

## Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	V
Abkürzungsverzeichnis .....	XVII
Tabellen- und Abbildungsverzeichnis .....	XXVII
<b>I. Einleitung .....</b>	<b>3</b>
A. Insiderhandel und Ad-hoc Publizitätspflicht .....	3
B. Problemstellungen und Forschungsgegenstand .....	4
C. Herangehensweise .....	9
<b>II. Entwicklung der Ad-hoc Publizitätspflicht und des europäischen Kapitalmarktrechts .....</b>	<b>13</b>
A. Erste Anfänge der Regulierung in den USA .....	13
B. Entwicklung auf europäischer Ebene .....	14
1. Erste Entwicklungsschritte bis zur Insider-RL (1979) .....	14
2. Lamfalussy-Bericht .....	17
3. Marktmissbrauchs-RL .....	19
4. Transparenz-RL .....	20
5. de-Larosière-Bericht .....	22
6. Marktmissbrauchs-VO .....	23
7. Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion .....	25
C. Entwicklung des Insiderrechts und der Ad-hoc Publizitätspflicht in Österreich, Deutschland und dem Vereinigten Königreich .....	26
1. Österreich .....	26
2. Deutschland .....	28
3. Vereinigtes Königreich .....	30
D. Die Entwicklung der Ad-hoc Publizitätspflicht in Zahlen .....	33
<b>III. Zweck und Einordnung der Ad-hoc Publizitätspflicht innerhalb der Kapitalmarktregulierung .....</b>	<b>39</b>
A. Ziel der Kapitalmarktregulierung .....	39
1. Funktionsschutz .....	40

a.	Institutionelle Funktionsfähigkeit .....	40
b.	Operationale Funktionsfähigkeit .....	41
c.	Allokative Funktionsfähigkeit .....	41
2.	Anlegerschutz .....	42
a.	Institutioneller Anlegerschutz .....	42
b.	Individueller Anlegerschutz .....	42
3.	Funktion der Ad-hoc Publizitätspflicht als Teil des börsenrechtlichen Publizitätsregimes .....	43
a.	Anlegerschutz als Zweck der Ad-hoc Publizitätspflicht .....	43
b.	Funktionsschutz als Zweck der Ad-hoc Publizitätspflicht .....	45
B.	Die Ad-hoc Publizitätspflicht als Teil des kapitalmarktrechtlichen Publizitätsregimes .....	46
1.	Regelpublizität §§ 124 ff BörseG 2018 .....	47
2.	Beteiligungspublizität iSd §§ 130 ff BörseG 2018 .....	48
3.	Rückerwerb eigener Aktien iSd § 119 Abs 9 BörseG 2018 .....	50
4.	Übernahmerechtliche Publizität iSd § 5 ÜbG .....	51
5.	Prospektpublizität iSd § 46 BörseG 2018 .....	53
6.	Exkurs: Data Breach Notification Duty Art 33 f DS-GVO .....	56
<b>IV.</b>	<b>Rechtsetzung und Rechtsangleichung im europäischen Marktmissbrauchsrecht .....</b>	<b>65</b>
A.	Das mehrstufige Rechtsetzungsverfahren im europäischen Kapitalmarktrecht im Detail (Lamfalussy II-Verfahren) .....	65
1.	Stufe 1: Rahmenrechtsakte .....	65
2.	Stufe 2: konkretisierende Rechtsakte .....	66
a.	Delegierte Rechtsakte iSd Art 290 AEUV .....	67
b.	Durchführungsrechtsakte iSd Art 291 AEUV .....	67
3.	Stufe 2(.5): Bindende Technische Standards (BTS) .....	68
a.	Technische Regulierungsstandards – Regulatory Technical Standards (Art 10 ff ESA-VO) .....	69
b.	Technische Durchführungsstandards – Implementing Technical Standards (Art 15 ESA-VO) .....	69

