

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 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 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 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

| | |
|---|----|
| § 5 Die Ad-hoc-Publizität als Bestandteil des europäischen Kapitalmarktrechts | 63 |
| 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 |
| § 6 Ad-hoc-Publizität im Gefüge kapitalmarktbezogener Publizitätsvorschriften | 72 |
| I. Die Funktionen von Publizität im europäischen Kapitalmarktrecht | 72 |
| 1. Einzelne Publizitätsfunktionen | 72 |
| a. Abbau vertikaler und horizontaler Informationsasymetrien | 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 |
| § 7 Die Börsenzulassungsrichtlinie und die Insiderrichtlinie | 80 |
| 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 Kommissionsvorschlag einer Marktmißbrauchrichtlinie 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 Sekundärsinsider | 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 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 von Meldungen deutscher Aktiengesellschaften | 121 |
| 1. Referenzzeitraum, 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. | Beispielskataloge 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-sensitivite 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 ist 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 privilégiée | 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 Insiderbeständen | 180 |
| a. Kursrelevanz in Art. 10-1 Ordonnance | 180 |
| b. Die frühe Rechtsprechung: Unerheblichkeit der Kursrelevanz | 182 |
| c. Die Entscheidung La Ruche Méridionale 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 |
| § 16 Das Merkmal der Kursrelevanz im schweizerischen Recht | 215 |
| I. Überblick über die Art. 161, 161 ^{bis} Schweizer StGB und Art. 72 Kotierungsreglement SWX Swiss Exchange | 215 |
| 1. Der Insiderstraftatbestand des Art. 161 Schweizer StGB | 215 |
| 2. Kursmanipulation gemäß Art. 161 ^{bis} 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 ^{bis} 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 |
| § 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 privilégiée | 244 |
| c. Sanktionen | 245 |
| 2. Ad-hoc-Publizität im Règlement 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 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 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 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 |
| § 21 Das Merkmal der Kursrelevanz im dänischen Recht | 270 |
| I. Insiderregelung, Kursmanipulation und Ad-hoc-Publizität im Überblick .. | 270 |
| 1. Die Insiderregelung in §§ 34 ff. lov om værdipapirhandel 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 |
| § 22 Das Merkmal der Kursrelevanz im schwedischen Recht | 279 |
| 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 mit den europarechtlichen Vorgaben | 295 |
| I. Die Notwendigkeit eines Beurteilungsspielraums | 295 |
| 1. Die Vereinbarkeit der "Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung" 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. in dubio pro publicitate | 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 |