

Übersicht

Vorwort und Dank	III
Übersicht	V
Inhaltsverzeichnis	VI
Abkürzungsverzeichnis	XIII
Literaturverzeichnis	XIX
Verzeichnis der Materialien.....	XXIX

Teil 1:

Grundlagen	1
I. Einleitung	1
II. Begriff und Funktionen der Ad hoc-Publizität	8
III. Regulierungsbedarf	67

Teil 2:

Ad hoc-Publizität in den USA	81
I. Rechtsquellen der Ad hoc-Publizität	81
II. Ad hoc-Publizität auf der Grundlage des Securities Exchange Act	87
III. Ad hoc-Publizität der Zulassungsbestimmungen der Börsen	102

Teil 3:

Ad hoc-Publizität in der Schweiz.....	107
I. Übersicht	107
II. Ad hoc-Publizität nach Art. 72 KR.....	120
III. Konsequenzen für den Emittenten	287

Teil 4:

Zusammenfassung.....	297
-----------------------------	------------

Inhaltsverzeichnis

Teil 1: Grundlagen	1
I. Einleitung	1
A. Ausgangslage.....	1
B. Gegenstand der Arbeit und Vorgehen.....	5
II. Begriff und Funktionen der Ad-hoc-Publizität.....	8
A. Begriff.....	8
1. Aspekte des Begriffs	8
2. Ad-hoc-Publizität als Publizitätspflicht.....	9
3. Ad-hoc-Publizität als ausserordentliche Informationsquelle	11
4. Ad-hoc-Publizität als kapitalmarktgerechtes Veröffentlichungsverfahren.....	12
B. Funktionen.....	14
C. Ad-hoc-Publizität zum Funktionenschutz.....	16
1. Vorbemerkungen	16
2. Kapitalmarkt	17
a) Begriff	17
b) Aufgaben	19
c) Funktionsvoraussetzungen	19
3. Ad-hoc-Publizität und die Kapitalmarkteffizienzhypothese	21
a) Kapitalmarkteffizienzhypothese.....	21
b) Markteffizienz in halbstrenger Form als ökonomische Begründung ..	24
c) Empirischer Nachweis der Markteffizienz.....	26
(1) Unmöglichkeit eines positiven empirischen Nachweises.....	26
(2) Empirische Untersuchungsmethoden	27
(3) Ereignisstudien	28
(i) Ziele	28
(ii) Probleme bei der Datenerfassung	29
(iii) Bad-Model-Problem.....	31
d) Relativierung der Markteffizienz	32
(1) Kritik an der Kapitalmarkteffizienzhypothese	32
(2) Efficiency Paradox	33
(i) Informationsverarbeitungskosten.....	33

(ii) Senkung der Informationskosten durch Publizität	36
(3) Ergänzung der Effizienzhypothese durch emotionale Komponenten.....	37
(4) Ad-hoc-Publizität als Voraussetzung für die Gesetzmässigkeit der Markteffizienz in halbstrenger Form.....	38
4. Bewertung.....	41
D. Ad-hoc-Publizität und Insiderhandel	42
1. Präventivmassnahme gegen Insiderhandel.....	42
a) Abbau von Informationsvorsprüngen.....	42
b) Relativierung der Präventivwirkung	43
c) Präventivwirkung durch Kombination mit anderen Transparenzmassnahmen	45
2. Ersatz der entfallenen Informationsversorgung durch Insiderhandel	49
a) Problem	49
b) Debatte um Insiderhandel.....	49
c) Verdeckte Informationsversorgung durch Insiderhandel.....	51
d) Ad-hoc-Publizität dank Insiderhandel?.....	54
e) Ad-hoc-Publizität bei bestehendem Insiderhandelsverbot.....	55
E. Ad-hoc-Publizität zum Schutz des Anlegers.....	56
1. Anlegerindividualschutz und Funktionenschutz	56
2. Individualschutz und Publizitätsnormen	61
a) Individualschutz verbandsbezogener Publizitätsnormen	61
b) Kapitalmarktrechtliche Publizitätsnormen einzig zum Funktionenschutz?.....	64
c) Kapitalmarktrechtliche Publizitätsnormen zum Anlegerindividual- und Funktionenschutz	66
III. Regulierungsbedarf.....	67
A. Freiwillige Ad-hoc-Publizität.....	67
1. Ad-hoc-Publizität ohne Regulierung.....	67
2. Ungenügende freiwillige Ad-hoc-Publizität	69
a) Publizitätskosten	69
b) <u>Signalling-</u> und Agentur-Theorie	70
c) Fairer Informationswettbewerb	74
B. Regelung durch die Börsen und staatliche Regulierung	75