4.	Stufe 3: Leitlinien und Empfehlungen (Art 16 ESA-VO) .....	70
5.	Stufe 4: Durchsetzung .....	72
B.	Harmonisierungsgrad .....	72
1.	Ausgangslage .....	72
2.	Harmonisierungsgrad der Marktmissbrauchs-RL .....	75
3.	Vollharmonisierung der Ad-hoc Publizitätspflicht durch die Marktmissbrauchs-VO? .....	77
<b>V.</b>	<b>Anwendungsbereich der Marktmissbrauchs-VO .....</b>	<b>83</b>
A.	Erweiterung des Anwendungsbereichs .....	83
B.	Örtlicher Anwendungsbereich .....	84
C.	Vorbemerkungen zu den Definitionen der Kapitalmärkte und Finanzinstrumente .....	84
D.	Kapitalmärkte .....	85
1.	Geregelter Markt .....	85
2.	Multilaterale Handelssysteme – Multilateral Trading Facilities (MTF) .....	88
3.	KMU-Wachstumsmärkte .....	90
4.	Organisierte Handelssysteme – Organised Trading Facilities (OTF) .....	91
5.	Außerbörslicher Handel – Over the Counter Trades (OTC) .....	93
6.	Emissionszertifikatemarkt .....	93
E.	Emittent .....	95
F.	Finanzinstrumente iSd Marktmissbrauchs-VO (bzw der MiFID-II-RL) .....	96
1.	Übertragbare Wertpapiere (Aktien, Schuldverschreibungen etc) .....	99
2.	Geldmarktinstrumente (Schatzanweisungen, Einlagenzertifikate, Commercial Papers etc) .....	101
3.	Anteile an Kapitalanlagefonds, Immobilienfonds etc (OGAW) .....	102
4.	Derivate .....	102
a.	Allgemeine Derivate – Anhang I, Abschnitt C 4 MiFID-II-RL .....	105
b.	Warenderivate – Anhang I, Abschnitt C 5-7 MiFID-II-RL .....	105

c.	Derivative Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken – Anhang I, Abschnitt C 8 MiFID-II-RL .....	106
d.	Finanzielle Differenzgeschäfte (CfD) – Anhang I, Abschnitt C 9 MiFID-II-RL .....	107
e.	Sonstige Derivate – Anhang I, Abschnitt C 10 MiFID-II-RL .....	107
5.	Emissionszertifikate .....	108
G.	Zusammenfassung .....	108
<b>VI.</b>	<b>Der Tatbestand der Insider-Information nach Art 7 Marktmissbrauchs-VO .....</b>	<b>111</b>
A.	Der Tatbestand der Insider-Information im Überblick .....	111
B.	Von der Umsetzung der Marktmissbrauchs-RL zur geltenden Rechtslage .....	112
C.	Die Insider-Information iSd Art 7 Marktmissbrauchs-VO .....	116
1.	Vertraulichkeit .....	116
2.	Emittentenbezug .....	120
3.	Präzise Information .....	121
a.	Eintrittswahrscheinlichkeit .....	123
b.	Kurspezifizität .....	125
c.	Zwischenschritte in zeitlich gestreckten Sachverhalten als Insider-Information .....	126
4.	Kurserheblichkeit .....	128
D.	Der verständige Anleger .....	129
1.	Art 7 Abs 4 Marktmissbrauchs-VO – fehlende Legaldefinition .....	129
2.	Der verständige Anleger zwischen Insiderhandelsverbot und Ad-hoc Publizitätspflicht .....	131
3.	Mindestanforderungen an den verständigen Anleger .....	133
a.	Grundlegende Kapitalmarktkenntnisse .....	133
b.	Informiertheit .....	134
4.	Unterscheidung anhand des Grades der Professionalität .....	135
5.	Unterscheidung zwischen spekulativer und nicht-spekulativer Investitionsentscheidung .....	137

