

## Inhaltsübersicht

### Teil I:

#### Die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung in § 15 WpHG – Problemaufriss

|  |    |
|--|----|
| § 1 Einleitung .....                                     | 23 |
| § 2 Die Vorschrift des § 15 WpHG im Überblick .....      | 25 |
| § 3 Die Tatbestandsmerkmale der Ad-hoc-Information ..... | 37 |
| § 4 Gang der Untersuchung .....                          | 60 |

### Teil II:

#### Die europarechtlichen Vorgaben der Ad-hoc-Publizität

|   |    |
|---|----|
| § 5 Die Ad-hoc-Publizität als Bestandteil des europäischen Kapitalmarktrechts ..... | 63 |
| § 6 Ad-hoc-Publizität im Gefüge kapitalmarktbezogener Publizitätsvorschriften ..... | 72 |
| § 7 Die Börsenzulassungsrichtlinie und die Insiderrichtlinie .....                  | 80 |

### Teil III:

#### Wirtschaftswissenschaftliche Möglichkeiten zur Prognose von Aktienkursen

|  |     |
|--|-----|
| § 8 Das Verhältnis von Information und Börsenkurs .....                | 105 |
| § 9 Die Ad-hoc-Publizität als Bestandteil der Investor Relations ..... | 109 |
| § 10 Status quo von Theorie und Empirie der Aktienkursprognose .....   | 113 |

### Teil IV:

#### Das Merkmal der Kursrelevanz in den USA, den EG-Mitgliedstaaten und der Schweiz

|  |     |
|--|-----|
| § 11 Das Merkmal der Kursrelevanz im US-amerikanischen Recht ..... | 133 |
| § 12 Das Merkmal der Kursrelevanz im britischen Recht .....        | 149 |
| § 13 Das Merkmal der Kursrelevanz im französischen Recht .....     | 173 |
| § 14 Das Merkmal der Kursrelevanz im italienischen Recht .....     | 187 |
| § 15 Das Merkmal der Kursrelevanz im österreichischen Recht .....  | 205 |
| § 16 Das Merkmal der Kursrelevanz im schweizerischen Recht .....   | 215 |
| § 17 Das Merkmal der Kursrelevanz im niederländischen Recht .....  | 229 |
| § 18 Das Merkmal der Kursrelevanz im luxemburgischen Recht .....   | 243 |
| § 19 Das Merkmal der Kursrelevanz im spanischen Recht .....        | 250 |
| § 20 Das Merkmal der Kursrelevanz im portugiesischen Recht .....   | 260 |
| § 21 Das Merkmal der Kursrelevanz im dänischen Recht .....         | 270 |
| § 22 Das Merkmal der Kursrelevanz im schwedischen Recht .....      | 279 |
| § 23 Das Merkmal der Kursrelevanz im finnischen Recht .....        | 289 |

- Teil V -  
Die Konkretisierung der Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung  
in § 15 WpHG

|   |     |
|---|-----|
| § 24 Die Notwendigkeit eines Beurteilungsspielraum und die Vereinbarkeit mit den europarechtlichen Vorgaben ..... | 295 |
| § 25 Die Herleitung eines Beurteilungsspielraumes für den Emittenten .....  | 298 |
| § 26 Die Konkretisierung des Beurteilungsspielraumes .....  | 305 |
| § 27 Der Beurteilungsmaßstab und die Folgen für das Publizitätsverhalten .....                                    | 309 |
| § 28 Zusammenfassung der Ergebnisse in Thesen .....   | 315 |
| Literaturverzeichnis .....  | 321 |
| Anhang .....  | 357 |

## Inhaltsverzeichnis

| Teil I:   |       |    |
|---|-------|----|
| Die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung in § 15 WpHG – Problemaufriß                  |       |    |
| § 1 Einleitung  | ..... | 23 |
| § 2 Die Vorschrift des § 15 WpHG im Überblick   | ..... | 25 |
| I. Regelungsgehalt des § 15 WpHG  | ..... | 25 |
| II. Die von § 15 Abs. 1 WpHG erfaßten Wertpapiere   | ..... | 27 |
| III. Die erfaßten Marktsegmente   | ..... | 28 |
| IV. Änderungen durch das WpÜG und das 4. Finanzmarktförderungsgesetz                        | ..... | 28 |
| 1. § 10 WpÜG als lex specialis zu § 15 WpHG   | ..... | 29 |
| 2. Änderungen durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz                                      | ..... | 30 |
| a. Modifikationen von Meldungsinhalt<br>und Meldungsweg in § 15 WpHG                        | ..... | 30 |
| b. Transparenz der Transaktionen von Managern   | ..... | 32 |
| c. Schadensersatz wegen fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen                                       | ..... | 34 |
| § 3 Die Tatbestandsmerkmale der Ad-hoc-Information  | ..... | 37 |
| I. Der Normzweck des § 15 Abs. 1 WpHG   | ..... | 37 |
| 1. Ansichten in der Literatur   | ..... | 37 |
| 2. Stellungnahme  | ..... | 38 |
| II. Neue unveröffentlichte Tatsache im Tätigkeitsbereich                                    | ..... | 39 |
| 1. Der Tatsachenbegriff   | ..... | 39 |
| 2. Neue der Öffentlichkeit nicht bekannte Tatsache  | ..... | 41 |
| 3. Tätigkeitsbereich des Emittenten   | ..... | 41 |
| III. Das Merkmal der Kursrelevanz   | ..... | 42 |
| 1. Auswirkungen auf die Vermögens- oder<br>Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf | ..... | 42 |
| a. Meinungsstand in der Literatur   | ..... | 42 |
| b. Stellungnahme  | ..... | 44 |
| 2. Die Eignung zur Kursbeeinflussung  | ..... | 45 |
| a. Meinungsstand zum Merkmal der<br>Eignung zur Kursbeeinflussung                           | ..... | 46 |
| b. Stellungnahme  | ..... | 48 |
| c. Der Beobachtungs bzw. Prognosezeitraum   | ..... | 49 |
| 3. „Erhebliche Kursbeeinflussung“   | ..... | 50 |
| a. Meinungsstand  | ..... | 50 |
| b. Stellungnahme zum Streitstand  | ..... | 55 |
| 4. Kausalität zwischen Auswirkungen und Eignung   | ..... | 58 |
| 5. Sonderstellung von Schuldverschreibungen   | ..... | 58 |
| § 4 Gang der Untersuchung   | ..... | 60 |