1. Anreize der Börsen zur Regulierung der Ad-hoc-Publizität	75
2. Grenzen der Selbstregulierung durch die Börsen.....	77
3. Staatliche Regulierung	78

Teil 2: Ad-hoc-Publizität in den USA..... 81

I. Rechtsquellen der Ad-hoc-Publizität81

A. Publizität als Regelungsalternative	81
B. Scheinbares Fehlen einer gesetzlichen Regelung der Ad-hoc-Publizität	83

II. Ad-hoc-Publizität auf der Grundlage des Securities Exchange Act87

A. Current Report nach Form K-8	87
1. Current Reports als Teil der Reportingpflichten	87
2. Katalog der reportingpflichtigen Ereignisse.....	88
3. Kasuistischer Regelungsansatz.....	91
4. Fristen	92
B. Ad-hoc-Publizität aufgrund der SEC Rule 10b-5	94
1. Ausgangslage.....	94
2. Bekanntgabepflicht einer nicht handelnden Gesellschaft	95
a) Keine allgemeine Bekanntgabepflicht	95
b) Korrektur- und Aktualisierungspflicht eigener Bekanntgaben	97
c) Kommentierung von Gerüchten und Korrektur von Bekanntgaben Dritter	98
3. Materiality-Standard.....	99
a) Allgemeiner Standard.....	99
b) Probability/Magnitude-Test	100

III. Ad-hoc-Publizität der Zulassungsbestimmungen der Börsen ..102

A. Einzelne Regelungen.....	102
B. Aufschubmöglichkeit	104
C. Gerüchte und Prognosen	105
D. Veröffentlichung	105

Teil 3: Ad-hoc-Publizität in der Schweiz	107
I. Übersicht	107
A. Regelung der Ad-hoc-Publizität	107
B. Börsengesetzliche Zielvorgabe	111
1. Zielsetzung des Börsengesetzes	111
2. Ad-hoc-Publizität als international anerkannter Standard	113
3. Ad-hoc-Publizität in der EU	117
II. Ad-hoc-Publizität nach Art. 72 KR.....	120
A. Geltungsbereich.....	120
1. Emittenten von im Hauptsegment kotierten Effekten	120
2. Emittenten von kotierten Effekten aller Arten	126
B. Bekanntgabepflichtige Tatsachen	128
1. Tatsachen	128
a) Unterscheidung von Tatsache und Information	128
b) Abgrenzung zu subjektiven Wertungen	131
c) Prognosen	134
(1) Prognosen mit Tatsachengrundlage	134
(2) Prognose als Tatsache	136
(3) Beschränkte Prognosepublizität	137
(4) Korrektur- und Aktualisierungspflicht bei Prognosen	138
d) Gerüchte	140
e) Entwicklungsprozesse	142
(1) Entwicklungen und Endergebnis	142
(2) Entwicklungen als Tatsachen im rechtlichen Sinne	146
(3) Bestimmung durch die weiteren Tatbestandsvoraussetzungen ..	147
(4) Zweckorientierte Auslegung des Tatsachenbegriffs.....	150
(5) Weitergabeverbot und Vorwirkung bei enger Auslegung des Tatsachenbegriffs.....	154
f) Summierung von Einzeltatsachen als Ad-hoc-Tatsache	156
2. Neue, nicht öffentlich bekannte Tatsachen	158
a) Neuheit der Tatsache	158
b) Nicht öffentlich bekannte Tatsachen.....	159
c) Beispiele öffentlich bekannter Tatsachen	163

3. Tatsachen im Tätigkeitsbereich des Emittenten	166
a) Zweck der Beschränkung	166
b) Abgrenzung zu allgemeinen Marktdaten	168
c) Offenlegung von Beteiligungen	170
d) Öffentliche Kaufangebote	173
(1) Problem	173
(2) Unfreundliche Übernahmen	174
(3) Freundliche Übernahmen	175
e) Besondere Probleme in Konzernverhältnissen	177
f) Tätigkeitsbereich bei Investmentgesellschaften	181
(1) Problem	181
(2) Sonderregelung im Entwurf	182
(3) Einzelne Fälle	183
g) Tätigkeitsbereich bei kotierten Anlagefonds	184
④ Kursrelevanz	186
a) Kursrelevanz als Einschränkungskriterium	186
⑥ b) Beträchtliche Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsgang	188
(1) Anlehnung an die Regeln der Rechnungslegung?	188
(2) Keine wesentliche Beschränkung durch die Voraussetzung	190
c) Eignung zur erheblichen Kursänderung	192
(1) Unbestimmter Rechtsbegriff	192
(2) Rückgriff auf die Rechnungslegung	195
(3) Prozentsätze als Erheblichkeitsschwellen	197
(i) Vorgeschlagene Prozentsätze	197
(ii) Volatilität	198
(iii) Andere Einflussfaktoren der Kursbildung	200
(iv) Lediglich grobe Orientierungshilfen	201
(4) Rückgriff auf den US-Materiality-Standard	202
(5) Folgeinformationspflicht	207
(6) Keine Kompensierung von guten und schlechten Nachrichten	208
C. Möglichkeit des Hinausschiebens der Veröffentlichung	210
1. Voraussetzungen	210
a) Kumulative Voraussetzungen	210
b) Berechtigte Interessen des Emittenten	211
c) Beruhen auf einem Plan oder Entschluss	213
d) Gewährleistung umfassender Vertraulichkeit	216