6.	Unterscheidung anhand der Rationalität .....	139
a.	Effizienzmarkthypothese und der Homo oeconomicus .....	141
b.	Ansätze der Behavioral Finance Forschung .....	142
c.	Neoklassische Kapitalmarkttheorie vs Behavioral Finance und der verständige Anleger in der dt Judikatur .....	144
d.	Der verständige Anleger iS der halbstrengen Variante der ECMH .....	146
e.	Der verständige Anleger und die Einbeziehung irrationaler Marktreaktionen .....	148
f.	Die Auslegungsfrage des verständigen Anlegers anhand eines Beispiels .....	152
g.	Der Zweck des verständigen Anlegers im europäischen Insiderrecht .....	155
h.	Differenzierung bei der Einbeziehung irrationalen Verhaltens anhand des Bezugspunkts .....	159
i.	Ad-hoc Publizitätspflicht bei erwartbaren irrationalen Marktreaktionen .....	161
j.	Zusammenfassung des verständigen Anlegers aus Sicht der Rationalität .....	163
7.	Zwischenergebnis: Der verständige Anleger nach der Marktmissbrauchs-VO .....	164
8.	Ein Ausblick auf den reasonable (working) algorithm .....	165
E.	Einsatz des probability magnitude test zur Bestimmung der Kurserheblichkeit .....	167
1.	Ausgangslage .....	167
2.	Der probability magnitude test zur Beurteilung der Kurserheblichkeit eingetretener Zwischenschritte mit Bezug zum Endereignis .....	169
3.	Die Vorgaben des EuGH in der RS <i>Daimler/Geltl</i> (28.6.2012, C-19/11) .....	171
4.	Anwendbarkeit unter der Marktmissbrauchs-VO?	172
5.	Mögliche Sperrwirkung durch die Ablehnung des probability magnitude test .....	175
6.	Fazit: Die Anwendbarkeit des probability magnitude test unter Art 7 Marktmissbrauchs-VO	177

<b>VII.</b>	<b>RS Lafonta/AMF (EuGH 11.3.2015, C-628/13)</b> .....	<b>179</b>
	A. Ausgangslage .....	179
	B. Vorlagefrage und Entscheidung .....	180
	C. Rezeption in der Lehre .....	181
	D. Volatilitätsinformationen als Insider-Information	
	iSd Art 7 Marktmissbrauchs-VO .....	184
	1. Die Kursspezifität von Volatilitätsinformationen	185
	2. Die Kursrelevanz von Volatilitätsinformationen ....	187
	a. Das obiter dictum des EuGH zur Kursrelevanz	
	(Rz 34) .....	187
	b. Kursrelevanz in Bezug auf welche	
	Finanzinstrumente? .....	191
	3. Die Behandlung von Volatilitätsinformationen	
	bei Zwischenschritten .....	193
	E. Ad-hoc Publizitätspflicht für Volatilitätsinformationen	196
	1. Ad-hoc Publizitätspflicht für Volatilitäts-	
	informationen bei identem Emittenten	
	von Finanzinstrument und Derivat .....	197
	2. Ad-hoc Publizitätspflicht für Volatilitäts-	
	informationen bei Auseinanderfallen	
	des Emittenten von Basiswert und Derivat .....	197
	F. Auswirkungen auf den Tatbestand	
	der Insider-Information? .....	199
	G. Die hL und Judikatur in Österreich im Lichte	
	der Marktmissbrauchs-VO und der EuGH-Urteile .....	202
	H. Abgrenzung der Insider-Information	
	iSd Art 7 Marktmissbrauchs-VO	
	zu verwandten Konzepten .....	206
	1. Relevant information not generally available	
	(RINGA) .....	206
	2. Insider-Information light	
	iSd Art 6 Abs 1 lit e Kom-E 951 endg .....	207
	3. Compliance-relevante Information	
	iSd § 3 Z 1a ECV 2007 .....	210
<b>VIII.</b>	<b>Die Ad-hoc Publizitätspflicht nach</b>	
	<b>Art 17 Abs 1 Marktmissbrauchs-VO</b> .....	<b>215</b>
	A. Der Tatbestand der Ad-hoc Publizitätspflicht	
	(inkl Selbstbefreiungsmöglichkeiten) im Überblick ....	215