**Teil II:**  
**Die europarechtlichen Vorgaben der Ad-hoc-Publizität**

|   |           |
|---|-----------|
| <b>§ 5 Die Ad-hoc-Publizität als Bestandteil des europäischen Kapitalmarktrechts</b>  | <b>63</b> |
| I. Der Kapitalmarkt als Gegenstand des europäischen Kapitalmarktrechts .....  | 63        |
| 1. Der Begriff des „Kapitalmarkts“ .....  | 63        |
| 2. Die Funktionen des Kapitalmarktes .....  | 65        |
| 3. Nationaler und europäischer Kapitalmarkt .....   | 66        |
| II. Aufgabe und Wirkungsweise des europäischen Kapitalmarktrechts .....   | 69        |
| 1. Versuche einer Definitionsbildung .....  | 69        |
| 2. Anlegerschutz und Anlegerleitbild .....  | 69        |
| 3. Wirkungsweise des europäischen Kapitalmarktrechts .....  | 71        |
| <b>§ 6 Ad-hoc-Publizität im Gefüge kapitalmarktbezogener Publizitätsvorschriften</b>  | <b>72</b> |
| I. Die Funktionen von Publizität im europäischen Kapitalmarktrecht .....  | 72        |
| 1. Einzelne Publizitätsfunktionen .....   | 72        |
| a. Abbau vertikaler und horizontaler Informationsasymmetrien .....  | 72        |
| b. Vertrauen der Anleger in das Funktionieren der Märkte .....  | 72        |
| c. Aufbau eines europäischen Kapitalmarktes .....   | 73        |
| 2. Verbindung der Ziele zu einem gestuften Zielsystem .....   | 73        |
| II. Das systematische Verhältnis von Regel-, Börsen- und Ad-hoc-Publizität ..   | 73        |
| 1. Systematische Auslegung im europäischen Recht .....  | 74        |
| 2. Die Aktualisierungsfunktion der Ad-hoc-Publizität .....  | 74        |
| a. Das Verhältnis von Regelpublizität und Börsenzulassungspublizität  | 74        |
| b. Aktualisierung der Börsenzulassungs- durch die Ad-hoc-Publizität   | 75        |
| III. Die „Rückkopplungswirkung“ der Aktualisierungsfunktion .....   | 76        |
| 1. Systematische Auslegung des Merkmals der „Vermögens- und Finanzlage“ in Schema C Nr. 5 a) Börsenzulassungsrichtlinie .....     | 76        |
| 2. Systematische Auslegung des Merkmals des „allgemeinen Geschäftsverlaufs“ in Schema C Nr. 5 a) Börsenzulassungsrichtlinie ..... | 76        |
| 3. Grenzen der Informationspflicht .....  | 77        |
| a. Berechtigte Unternehmensinteressen der Emittenten .....  | 77        |
| b. Eigenverantwortlichkeit der Investitionsentscheidung .....   | 77        |
| c. Das legislatorische Problem mangelnder Konkretisierbarkeit .....   | 78        |
| d. Insbesondere: Mangelnde Konkretisierbarkeit bei Prognosen .....  | 79        |
| e. Zusammenfassung: Information als Optimierungsziel .....  | 79        |
| <b>§ 7 Die Börsenzulassungsrichtlinie und die Insiderrichtlinie</b> .....   | <b>80</b> |
| I. Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot .....  | 80        |
| 1. Die Ad-hoc-Publizität in der Börsenzulassungsrichtlinie im Überblick   | 80        |
| 2. Das Insiderhandelsverbot der Insiderrichtlinie im Überblick .....  | 82        |
| a. Das dogmatische Konzept der Insiderrichtlinie .....  | 82        |
| b. Inhalt des Insiderverbotes .....   | 83        |
| II. Art. 7 Insiderrichtlinie .....  | 84        |
| 1. Keine Derogation des ursprünglichen Normzwecks der Ad-hoc-Publizität durch Art. 7 Insiderrichtlinie .....                      | 85        |
| 2. Keine Parallelität von Insiderprävention und ursprünglicher Zielsetzung  | 85        |

