr. Gerald Spindler danke ich für die Aufnahme meiner Arbeit in ihre Schriftenreihe. Großer Dank gebührt ferner dem Land Baden-Württemberg für die großzügige finanzielle Förderung dieser Arbeit.

Herrn Dr. Jan Klett, LL.M., Frau Dana Rolofs, Herrn Boris Waschkowski, LL.M., und Herrn Dr. Moritz Weidemann, LL.M., danke ich für wertvolle Diskussionen, kritische Anmerkungen und die Durchsicht des Manuskripts.

Der größte Dank gebührt schließlich meinen Eltern. Ihnen danke ich für die ausnahms- und bedingungslose Unterstützung, für Zeit und Mühe, Motivation und Ratschlag, und all dies während der Zeit der Promotion und weit darüber hinaus. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Düsseldorf, im September 2018

Julian Spatz

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) Halbstarke Form der <i>ECMH</i>	51
(3) Starke 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 Auslegungsmaßstab	78
bb) Keine Anerkennung der <i>probability/magnitude</i> -Formel durch die Judikaturen von EuGH und BGH	79
3. An tatsächlichem Kapitalmarkt und nutzenmaximierendem Verhalten orientierte 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 verständigen 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**

	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</i> 10b-5	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</i> 10b-5	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 Schutzgesetzeigenschaft 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 *SEC* 230
 - c) Maßstab der Literatur 230
 - d) Berücksichtigung dogmatischer und struktureller Unterschiede 232
 - 2. Rechtsvergleichender Blick auf Großbritannien: Der Fall *Massey v. FSA* 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 ge-	
steigerten 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 Verständ-	
nisses 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 Portfoliodiversifizie-	
rung?	257
d) Abhängigkeit der Intensität der Negativfolgen von der Summe unvorher-	
sehbarer 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 Erwä-	
gungen	262
d) Vorrang des Anlegerschutzes im Fall Lafonta	264
e) Praxistauglichkeit des aufgezeigten Ansatzes	266
f) Konformität des aufgezeigten Ansatzes aus rechtsvergleichender, national-	
rechtlicher 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 europäischen Insiderrechts	272
g) Ergebnis	274
Schlussbetrachtung	276
Literaturverzeichnis	281
Stichwortverzeichnis	303

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	anderer Ansicht
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
AMF	Autorité des Marchés Financiers
Anh.	Anhang
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
Ariz. L. Rev.	Arizona Law Review
Art.	Artikel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen
Banking L. J.	Banking Law Journal
Barb.	Barbour's New York Supreme Court Reports
BB	Betriebs-Berater
Begr.	Begründung
Beschl.	Beschluss
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BT-Drucks.	Drucksachen des Deutschen Bundestages
B. U. L. Rev.	Boston University Law Review
Bus. Law.	Business Lawyer
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
Case W. Res. L. Rev.	Case Western Reserve Law Review
Cass. com.	Arrêts de la Cour de cassation, chambre civile, section commerciale
CB	Compliance-Berater
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CF	Corporate Finance
CFR	Code of Federal Regulations
Cir.	Circuit
CMLJ	Capital Markets Law Journal
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review

Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
DB	Der Betrieb
D.D.C.	United States District Court, District of Columbia
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
DStR	Deutsches Steuerrecht
Duke L. J.	Duke Law Journal
EBOR	European Business Organization Law Review
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f./ff.	folgende/fortfolgende
F.2d	Federal Reporter, Second Series
F.3d	Federal Reporter, Third Series
FASB	Financial Accounting Standards Board
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FinMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
F.Supp.	Federal Supplement
F.Supp.2d	Federal Supplement, Second Series
GA	Generalanwalt
Ga. L. Rev.	Georgia Law Review
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
HGB	Handelsgesetzbuch
i.E.	im Ergebnis
Int. Econ. Rev.	International Economic Review
i.V.m.	in Verbindung mit
J. Bank. & Fin.	Journal of Banking & Finance
J. Bus. & Tech. L.	Journal of Business & Technology Law
J. Comp. Corp. L. & Sec. Reg.	Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
JCP E	Juris-Classeur Périodique – La Semaine Juridique – Édition Entreprise et Affaires
JCP G	Juris-Classeur Périodique – La Semaine Juridique – Édition Générale
J. Econ. Perspect.	Journal of Economic Perspectives
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics

J. L. & Econ.	Journal of Law & Economics
J. Monetary Econ.	Journal of Monetary Economics
J. Polit. Econ.	Journal of Political Economy
JZ	Juristenzeitung
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
Ky. L. J.	Kentucky Law Journal
lit.	littera
LMK	Lindenmaier-Möhring – Kommentierte BGH-Rechtsprechung
Loy. U. Chi. L. J.	Loyola University Chicago Law Journal
Mass.	Massachusetts
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review
MMVO	Marktmissbrauchsverordnung
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
N.E.	North Eastern Reporter
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer(n)
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NYSE	New York Stock Exchange
N.Y. Sup.Ct.	New York Supreme Court
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RegE	Regierungsentwurf
Regulation FD	Regulation Fair Disclosure
Rev. Fin.	Review of Finance
RLDA	Revue Lamy Droit des Affaires
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
RTDF	Revue Trimestrielle de Droit Financier
S.	Seite
SA	Société Anonyme
S.Ct.	Supreme Court Reporter
S.D.N.Y.	United States District Court, Southern District of New York
S.E.C. / SEC	Securities and Exchange Commission
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
St. John's J. Legal Comment.	St. John's Journal of Legal Commentary
Sup. Ct. Econ. Rev.	Supreme Court Economic Review
TCC	Tax and Chancery Chamber
TRS	Total Return Swap
Tul. L. Rev.	Tulane Law Review
U.C. Davis L. Rev.	U. C. Davis Law Review

U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
UK	United Kingdom
U. Kan. L. R.	University of Kansas Law Review
UKUT	United Kingdom Upper Tribunal
U. Miami L. Rev.	University of Miami Law Review
Unterabs.	Unterabsatz
U. Pa. J. Bus. & Emp. L.	University of Pennsylvania Journal of Business and Employment Law
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Urt.	Urteil
U.S./US	United States; United States Reports
U.S.C.A.	United States Code Annotated
v.	von/vom; versus
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
Var.	Variante
vgl.	vergleiche
Wash. & Lee L. Rev.	Washington and Lee Law Review
Wash. U. L. Q.	Washington University Law Quarterly
WM	Wertpapier-Mitteilungen
Wm. & Mary L. Rev.	William and Mary Law Review
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WuB	Entscheidungsanmerkungen zum Wirtschafts- und Bankrecht
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik

Einleitung

I. Problemaufriss und Ziel der Untersuchung

Die Auslegung des Tatbestands der Insiderinformation (Art. 7 Marktmissbrauchsverordnung¹ – MMVO) verlangt dem Rechtsanwender einen komplexen Balanceakt ab. Zum einen gilt es, die Vorzugswürdigkeit einer extensiven oder restriktiven Auslegung der Tatbestandsmerkmale nicht lediglich in Anbetracht des Verbots von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen (Art. 14 MMVO) zu beurteilen. Gleichzeitig ist es erforderlich, die hiermit verbundenen Folgen vor dem Hintergrund der ebenfalls an den Tatbestand der Insiderinformation anknüpfenden Ad-hoc-Publizitätspflicht (Art. 17 MMVO) zu betrachten, die eine andere Bewertung rechtfertigen kann. Bei der Bestimmung der Reichweite dieser Veröffentlichungspflicht ist wiederum dem abnehmenden Grenznutzen von Informationen² und den widerstreitenden Interessen der Betroffenen hinreichend Rechnung zu tragen, mithin zwischen Informationsüberflutung und Informationsbedürfnis der Marktteilnehmer sowie berechtigten Interessen der Emittenten sorgfältig abzuwägen. Daneben tritt das Bedürfnis nach Rechtssicherheit und einer Vorhersehbarkeit von Ge- und Verboten, das in Anbetracht zivilrechtlicher (vgl. § 97 Wertpapierhandelsgesetz – WpHG), strafrechtlicher (vgl. § 119 WpHG) und ordnungsrechtlicher (vgl. §§ 6 Abs. 6–9, 120 WpHG) Sanktionen für den Verstoß gegen Vorschriften des Marktmissbrauchsrechts besonders transparent wird.

