

Theaterarbeitsgesetz

Recht auf Beschäftigung ausgehöhlt

Schadenshaftung
Irregeführter Anleger?

Strafrechtliches Kompetenzgesetz
„Nebenstrafe“ Konfiskation

Societas Europaea
Grenzüberschreitende Verschmelzung

Dienstalter, Elternkarenz und
Geschlechtsspezifische Entgeltdiskriminierung

Directors' Dealings als
Insider(trans)aktion?

EU-Wettbewerbsrecht
Horizontale Zusammenarbeit

Directors' Dealings – erwünschte Beteiligung oder verbotene Insidertransaktion?

Erwerbe von Aktien durch Unternehmensinsider zählen zu den positivsten Signalen für Kapitalmärkte. Jüngste Praxisfälle zeigen, dass Directors' Dealings auch als Missbrauch von Insider-Informationen qualifiziert werden können. Derzeitige gesetzliche Regelungen erscheinen unzureichend, um einerseits dem Wunsch des Marktes nach Transparenz, andererseits aber dem Bedürfnis nach Rechtssicherheit bei zulässigen Directors' Dealings gerecht zu werden.

CHRISTOPH MOSER

A. Ausgangslage

Personen, die bei Emittenten Führungsaufgaben wahrnehmen und damit *per se*¹⁾ zu Insider-Informationen iSd § 48 a Abs 1²⁾ BörseG³⁾ Zugang haben, können derzeit aufgrund von Sperrfristen nur zeitlich begrenzt Transaktionen in Aktien des eigenen Unternehmens vornehmen. Zusätzlich schwebt das Insiderhandelsverbot nach § 48 b Abs 1 Z 1 aufgrund der praktisch oft schwer beantwortbaren Frage, ab wann Insider-Informationen vorliegen, über vielen dieser Transaktionen und hält Insider von Käufen von Aktien des eigenen Unternehmens ab.

Gerade solche Käufe gelten aber als Vertrauensbeweis; so verlangen va angloamerikanische Investoren

idR klare Bekenntnisse von Unternehmensinsidern durch Wertpapierkäufe. Kaufen Organmitglieder keine Aktien des eigenen Unternehmens, wird dies vom Markt als negatives Signal verstanden.

Mag. Christoph Moser ist RAA bei Schönherr Rechtsanwälte GmbH in Wien.

- 1) Als typische Insider iSv § 48 b Abs 4 BörseG.
- 2) Öffentlich nicht bekannte, genaue Information, die direkt oder indirekt einen Emittenten von Finanzinstrumenten (oder Finanzinstrumente selbst) betrifft und die im Fall des öffentlichen Bekanntwerdens geeignet ist, den Kurs der Finanzinstrumente (oder von Derivaten) erheblich zu beeinflussen, weil ein verständiger Anleger sie wahrscheinlich als Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde.
- 3) Nachfolgende §§-Angaben beziehen sich auf das BörseG.

B. Rahmenbedingungen

1. Ad-hoc-Publizität und Insiderhandelsverbot

Vorstände einer börsennotierten AG haben ua festzustellen, ob bestimmte Umstände die Qualität einer Insider-Information erfüllen; diesfalls ist eine unverzügliche *Ad-hoc*-Veröffentlichung iSd § 48 d Abs 1 erforderlich. Die Vorgaben zur *Ad-hoc*-Publizität sollen den Funktionsschutz von Kapitalmärkten⁴⁾ und die Marktintegrität sichern⁵⁾ sowie das Insiderhandelsverbot flankieren.⁶⁾ In der Beraterpraxis zeigt sich, wie unsicher mitunter die Beurteilung ausfällt, ab wann bei zukünftigen Sachverhalten tatsächlich eine *hinreichende Wahrscheinlichkeit* vorliegt, die aus einer vertraulichen Information eine Insider-Information iSd BörseG macht, und ab wann Kursbewegungen tatsächlich als *erheblich* gelten. Die Bestimmung des Zeitpunkts, ab dem eine Insider-Information vorliegt, ist nicht nur für die *Ad-hoc*-Publizität entscheidend, sondern löst auch das Insiderhandelsverbot aus.⁷⁾ Gerade bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen oder gestreckten Sachverhalten⁸⁾ kann dieser Zeitpunkt im Einzelfall oft gar nicht abschließend bestimmt werden.