|  |     |
|--|-----|
| 3. Gleichbehandlung der Anleger als Gleichlauf in der Zielsetzung .....                                      | 86  |
| III. Die Kursrelevanz bei Ad-hoc-Publizität  |     |
| und Insiderinformation .....   | 87  |
| 1. Die Kursrelevanz bei der Ad-hoc-Publizität .....  | 87  |
| a. „Erhebliche Tatsache“ .....   | 87  |
| b. „Eignung zur beträchtlichen Kursbeeinflussung“ .....  | 87  |
| 2. Die Kursrelevanz bei der Insiderinformation .....   | 88  |
| IV. Der Kommisionsvorschlag einer Marktmisbrauchrichtlinie   |     |
| vom 30. Mai 2001 .....   | 89  |
| 1. Überblick über das Verbot der Marktmanipulation .....   | 89  |
| a. Definition der Marktmanipulation  |     |
| in Art. 1 Abs. 2 Richtlinienvorschlag .....  | 89  |
| b. Überschneidungsbereiche zwischen Kursmanipulation, Insiderhandel und fehlerhafter Ad-hoc-Publizität ..... | 92  |
| c. Die geplante Neuregelung des Verbotes der Kursmanipulation in den §§ 20a ff. WpHG n.F. im Vergleich ..... | 92  |
| 2. Die Neuregelung des Insiderhandelsverbotes .....  | 95  |
| a. Erfassung juristischer Personen .....   | 95  |
| b. Empfehlungs- und Weitergabeverbot für Sekundärinsider .....   | 96  |
| c. "Insiderbuch" .....   | 96  |
| d. Spezielles Verbot für Berufshändler .....   | 96  |
| 3. Änderungen der Insiderinformation .....   | 97  |
| a. Ausdehnung des Anwendungsbereichs .....   | 98  |
| b. Keine Änderung des Begriffs der Kursrelevanz .....  | 98  |
| c. Konkretisierung des Tatbestandsmerkmals der Insiderinformation durch einen Regelungsausschuss .....       | 99  |
| 4. Auswirkungen auf die Ad-hoc-Publizität .....  | 99  |
| a. Veröffentlichungspflicht betreffend Insiderinformationen .....  | 99  |
| b. Spezielle Regelung für Fälle selektiver Information .....   | 100 |
| c. Verschiebung des Veröffentlichungszeitpunktes .....   | 101 |
| d. Spezielle Offenlegungspflicht für Finanzanalysten .....   | 102 |
| 5. Zusammenfassung .....   | 103 |

### Teil III:

#### Wirtschaftswissenschaftliche Möglichkeiten zur Prognose von Aktienkursen

|  |     |
|--|-----|
| § 8 Das Verhältnis von Information und Börsenkurs .....                | 105 |
| I. Der Informationsbegriff in der Wirtschaftswissenschaft .....        | 105 |
| 1. Ausgangspunkte einer Definitionsbildung .....                       | 105 |
| 2. Entscheidungsrelevanz Hauptkriterium des Informationsbegriffs ..... | 106 |
| II. Informationseffizienz .....  | 107 |
| § 9 Die Ad-hoc-Publizität als Bestandteil der Investor Relations ..... | 109 |
| I. Investor Relations und gestuftes Zielsystem .....                   | 109 |
| II. Grundsätze der Zielerreichung .....                                | 111 |
| III. Die Rolle der Ad-hoc-Publizität bei den Investor Relations .....  | 112 |

|   |     |
|---|-----|
| § 10 Status quo von Theorie und Empirie der Aktienkursprognose .....  | 113 |
| I. Methoden zur Prognose von Aktienkursen .....   | 113 |
| 1. Fundamentalanalyse .....   | 113 |
| a. Das Problem der Parameter bei der Present Value Theory .....   | 113 |
| b. Die DVFA/SG-Methode zur Bestimmung der Earnings per Share ..   | 114 |
| c. Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) und<br>Kurs-Cash-Flow-Verhältnis (KCF) .....                                      | 115 |
| d. Neuronale Netze .....  | 116 |
| 2. Random-Walk-Hypothese .....  | 116 |
| 3. Technische Analyse .....   | 116 |
| II. Risiko und Risikomessung .....  | 117 |
| 1. Volatilität und Risiko .....   | 117 |
| 2. Möglichkeiten der Volatilitätsprognose .....   | 118 |
| III. Methoden zur Relativierung von Risiko und Kurs .....   | 119 |
| 1. Capital Asset Pricing Model .....  | 119 |
| 2. Arbitrage Pricing Model .....  | 120 |
| IV. Praktische Probleme bei der Anwendung der Theorien .....  | 120 |
| 1. „überlappende Ereignisse“ .....  | 120 |
| 2. „Bubbles“ .....  | 120 |
| 3. Rationales Verhalten als idealisierte Vorstellung .....  | 121 |
| V. Empirische Untersuchungen hinsichtlich der Kurswirkungen<br>von Meldungen deutscher Aktiengesellschaften ..... | 121 |
| 1. Referenzzitraum, Veröffentlichungszeitpunkt und Marktsegment ..  | 121 |
| 2. Einzelne Ereignisse .....  | 122 |
| a. Gewinnmeldungen .....  | 122 |
| b. Dividenden .....   | 123 |
| c. Kapitalerhöhung .....  | 124 |
| d. Unternehmenskontrolle und Übernahmen .....   | 126 |
| e. Führungskräftewechsel .....  | 126 |
| f. Unternehmensstrategie .....  | 127 |
| g. Werturteile und Meinungen .....  | 129 |
| VI. Konsequenzen für die Kursprognose im Rahmen von § 15 WpHG .....   | 130 |