B. Anwendungsbereich .....	216
C. Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten .....	218
D. Veröffentlichung »as soon as possible« .....	219
E. Veröffentlichung einer Insider-Information .....	224
1. Vorgaben nach Art 17 Marktmissbrauchs-VO inkl DVO (EU) 1055/2016 .....	224
2. Vorabmitteilung an die FMA .....	226
F. Kollision von Ad-hoc Pflichten von in mehreren MS tätigen Emittenten .....	228
G. Veröffentlichung künftiger Zwischenschritte .....	229
H. Pflicht zur Aktualisierung bereits herausgegebener Insider-Informationen .....	230
1. Aktualisierungs- und Berichtigungspflicht nach § 48d BörseG 1989 aF .....	230
2. Aktualisierungs- und Berichtigungspflicht nach Art 17 Marktmissbrauchs-VO .....	232
a. Berichtigungspflicht .....	233
b. Aktualisierungspflicht .....	235
3. Fazit .....	235
I. Zwischenergebnis .....	236
<b>IX. Der Aufschub der Veröffentlichung     einer Insider-Information</b>	
<b>Art 17 Abs 4 Marktmissbrauchs-VO .....</b>	<b>239</b>
A. Grundlagen der Selbstbefreiung .....	239
B. Die Notwendigkeit eines Beschlusses zur Inanspruchnahme der Selbstbefreiung .....	242
1. Automatische Befreiung des Emittenten von der Ad-hoc Publizitätspflicht bei Vorliegen der Voraussetzungen nach Art 17 Abs 4 lit a-c Marktmissbrauchs-VO? .....	243
2. Delegation der Entscheidungsbefugnis .....	245
3. Fortwirkungen eines Beschlusses zur Selbstbefreiung bei zeitlich gestreckten Vorgängen .....	248
4. Sonderfall: Fortwirkung bei Zwischenschritten mit eigener Insiderinformationsqualität .....	253
5. Selbstbefreiungsbeschluss ohne Vorliegen einer Insider-Information .....	254

C.	Berechtigtes Interesse des Emittenten .....	257
1.	Laufende Verhandlungen .....	259
2.	Mehrstufige Entscheidungsprozesse .....	260
3.	Der geplante Erwerb/Verkauf wesentlicher Beteiligungen .....	261
4.	Weitere in ESMA/2016/1478 angeführte Fälle berechtigter Interessen .....	261
5.	Personalentscheidungen .....	262
D.	Keine Eignung zur Irreführung der Öffentlichkeit .....	264
E.	Gewährleistung der Vertraulichkeit .....	268
F.	Der neue Umgang mit Gerüchten .....	270
1.	Behandlung von Gerüchten nach Art 17 Abs 7 UAbs 2 Marktmissbrauchs-VO ....	271
2.	Grundlegendes zum Begriff des »Gerüchts« .....	273
3.	Sphärenunabhängige Beachtung von Gerüchten ...	274
4.	Das präzise Gerücht .....	276
5.	Mögliche Beeinträchtigung der Selbstbefreiung durch bewusst gestreute falsche Gerüchte .....	278
6.	Reaktion auf falsche Gerüchte .....	279
a.	Beachtlichkeit aus Sicht des Bruchs der Vertraulichkeit (Art 17 Abs 7 UAbs 2 Marktmissbrauchs-VO) .....	279
b.	Beachtlichkeit aus Sicht der Irreführung (Art 17 Abs 4 lit b Marktmissbrauchs-VO) .....	280
7.	Zulässigkeit einer no comment policy .....	288
G.	Benachrichtigung der Behörde vom Aufschub .....	289
H.	Zwischenergebnis .....	290
<b>X.</b>	<b>Der Aufschub aus Gründen der Systemrelevanz nach Art 17 Abs 5 Marktmissbrauchs-VO .....</b>	<b>293</b>
A.	Historie der zusätzlichen Selbstbefreiungsmöglichkeit für Finanz- und Kreditinstitute .....	294
1.	Die Ad-hoc Mitteilung im Lichte der Finanzkrise 2007/2008 .....	294
2.	Die Abhilfe durch die Disclosure and Transparency Rules des Vereinigten Königreichs .....	297
B.	Finanz- und Kreditinstitute .....	299
C.	Finanzielle Stabilität des Emittenten .....	300
D.	Finanzielle Stabilität des Finanzsystems .....	303