Die Pflicht zur *Ad-hoc*-Veröffentlichung und das Insiderhandelsverbot stehen in einem gewissen *Spannungsverhältnis*. Die Regelungssystematik des BörseG macht deutlich, dass im Normalfall überhaupt keine Insider-Informationen im Unternehmen vorliegen sollen: Sobald ein Umstand die Qualität einer Insider-Information erfüllt, ist dieser unverzüglich *ad hoc* zu veröffentlichen. Insider-Informationen können im Unternehmen somit nur dann zulässigerweise vorliegen, wenn deren Veröffentlichung unter gleichzeitiger Unterrichtung der FMA iSd § 48 d Abs 2 aufgeschoben wird, weil die Bekanntgabe berechtigten Interessen des Emittenten schaden könnte.⁹⁾ Das Insiderhandelsverbot greift zu diesem Zeitpunkt aber bereits.

Kritikwürdig erscheint mE die zum Teil in der dt Lit vertretene Ansicht, Organmitglieder seien als Dauerinsider anzusehen.¹⁰⁾ Kenntnis über vertrauliche Umstände macht sie nicht automatisch zu Insidern iSd BörseG, stellt doch nicht jeder nicht öffentliche Umstand bereits eine Insider-Information dar. Dies ist erst dann der Fall, wenn es sich um eine genaue Information handelt, die eine erhebliche Kursbeeinflussungseignung aufweist. Auch verliert jede Insider-Information ihre Qualifikation mit *Ad-hoc*-Veröffentlichung. Betrachtet man exemplarisch *Ad-hoc*-Meldungen derzeitiger ATX *five*¹¹⁾-Unternehmen zwischen 2008 und 2010, so veröffentlichte jedes dieser Unternehmen durchschnittlich etwa 8,1 *Ad-hoc*-Meldungen pro Jahr.¹²⁾ Ein Großteil davon entfällt auf Quartals- und Jahresfinanzergebnisse. Selbst unter der Annahme, dass mitunter Sachverhalte falsch beurteilt werden, zeigt die relativ geringe Zahl an *Ad-hoc*-Meldungen, dass Insider-Informationen nicht dauerhaft in börsennotierten Unternehmen vorliegen; eine Qualifikation von Organmitgliedern als Dauerinsider erscheint daher nicht sachgerecht.

2. Directors' Dealings

Personen, die bei einer Emittentin von Finanzinstrumenten Führungsaufgaben wahrnehmen, sowie ih-

nen nahestehende Personen¹³⁾ unterliegen der Transaktionsmeldepflicht für Directors' Dealings nach § 48 d Abs 4. Sie haben der FMA alle auf eigene Rechnung getätigten Geschäfte mit Aktien und aktienähnlichen Wertpapieren¹⁴⁾ des Emittenten (sowie Derivaten und Aktien und aktienähnlichen Wertpapieren verbundener Unternehmen) innerhalb von fünf Tagen bekannt zu geben. Eine Meldung kann unterbleiben, soweit die Gesamt-Transaktionssumme pro Kalenderjahr unter € 5.000,- liegt. Die Veröffentlichung von Directors' Dealings soll nach den Vorgaben der Marktmissbrauchs-RL präventiv Marktmissbrauch bekämpfen und eine wertvolle Information für Anleger darstellen.¹⁵⁾ Sie erlauben Rückschlüsse auf die gegenwärtige oder künftige Unternehmensentwicklung und stellen als *informierte Transaktionsentscheidung* eine Indikatorwirkung für das breite Publikum dar,¹⁶⁾ insb für andere Anleger bei der *Preisfindung*.¹⁷⁾

In der Praxis sollte die Indikatorwirkung allerdings nicht überschätzt werden. Einerseits besteht aufgrund des geringen Schwellenwerts die Gefahr, dass Anleger sich von wenig aussagekräftigen Kleinsttransaktionen der Unternehmensinsider (zB weil die Transaktionen nur mit kleinen Beträgen vorgenommen werden) zu eigenen Transaktionen verleiten lassen. Die auf europäischer Ebene im Raum stehende Erhöhung des Schwellenwerts der jährlichen Gesamt-Transaktionssumme auf € 20.000,-¹⁸⁾ ist vor diesem Hintergrund begrüßenswert. Des Weiteren ist nicht jedes Directors' Dealing *per se* durch die Unternehmensentwicklung motiviert; hier kommen etwa persönliche Motive des Organmitglieds in Be-

4) *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, WM 2004, 1801.