#### Teil IV:

#### Das Merkmal der Kursrelevanz in den USA, den EG-Mitgliedstaaten und der Schweiz

|  |     |
|--|-----|
| § 11 Das Merkmal der Kursrelevanz im US-amerikanischen Recht ..... | 133 |
| I. Insiderregelung und Ad-hoc-Publizität im Überblick .....        | 133 |
| 1. Die US-Insiderregelung in section 16 SEA 1934 .....             | 133 |
| a. Der Begriff des Insiders in section 16 (a) SEA 1934 .....       | 134 |
| b. Inhalt und Form der Meldung .....                               | 135 |
| c. Sanktionen und Effektivität .....                               | 136 |
| 2. Die Ad-hoc-Publizität .....                                     | 136 |
| a. Die Current Reports nach Form 8 K .....                         | 137 |
| b. Die Ad-hoc-Publizität in den Listing Manuals der Börsen .....   | 139 |
| c. Die Rule 10 b-5 .....   | 140 |

|  |  |     |
|--|--|-----|
| II.  | Die Materiality-Doctrine .....   | 141 |
| 1.   | Beispieldokumente von NYSE und AMEX .....  | 141 |
| 2.   | Entwicklung und Definition der Materiality .....   | 143 |
|  | a. Veränderung des total mix der verfügbaren Information .....                                   | 143 |
|  | b. Perspektive des average prudent investors .....   | 143 |
|  | c. Der Wahrscheinlichkeitsgrad der Investitionsbeeinflussung .....                               | 144 |
|  | d. Rechtsprechungsbeispiele für material facts .....   | 145 |
| 3.   | Die Probability/Magnitude-Formel and Agreement-in-principle-test .....                           | 145 |
| III.   | Auswertung .....   | 146 |
| 1.   | Strukturelle Gemeinsamkeiten mit dem Problem der erheblichen Kursrelevanz .....                  | 146 |
| 2.   | Bedenken gegen die Anwendung des reasonable-investor-Test .....                                  | 147 |
| § 12 Das Merkmal der Kursrelevanz im britischen Recht .....    |  | 149 |
| I.   | Die „disclosure-philosophy“ .....  | 149 |
| II.  | Die Insiderregelung in Großbritannien – Criminal Justice Act 1993 .....                          | 149 |
| 1.   | Überblick .....  | 149 |
|  | a. Publizitätsvorschriften .....   | 150 |
|  | b. Strafrechtliche Sanktionen .....  | 151 |
| III.   | Die Umsetzung der Ad-hoc-Publizität in Großbritannien .....                                      | 154 |
| 1.   | Der Financial Services Act 1986 .....  | 154 |
| 2.   | Disclosure in den Listing Rules als continuing obligations .....                                 | 154 |
|  | a. Spezielle continuing obligations .....  | 154 |
|  | b. Chapter 9 des Purple Book .....   | 156 |
|  | c. Die ad-hoc-veröffentlichungspflichtige Information .....                                      | 157 |
| IV.  | Das Verhältnis der Ad-hoc-Publizität zu den Insiderbestimmungen .....                            | 161 |
| V.   | Die „Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung“ im britischen Recht ....                         | 163 |
| 1.   | Das Erfordernis der price-sensitivity in section 56 subs. 2 Criminal Justice Act 1993 .....      | 163 |
|  | a. Das Merkmal der price-sensitivity unter dem Insider Dealing Act 1985 .....                    | 163 |
|  | b. „Wahrscheinlichkeit“ der Kursbeeinflussung .....  | 164 |
|  | c. significant effect on the price of the securities .....                                       | 165 |
|  | d. Die Gleichstellung von Wert und Preis (section 56 subsec. 3 Criminal Justice Act 1993) .....  | 168 |
| 2.   | Das Erfordernis des "may lead to a substantial movement in the price of listed securities" ..... | 168 |
|  | a. Verzicht auf eine abschließende Definition .....  | 168 |
|  | b. Verhaltensempfehlungen der FSA/UKLA .....   | 169 |
| VI.  | Zusammenfassung .....  | 170 |
| § 13 Das Merkmal der Kursrelevanz im französischen Recht ..... |  | 173 |
| I.   | Die Insiderregelung und Ad-hoc-Publizität in Frankreich im Überblick ....                        | 173 |
| 1.   | Insiderregelung im Überblick .....   | 173 |
|  | a. Der Begriff des Insiders .....  | 175 |
|  | b. Die information priviligiée .....   | 176 |
| 2.   | Die information permanente im Überblick .....  | 176 |
|  | a. Entwicklungslinien der information permanente .....   | 176 |