1.	Vom Ansatz nach Art 12 Abs 5 KOM-E zur Marktmissbrauchs-VO .....	303
2.	Das Finanzsystem iSd Art 17 Abs 5 Marktmissbrauchs-VO .....	305
3.	Allgemeine Definition des Finanzsystems .....	306
4.	Das Finanzsystem in der Bankenunion .....	307
5.	Gefahr einzelner Institute für das Finanzsystem (CRR-VO/CRD-IV-RL) .....	311
a.	Das global systemrelevante Institut (G-SRI) .....	312
b.	Das andere systemrelevante Institut (A-SRI) .....	312
c.	Nicht systemrelevante Institute .....	314
d.	Ist jede Bank systemrelevant? .....	316
e.	Kumulation und Systemrelevanz/ systemrelevante Information .....	318
6.	Gefährdung der Stabilität des Finanzsystems iSd Art 17 Abs 5 lit a Marktmissbrauchs-VO .....	319
E.	Öffentliches Interesse iSd Art 17 Abs 5 lit b Marktmissbrauchs-VO .....	320
F.	Gewährleistung der Vertraulichkeit iSd Art 17 Abs 5 lit c Marktmissbrauchs-VO .....	323
G.	Entscheidungsgewalt der Behörde Art 17 Abs 5 lit d Marktmissbrauchs-VO .....	324
1.	Zustimmung der Behörde .....	324
2.	Laufende Prüfung der Voraussetzungen durch die Behörde und Versagung des Aufschubs nach Art 17 Abs 5 Marktmissbrauchs-VO .....	325
3.	Ermessen der Behörde .....	327
4.	Rechtsschutz .....	328
H.	Verhältnis zur Selbstbefreiung nach Art 17 Abs 4 Marktmissbrauchs-VO .....	333
I.	Fazit .....	333
<b>XI.</b>	<b>Die (Ent-)Koppelung von Insider-Information und Ad-hoc Publizitätspflicht in der Reformdiskussion ...</b>	<b>337</b>
A.	Ausgangslage de lege lata .....	337
B.	Das zweistufige System der Trennung von Insider-Information und Ad-hoc Publizitätspflicht .....	341
C.	Insiderrecht und Ad-hoc Publizitätspflicht de lege ferenda .....	344

1.	Wünschenswerte Konkretisierung von Art 7 Marktmissbrauchs-VO .....	344
a.	Klärung der Anwendbarkeit des probability magnitude test .....	345
b.	Definition des verständigen Anlegers .....	347
c.	Reduktion der Tatbestandsmerkmale von Art 7 Marktmissbrauchs-VO .....	348
2.	Vorschläge für eine weiterführende Reform .....	349
a.	Anpassung des vorherrschenden einstufigen Systems .....	349
b.	Trennung von Insider-Information und Ad-hoc Publizitätspflicht .....	350
c.	Ledigliches Insiderhandelsverbot .....	351
D.	Fazit .....	354
XII.	Zusammenfassung und wichtigste Ergebnisse .....	355
	<b>Literaturverzeichnis</b> .....	<b>371</b>
A.	Monographien .....	371
B.	Sammelwerke .....	373
C.	Beiträge in Sammelwerken .....	375
D.	Aufsätze aus Zeitschriften .....	380
E.	Kommentare .....	392
F.	Internetdokumente .....	394
G.	Sonstige Quellen .....	395
	<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	<b>397</b>