Andererseits kann ein Spannungsverhältnis zwischen dem durch Art. 1 MMVO postulierten Anlegerschutz und dem in Erwägungsgrund 2 der MMVO statuierten Ziel, effiziente und reibungslos funktionierende Kapitalmärkte zu gewährleisten, auftreten. Dieses muss schonend aufgelöst werden, damit die konfligierenden Schutzzwecke jeweils größtmögliche Wirkung entfalten können. In Anbetracht der Vielschichtigkeit der bei der Auslegung des Insiderrechts zu berücksichtigenden Interessen verwundert es nicht, dass der EuGH des Öfteren mit diesbezüglichen Auslegungsfragen im Rahmen von Vorabentscheidungsverfahren befasst wird.³

¹ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EG Nr. L 173 vom 12. Juni 2014, S. 1.

² *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 115. Siehe näher zu den Folgen der Informationsüberflutung unten, Kapitel 3, C.I.3.

³ Vgl. EuGH, Urt. v. 11.3.2015 – Rs. C-628/13 (Lafonta/AMF), NJW 2015, 1663 = ZIP 2015, 627 = NZG 2015, 432 = AG 2015, 388 = EuZW 2015, 387; EuGH, Urt. v. 28.6.2012 – Rs. C-19/11 (Geltl/Daimler AG), NJW 2012, 2787 = ZIP 2012, 1282 = NZG 2012, 784 =

Prima facie hat die Lafonta-Entscheidung des EuGH ausschließlich die Auslegung des ersten Tatbestandsmerkmals der Insiderinformation zum Gegenstand – der präzisen Natur der Information.⁴

Jean-Bernard Lafonta, damaliger Vorstandsvorsitzender der französischen Wendel SA, drohte ein Bußgeld in Höhe von 1,5 Millionen Euro wegen unterlassener Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung. Lafonta verteidigte sich mit dem Argument, mangels Vorhersehbarkeit der Richtung der Kursentwicklung bei Veröffentlichung der Information fehle es dieser an der erforderlichen Präzision, sodass keine Insiderinformation vorgelegen habe.⁵ Der französische Kassationshof setzte das Verfahren aus und legte dem EuGH die Frage zur Vorabentscheidung vor, ob Art. 1 Nr. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG⁶ (Marktmissbrauchsrichtlinie) und Art. 1 Abs. 1 ihrer Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG⁷ dahingehend auszulegen seien, dass die Einstufung einer Information als präzise verlange, dass im Vorhinein erkennbar sei, in welche Richtung sich die Kurse bewegen würden.⁸ Der Gerichtshof (vgl. Art. 19 Abs. 1 S. 1 EUV) verneinte die Frage⁹ und ließ außerdem verlauten, eine derartige Information könne auch von einem verständigen Anleger als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung genutzt werden¹⁰ – eine Aussage, die sich

AG 2012, 555 = ZBB 2012, 293 = BKR 2012, 338 = EuZW 2012, 708; EuGH, Urt. v. 23. 12. 2009 – Rs. C-45/08 (Spector Photo Group NV/CBFA), ZIP 2010, 78 = NZG 2010, 107 = AG 2010, 74 = ZBB 2010, 35 = BKR 2010, 65 = EuZW 2010, 227; EuGH, Urt. v. 10. 05. 2007 – Rs. C-391/04 (Oikonomikon/Georgakis), NZG 2007, 749 = AG 2007, 542 = EuZW 2007, 572; EuGH, Urt. v. 22. 11. 2005 – Rs. C-384/02 (Grøngaard/Bang), NJW 2006, 133 = ZIP 2006, 123 = NZG 2006, 60 = EuZW 2006, 25.

⁴ EuGH, Urt. v. 11. 3. 2015 – Rs. C-628/13 (Lafonta/AMF), NJW 2015, 1663 = ZIP 2015, 627 = NZG 2015, 432 = AG 2015, 388 = EuZW 2015, 387, Rn. 29.

⁵ Vgl. zum gesamten Sachverhalt das Urteil des Kassationshofs, Cass. com., 26. 11. 2013 – 12-21361, abrufbar unter <https://www.legifrance.gouv.fr/initRechJuriJudi.do> (zuletzt abgerufen am 30. 9. 2018); vgl. ferner die Sachverhaltsangaben in der Entscheidung des EuGH, Urt. v. 11. 3. 2015 – Rs. C-628/13 (Lafonta/AMF), NJW 2015, 1663 = NZG 2015, 432 f. = ZIP 2015, 627, 628 = EuZW 2015, 387 f. und in den Schlussanträgen des Generalanwalts (GA) *Wathelet*, Schlussanträge v. 18. 12. 2014 – Rs. C-628/13 (Lafonta/AMF), Celex-Nr. 62013CC0628, Rn. 7 ff. (abrufbar bei juris); siehe ferner unten, Kapitel 3, A.I.