|   |     |
|---|-----|
| b. Règlement N° 98-01 Relatif A L'Obligation  |     |
| D'Information Du Public .....   | 177 |
| c. Art der Veröffentlichung und Sanktionen .....  | 179 |
| II. Die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung im französischen Recht .....                        | 180 |
| 1. Die Kursrelevanz bei den Insidertatbeständen .....   | 180 |
| a. Kursrelevanz in Art. 10-1 Ordonnance .....   | 180 |
| b. Die frühe Rechtsprechung: Unerheblichkeit der Kursrelevanz .....                                   | 182 |
| c. Die Entscheidung La Ruche Mérisionale des Cour de Cassation .....                                  | 183 |
| 2. Die Kursrelevanz bei der Ad-hoc-Publizität .....   | 184 |
| a. Verzicht auf das Merkmal der Auswirkungen .....  | 184 |
| b. Alternative zur Kursbeeinflussung im Wortlaut .....  | 184 |
| c. Beurteilungsspielraum für den Emittenten .....   | 184 |
| III. Zusammenfassung .....  | 185 |
| § 14 Das Merkmal der Kursrelevanz im italienischen Recht .....  | 187 |
| I. Insiderregelung, Kursmanipulation und Ad-hoc-Publizität im Überblick .....                         | 187 |
| 1. Insiderregelung im italienischen Recht .....   | 187 |
| a. Art. 17 Legge N° 216/74 .....  | 187 |
| b. Umsetzung der Insiderrichtlinie in Legge N° 157/91 .....   | 188 |
| c. Aktuelles Insiderverbot in Art. 180 Decreto Legislativo N° 58/98 .....                             | 191 |
| 2. Das Verbot der Marktmanipulation (aggiotaggio su strumenti finanziari) .....                       | 193 |
| 3. Die Regelung der Ad-hoc-Publizität .....   | 194 |
| a. Ad-hoc-Publizität in Art. 6 Abs. 1 Legge N° 157/91 .....   | 194 |
| b. Ad-hoc-Publizität in Art. 114 Decreto Legislativo N° 58/98 .....                                   | 194 |
| c. Konkretisierung in Art. 65 ff. Regolamento N° 11971 .....  | 195 |
| II. Das Merkmal der Kursrelevanz bei Insiderinformation, Kursmanipulation und Ad-hoc-Publizität ..... | 195 |
| 1. Die Kursrelevanz in Art. 180 Decreto Legislativo N° 58/98 .....                                    | 195 |
| a. Eignung zur Kursbeeinflussung .....  | 195 |
| b. Grad der erwarteten Kursbeeinflussung .....  | 197 |
| 2. Die Kursrelevanz in Art. 181 Decreto Legislativo N° 58/98 .....                                    | 198 |
| a. Die Kursrelevanz in Art. 114 Decreto Legislativo N° 58/98 .....                                    | 198 |
| b. Generalklausel und Katalog in Art. 5 Regolamento N° 5553 .....                                     | 199 |
| c. Art. 65 ff. Regolamento N° 11971 .....   | 199 |
| III. Zusammenfassung .....  | 202 |
| § 15 Das Merkmal der Kursrelevanz im österreichischen Recht .....                                     | 205 |
| I. Überblick über Insiderregelung und Ad-hoc-Publizität in Österreich .....                           | 205 |
| 1. Insiderregelung in § 48a BörseG .....  | 205 |
| 2. Die Ad-hoc-Publizität .....  | 206 |
| a. Generalklausel in § 82 Abs. 6 Satz 1 BörseG .....  | 207 |
| b. Spezialtatbestände der Ad-hoc-Publizität .....   | 208 |
| II. Die Kursrelevanz im österreichischen Recht .....  | 210 |
| 1. Das Merkmal der Kursrelevanz bei § 48a BörseG .....  | 210 |
| a. Ablehnung fester Schwellenwerte durch den Gesetzgeber .....  | 210 |
| b. Ansichten im Schriftum .....   | 211 |
| 2. Die Kursrelevanz bei § 82 Abs. 6 Satz 1 BörseG .....   | 212 |