e) Abgrenzung zwischen Informationsleck und blossem Gerücht.....	217
2. Eigenverantwortlicher Entscheid des Emittenten	218
3. Besondere Probleme.....	222
a) Verhältnis zwischen aktienrechtlichen Treue- und Geheimhaltungspflichten und Ad-hoc-Publizität.....	222
b) Erhöhte Publizitätsanforderungen in besonderen Situationen	223
(1) Öffentliche Kaufangebote.....	223
(2) Rückkauf eigener Aktien	226
D. Veröffentlichung	228
1. Veröffentlichungszeitpunkt	228
a) Umgehende Veröffentlichung.....	228
b) Geeigneter Veröffentlichungszeitpunkt	230
(1) Gleichbehandlung der Marktteilnehmer	230
(2) Veröffentlichung während einer Handelseinstellung	232
(3) Verzögerte Bekanntgabe.....	235
(4) Steuerung des Eintritts der Ad-hoc-Tatsache als Voraussetzung guter Publizität.....	237
(5) Sachgerechte Lösung.....	238
2. Mitteilung und Veröffentlichung.....	239
a) Mitteilung und Vorausmeldung an die Börse	239
b) Information des Marktes	243
(1) Markt als Adressat der Ad-hoc-Meldung	243
(2) Publizitätsmittel.....	244
(i) Gleichbehandlungsgebot als Handlungsmaxime	244
(ii) Verbreitung über elektronische Informationsverbreitungssysteme	245
(iii) Verbreitung über Internet.....	248
(iv) Geeignete Verwendung der verschiedenen Publizitätsmittel	249
(v) Erledigung durch Agenturen und Weiterverbreitung durch die Börse	251
(3) Sperrfrist als Compliance-Massnahme des Emittenten	252
c) Besondere Probleme.....	254
(1) Ad-hoc-Publizität und Generalversammlung	254
(2) Keine Vorabinformation begrenzter Personenkreise.....	255
d) Inhalt, Umfang und Form der Meldung	257
E. Überwachung und Sanktionen durch die Börse	259

1. Überwachung durch die Börse	259
2. Sanktionen der Börse.....	260
3. Andere Massnahmen der SWX Schweizer Börse	262
4. Strafrechtliche Sanktionen	264
a) Insiderstrafnorm	264
b) Kursmanipulation.....	265
c) Unwahre Angaben über kaufmännische Gewerbe	266
5. Konzeptionelle Probleme der Marktüberwachung.....	267
F. Zivilrechtliche Haftung	269
1. Ausgangslage.....	269
2. Haftung durch unerlaubte Handlung	270
a) Widerrechtlichkeit.....	270
(1) Reiner Vermögensschaden	270
(2) Schutznormqualität von Art. 72 KR	271
(i) Rechtsnorm	271
(ii) Schutznormcharakter	274
(3) Andere Schutznormen	277
(i) Gefahrensatz sowie Treu und Glauben	277
(ii) Strafrechtliche Tatbestände.....	278
b) Adäquater Kausalzusammenhang und Schadensberechnung	280
c) Verschulden.....	282
3. Haftung aus aktienrechtlicher Verantwortlichkeit	283
4. Haftung aus erwecktem Vertrauen	284
5. Bewertung.....	285
III. Konsequenzen für den Emittenten	287
A. Vorbemerkungen	287
B. Organisatorische Massnahmen.....	288
C. Interne Richtlinien.....	290
1. Richtlinien zur Publizität.....	290
2. Richtlinien zum Handel in Effekten des Emittenten	292
D. Einbindung in die <u>Investor-Relations</u>	293
E. Regelung der Ad-hoc-Publizität in den Statuten.....	295
Teil 4: Zusammenfassung.....	297