⁶ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 vom 12. April 2003, S. 16.

⁷ Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl. EG Nr. L 339 vom 24. Dezember 2003, S. 70.

⁸ EuGH, Urt. v. 11. 3. 2015 – Rs. C-628/13 (Lafonta/AMF), NJW 2015, 1663 = ZIP 2015, 627 = NZG 2015, 432 = AG 2015, 388 = EuZW 2015, 387, Rn. 20.

⁹ EuGH, Urt. v. 11. 3. 2015 – Rs. C-628/13 (Lafonta/AMF), NJW 2015, 1663 = ZIP 2015, 627 = NZG 2015, 432 = AG 2015, 388 = EuZW 2015, 387, Rn. 38.

¹⁰ EuGH, Urt. v. 11. 3. 2015 – Rs. C-628/13 (Lafonta/AMF), NJW 2015, 1663 = ZIP 2015, 627 = NZG 2015, 432 = AG 2015, 388 = EuZW 2015, 387, Rn. 34.

ausweislich Art. 1 Abs. 2 der Richtlinie 2003/124/EG, der nunmehr in Art. 7 Abs. 4 MMVO aufgegangen ist, auf die Kurserheblichkeit der Information bezieht.

Die Entscheidung des EuGH verdeutlicht einmal mehr die Schwierigkeit, die divergierenden Gesichtspunkte in ein Gleichgewicht zu bringen. Sollte der EuGH die Vorhersehbarkeit der Richtung der Kursauswirkung als unerheblich für das Vorliegen einer Insiderinformation eingeordnet haben, wäre fraglich, wie sich der Anwendungsbereich von Insiderverbot und Ad-hoc-Publizität sinnvoll begrenzen ließe. Würde die vom EuGH betonte Anlegergleichbehandlung teuer durch eine Ausweitung des Tatbestands der Insiderinformation erkauft, die neben Rechtsunsicherheit auch ein Übermaß an zu veröffentlichenden Informationen und eine Schwächung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte mit sich bringt?¹¹

Die Tragweite der Entscheidung ist bisher unklar. Noch verstärkt wird die Rechtsunsicherheit durch die Frage, inwiefern der EuGH durch seine Bezugnahme auf den verständigen Anleger eine rechtsverbindliche Aussage über die Auslegungsfrage hinaus getroffen hat. Deren Deutung hängt wiederum stark davon ab, wie der abstrakte Rechtsbegriff des „verständigen Anlegers“ auszufüllen ist. Die Einordnung dieser Ausführungen wird zusätzlich durch das uneinheitlich beurteilte Verhältnis der Voraussetzung der Kursspezifität einer Information zum Tatbestandsmerkmal der Kurserheblichkeit verkompliziert. In jedem Fall mutet es paradox an, dass sich der EuGH zu einer Auslegungsfrage (Art. 267 Abs. 1 lit. a) AEUV) derart auslegungsbedürftig äußert.

Diese Unklarheit bietet nicht nur Anlass für eine umfassende Untersuchung des Urteils, die auf eine Herausarbeitung des vorzugswürdigen Verständnisses der Entscheidung abzielt. Sie dient auch als Anstoß für eine Hinterfragung des derzeitigen Forschungsstands zur Voraussetzung der Kursspezifität und des Tatbestandsmerkmals der Kurserheblichkeit, die unter Einbeziehung des rechtshistorischen und ökonomischen Hintergrunds von Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität sowie rechtsvergleichenden Gesichtspunkten zu einer Klärung des Tatbestands der Insiderinformation beitragen und bei dem oben beschriebenen Balanceakt die Mitte finden will.

II. Gang der Untersuchung

Zu diesen Zwecken gliedert sich die Untersuchung in drei Teile. Zunächst werden in einem ersten Teil die für die Untersuchung der Lafonta-Entscheidung und die Auslegung des Tatbestands der Insiderinformation notwendigen Grundlagen erarbeitet. Hierfür soll die rechtshistorische Entwicklung des deutschen und europäischen Insiderrechts nachgezeichnet werden. Das Hauptaugenmerk gilt in diesem Teil dem ökonomischen Hintergrund von Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität. Ausgehend

¹¹ So *Hitzer*, FAZ Nr. 77 v. 1.4.2015, S. 16; ähnlich *Seibt/Kraack*, EWiR 2015, 237, 238; *Zetzsche*, AG 2015, 381, 384 ff.