|  |     |
|--|-----|
| a. Die Ansicht von WEBER .....   | 214 |
| b. Die Ansicht von OPPITZ/ SCHWARZ-VARTOK .....  | 214 |
| c. Die Ansicht des BWA .....   | 214 |
| III. Zusammenfassung .....   | 214 |
| <br>§ 16 Das Merkmal der Kursrelevanz im schweizerischen Recht .....   | 215 |
| I. Überblick über die Art. 161, 161 <sup>bis</sup> Schweizer StGB und Art. 72 Kotierungsreglement SWX Swiss Exchange ..... | 215 |
| 1. Der Insiderstraftatbestand des Art. 161 Schweizer StGB .....  | 215 |
| 2. Kursmanipulation gemäß Art. 161 <sup>bis</sup> Schweizer StGB .....   | 217 |
| 3. Überblick über die Ad-hoc-Publizität in Art. 72 Kotierungsreglement ..  | 217 |
| II. Die Kursrelevanz bei Insiderverbot, Kursmanipulation und Ad-hoc-Publizität .....                                       | 219 |
| 1. Die Kursrelevanz in Art. 161 Schweizer StGB .....   | 219 |
| a. Fiktion kursrelevanter Sachverhalte (Art. 161 Abs. 3 Schweizer StGB) .....  | 219 |
| b. Art. 161 Abs. 1 Schweizer StGB .....  | 221 |
| 2. Die Kursrelevanz bei Art. 161 <sup>bis</sup> Schweizer StGB .....   | 222 |
| 3. Die kursrelevante Tatsache in Art. 72 Kotierungsreglement .....   | 222 |
| a. Die Ansicht der SWX Swiss Exchange .....  | 223 |
| b. Die Ansicht von DE BEER .....   | 225 |
| c. Die Ansicht von RUFFNER .....   | 226 |
| d. Die Ansicht von HSU .....   | 226 |
| III. Zusammenfassung .....   | 228 |
| <br>§ 17 Das Merkmal der Kursrelevanz im niederländischen Recht .....  | 229 |
| I. Überblick über Insiderregelung und Ad-hoc-Publizität .....  | 229 |
| 1. Besonderheiten des niederländischen Strafrechts .....   | 229 |
| 2. Die alte Insiderregelung in Art. 336a Sr a. F. und Art 31a Wte a. F. ....   | 229 |
| 3. Die neue Insiderregelung in den Art. 46 ff. Wte .....   | 231 |
| a. Präventive Maßnahmen .....  | 231 |
| b. Änderungen in Art. 46 Wte .....   | 232 |
| c. Ausnahmeregelungen .....  | 232 |
| 4. Die Ad-hoc-Publizität in Art. 28h Fondsenreglement .....  | 233 |
| a. Aufsicht durch die AEX .....  | 233 |
| b. Schutzgutdiskussion .....   | 233 |
| II. Das Merkmal der Kursrelevanz im niederländischen Recht .....   | 234 |
| 1. Die Kursrelevanz bei Art. 46 Wte .....  | 234 |
| a. Die Intensität der Kursbeeinflussung .....  | 234 |
| b. Objektive Vorhersehbarkeit der Kursrelevanz .....   | 236 |
| c. Konsequenzen des Gesetzgebers in Art. 46 Abs. 2 Wte .....   | 238 |
| 2. Die Kursrelevanz bei Art. 28 h FR .....   | 238 |
| a. Leitfaden der AEX betreffend koersgevoelige informatie .....  | 238 |
| b. Beurteilungsspielraum des Emittenten .....  | 241 |
| III. Zusammenfassung .....   | 241 |

|   |     |
|---|-----|
| § 18 Das Merkmal der Kursrelevanz im luxemburgischen Recht .....  | 243 |
| I. Insiderbestimmungen und Ad-hoc-Publizität im Überblick .....   | 243 |
| 1. Die Insiderregelung im loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initié .....   | 243 |
| a. Der Insiderbegriff im Loi 1991 .....   | 243 |
| b. Der Begriff der information priviligiée .....  | 244 |
| c. Sanktionen .....   | 245 |
| 2. Ad-hoc-Publizität im Règlement<br>d'ordre intérieur de la Bourse de Luxembourg .....                                     | 245 |
| a. Der Veröffentlichungsgegenstand in Art. 9 Règlement .....  | 245 |
| b. Form der Veröffentlichung und Sanktionen .....   | 246 |
| II. Die Kursrelevanz .....  | 247 |
| 1. Die Kursrelevanz in Art. 2 Loi 1991 .....  | 247 |
| a. Strenge Ex-ante-Betrachtung .....  | 247 |
| b. Ablehnung fester Schwellenwerte .....  | 247 |
| 2. Die Kursrelevanz in Art. 9 A. a) Règlement .....   | 248 |
| III. Zusammenfassung .....  | 249 |
| § 19 Das Merkmal der Kursrelevanz im spanischen Recht .....   | 250 |
| I. Insiderregelung und Ad-hoc-Publizität im Überblick .....   | 250 |
| 1. Die Insiderregelung in Spanien .....   | 250 |
| a. Historische Entwicklung der Insiderregelung .....  | 250 |
| b. Die heutige Insiderregelung .....  | 250 |
| 2. Die Ad-hoc-Publizität in Spanien .....   | 253 |
| II. Die Kursrelevanz im spanischen Insiderrecht .....   | 254 |
| 1. Die Kursrelevanz bei den Insiderbestimmungen .....   | 254 |
| a. Kursrelevanz bei Art. 81 Abs. 2 Ley del Mercado de Valores .....   | 254 |
| b. Art. 285 Código de Valores: Abstellen<br>auf den realisierten Gewinn oder Verlust .....                                  | 255 |
| c. Beispiele in der Literatur für eine información privilegiada .....   | 255 |
| 2. Die Kursrelevanz bei der Ad-hoc-Publizität .....   | 256 |
| a. Keine Bedeutungsunterschiede zwischen der Kursrelevanz<br>in Art. 81 Abs. 2 und Art. 82 Ley del Mercado de Valores ..... | 256 |
| b. Die Auffassung der CNMV .....  | 256 |
| c. Katalog kursrelevanter Tatsachen in<br>Circular 15 /1990 Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid .....                    | 257 |
| d. Beurteilungsspielraum bezüglich des Veröffentlichungszeitraums ..  | 257 |
| III. Zusammenfassung .....  | 259 |
| § 20 Das Merkmal der Kursrelevanz im portugiesischen Recht .....  | 260 |
| I. Insiderregelung, Kursmanipulation und Ad-hoc-Publizität im Überblick ..  | 260 |
| 1. Die Insiderregelung in Art. 378 Código dos Valores Mobiliários .....   | 260 |
| a. Der Insiderbegriff .....   | 260 |
| b. Der Begriff der Insiderinformation in Art. 378 Abs. 4 CVM .....  | 261 |
| 2. Der Tatbestand der Kursmanipulation .....  | 261 |
| 3. Die Ad-hoc-Publizität in Portugal .....  | 262 |
| a. Generalklausel in Art. 248 Abs. 1, 2 CVM .....   | 262 |
| b. Korrekturpflicht gemäß Art. 248 Abs. 3 CVM .....   | 263 |

|  |            |
|--|------------|
| c. Spezielle Veröffentlichungspflichten gemäß Art. 249 CVM .....           | 263        |
| d. Befreiungs- und Sanktionsmöglichkeiten .....                            | 264        |
| II. Die Kursrelevanz im portugiesischen Recht .....                        | 264        |
| 1. Die Kursrelevanz in Art. 378 CVM .....                                  | 264        |
| 2. Die Kursrelevanz in Art. 248 CVM .....                                  | 265        |
| a. Ziel: Steuerung des Informationsverhaltens .....                        | 265        |
| b. Konsequenzen für das Konzept der <i>factos relevantes</i> .....         | 267        |
| c. Beispiele für kursrelevante Tatsachen .....                             | 268        |
| III. Zusammenfassung .....   | 268        |
| <b>§ 21 Das Merkmal der Kursrelevanz im dänischen Recht .....</b>          | <b>270</b> |
| I. Insiderregelung, Kursmanipulation und Ad-hoc-Publizität im Überblick .. | 270        |
| 1. Die Insiderregelung in §§ 34 ff. lov om vaerdipapirhandel m.v. (LOV) .. | 270        |
| a. Insiderbegriff und verbotene Handlungsweisen .....                      | 270        |
| b. Legaldefinition der Insiderinformation in § 34 Abs. 2 Satz 1 LOV ..     | 271        |
| c. Flankierende Maßnahmen .....  | 271        |
| 2. Kursmanipulation .....  | 272        |
| 3. Die Ad-hoc-Publizität in § 27 LOV .....                                 | 273        |
| a. Generalklausel in § 27 Abs. 1 LOV .....                                 | 273        |
| b. Veröffentlichungspflicht beim Erwerb eigener Aktien (§ 28 LOV) ..       | 274        |
| II. Die Kursrelevanz im dänischen Recht .....                              | 274        |
| 1. Die Kursrelevanz bei der Insiderregelung .....                          | 274        |
| a. Bedeutung für die Kursbildung .....                                     | 274        |
| b. Literaturmeinungen .....  | 275        |
| 2. Die Kursrelevanz bei der Kursmanipulation .....                         | 275        |
| 3. Die Kursrelevanz bei der Ad-hoc-Publizität .....                        | 276        |
| a. Ansichten der Literatur .....   | 276        |
| b. Konkretisierung durch das Reglement der Kopenhagener Börse ..           | 277        |
| III. Zusammenfassung .....   | 277        |
| <b>§ 22 Das Merkmal der Kursrelevanz im schwedischen Recht .....</b>       | <b>279</b> |
| I. Insiderregelung und Ad-hoc-Publizität im Überblick .....                | 279        |
| 1. Die Insiderregelung .....   | 279        |
| a. Das Insiderhandelsverbot der §§ 4 ff. InsiderG .....                    | 279        |
| b. Die Offenlegungspflichten der §§ 8 ff. InsiderG .....                   | 281        |
| 2. Die Ad-hoc-Publizität .....   | 282        |
| II. Die Kursrelevanz im schwedischen Recht .....                           | 283        |
| 1. Die Kursrelevanz bei der Insiderregelung .....                          | 283        |
| a. Der Katalog der §§ 5, 6 InsiderG .....                                  | 283        |
| b. Gesonderte Prüfung der Kursrelevanz .....                               | 286        |
| c. Die Ausnahmetatbestände des § 7 InsiderG .....                          | 287        |
| d. Die Bedeutung des § 20 Abs. 4 InsiderG .....                            | 287        |
| 2. Die Kursrelevanz bei der Ad-hoc-Publizität .....                        | 287        |
| III. Zusammenfassung .....   | 288        |

|  |     |
|--|-----|
| § 23 Das Merkmal der Kursrelevanz im finnischen Recht .....                  | 289 |
| I. Insiderregelung und Ad-hoc-Publizität im Überblick .....                  | 289 |
| 1. Die finnische Insiderregelung .....                                       | 289 |
| a. Insiderhandelsverbot .....  | 289 |
| b. Offenlegungspflichten für Insider .....                                   | 289 |
| 2. Die Ad-hoc-Publizität im finnischen Recht .....                           | 291 |
| II. Das Merkmal der Kursrelevanz in Kapitel 2 § 7 Rahoitustarkatuslaki ..... | 292 |
| 1. Der Standpunkt der Rahoitustarkatus .....                                 | 292 |
| a. Der finnische Prudent-investor-Test .....                                 | 292 |
| b. Der Prudent-investor-Test bei Investment-Gesellschaften .....             | 292 |
| 2. Beispielkatalog der Rahoitustarkatus .....                                | 293 |
| III. Zusammenfassung .....   | 294 |

#### Teil V:

#### Die Konkretisierung der Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung in § 15 WpHG

|   |     |
|---|-----|
| § 24 Die Notwendigkeit eines Beurteilungsspielraum und die Vereinbarkeit<br>mit den europarechtlichen Vorgaben .....                | 295 |
| I. Die Notwendigkeit eines Beurteilungsspielraums .....   | 295 |
| 1. Die Vereinbarkeit der "Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung"<br>mit dem verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgrundsatz ..... | 295 |
| 2. Die größere Sachnähe des Emittenten .....  | 297 |
| 3. Trennung zwischen Fehlprognose und fehlerhafter Prognose .....   | 297 |
| 4. Unvollständige Information als Grundlage der Entscheidung .....  | 297 |
| II. Vereinbarkeit eines Beurteilungsspielraums mit dem Europarecht .....  | 297 |
| § 25 Die Herleitung eines Beurteilungsspielraumes für den Emittenten .....  | 298 |
| I. Keine Übertragung der Lehre vom Beurteilungsspielraum .....  | 298 |
| II. Keine Anwendung der Business Judgement-Rule auf die Kursprognose .....  | 298 |
| 1. Voraussetzungen der Business Judgement Rule .....  | 299 |
| 2. Stellungnahme .....  | 299 |
| III. Beurteilungsspielraum und true and fair view .....   | 300 |
| 1. Beurteilungsspielräume im Rahmen des true and fair view .....  | 300 |
| a. Inhalt des true and fair view – Prinzips .....   | 300 |
| b. Insbesondere: Der Grundsatz der objectivity .....  | 302 |
| c. Ansatz- und Bewertungswahlrechte .....   | 303 |
| 2. Folgen für die Kursprognose .....  | 304 |
| § 26 Die Konkretisierung des Beurteilungsspielraumes .....  | 305 |
| I. Untermaßverbot .....   | 305 |
| 1. Leichtfertige Verursachung von Insidergeschäften .....   | 305 |
| 2. Gefahr einer unangemessenen Preisbildung .....   | 305 |
| II. Übermaßverbot .....   | 306 |
| 1. Irreführung der Anleger durch ein Übermaß an Information .....   | 306 |

|  |     |
|--|-----|
| 2. Kein Übermaßverbot aus § 39 WpHG und § 88 örsG X.....                       | 307 |
| a. Irreführung der Anleger als „Mißstand“                                      |     |
| im Sinne von § 4 Abs. 1 WpHG .....   | 307 |
| b. Der Mißstandsbegriff im Sinne des § 4 Abs. 1 Satz 2 WpHG .....              | 308 |
| c. Europarechtskonforme Auslegung des Mißstandsbegriffs .....                  | 308 |
| § 27 Der Beurteilungsmaßstab und die Folgen für das Publizitätsverhalten ..... | 309 |
| I. Der Maßstab für die Beurteilung der Intensität der Kursänderung .....       | 309 |
| 1. Normative Betrachtung der Kursänderungsintensität .....                     | 309 |
| 2. Geringe Anforderungen an die Intensität .....                               | 309 |
| 3. Notwendige Differenzierungen .....  | 309 |
| a. Keine Differenzierung nach dem Marktsegment .....                           | 309 |
| b. Differenzierung nach der Art des Wertpapiers .....                          | 310 |
| c. Differenzierung nach der Marktlage .....                                    | 311 |
| II. Der Beurteilungsmaßstab der Wahrscheinlichkeit der Kursänderung .....      | 311 |
| 1. Konkrete normative Betrachtung der Tatsache im Kontext .....                | 311 |
| 2. <i>in dubio pro publicitate</i> .....                                       | 312 |
| 3. Zu berücksichtigende Kriterien .....  | 312 |
| a. Markterwartungen .....  | 312 |
| b. Fundamentalanalyse .....  | 313 |
| c. Empirische Ergebnisse .....   | 313 |
| III. Folgen für das Publizitätsverhalten .....                                 | 313 |
| § 28 Zusammenfassung der Ergebnisse in Thesen .....                            | 315 |
| Literaturverzeichnis .....   | 321 |
| Anhang .....   | 357 |