5) ErwGr 2, 3, 12 und 26 Marktmissbrauchs-RL 2003/6/EG sowie 2 und 3 Durchführung-RL 2004/72/EG zur Marktmissbrauchs-RL.

6) *Rüffler*, Kapitalmarktrechtliche Informations- und Verhaltenspflichten als Schutzgesetze? GeS 2010, 118 mwN; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 14 Rz 2.

7) Dies gilt ebenso für das insiderrechtliche Empfehlungs- und Weitergabeverbot.

8) *Rüffler*, Probleme der börserechtlichen *Ad-hoc*-Publizität bei personellen Veränderungen im Vorstand, ÖBA 2009, 728 f.

9) Zur beispielhaften Aufzählung berechtigter Interessen: Rundschreiben der FMA v 6. 3. 2006 idF v 5. 4. 2007 betreffend *Ad-hoc*-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen 7.

10) Zur weitgehend vergleichbaren deutschen RL *Widder*, Insiderisiken und Insider-Compliance bei Aktienoptionsprogrammen für Führungskräfte, WM 2010, 1882 mwN; *Assmann in Assmann/Schneider*, WpHG⁵ § 14 Rz 173.

11) Von der Wiener Börse berechneter kapitalisierungsgewichteter Preisindex der fünf höchstgewichteten Aktien des ATX. Per 25. 1. 2011 Andritz AG, Erste Group Bank AG, OMV AG, Telekom Austria AG, voestalpine AG.

12) <http://issuierinfo.oekb.at/>; exkl Andritz wurden von ATX *five*-Unternehmen nur 6,5 *Ad-hoc*-Meldungen pro Jahr veröffentlicht.

13) Weiterführend *Kalss/Zollner*, Directors' Dealings – Der neue § 48 d Abs 4 BörseG, GeS 2005, 107.

14) *Fidal/Steindl*, Directors' Dealings – Der sachliche Anwendungsbereich, wbl 2005, 307 mwN zu betroffenen Finanzinstrumenten.

15) ErwGr 26 Marktmissbrauchs-RL.

16) *Sethe in Assmann/Schneider*, WpHG⁵ § 15 a Rz 12.

17) *Fidal/Steindl*, wbl 2005, 306.

18) *Europäische Kommission*, Public Consultation on a Revision of the Market Abuse Directive, 25. 6. 2010, C4.

tracht. Schließlich kann die Indikatorwirkung auch dadurch konterkariert werden, dass gemeldete Directors' Dealings bewusst und missbräuchlich eingesetzt werden.¹⁹⁾

3. Sperrfristen nach ECV 2007

Einschränkungen für Organmitglieder in Bezug auf den Handel mit Wertpapieren des Emittenten bestehen ferner durch *unternehmensintern festgelegte Sperrfristen* iSd Emittenten-Compliance-Verordnung (ECV) der FMA. Gem § 8 Abs 1 ECV hat jeder Emittent *angemessene Zeiträume* festzulegen, in denen Personen aus Vertraulichkeitsbereichen²⁰⁾ keine Orders in Finanzinstrumenten²¹⁾ der Emittenten erteilen dürfen. § 8 Abs 2 ECV nennt Sperrfristen von drei Wochen vor der geplanten Veröffentlichung der (vorläufigen) Quartalszahlen und sechs Wochen vor der geplanten Veröffentlichung der (vorläufigen) Jahreszahlen als angemessene Zeiträume; im Einzelfall kann ein Emittent die generellen Sperrfristen aber auch verlängern. Weiters sind anlassbezogen zusätzlich erforderliche Sperrfristen festzulegen. Emittenten könnten bei entsprechender Begründung zwar kürzere Zeiträume als angemessene Sperrfristen festlegen;²²⁾ in der Praxis werden aber eher generelle Sperrfristen gewählt, die das als angemessen geltende Maß nach ECV überschreiten.

Für Organmitglieder verkürzt sich dadurch selbst ohne Kenntnis von Insider-Informationen der jährliche Zeitraum, in dem Orders für Aktien des eigenen Unternehmens abgegeben werden dürfen, um *mindestens 15 Wochen*. Sobald im Unternehmen potenziell Insider-Informationen vorliegen, unterliegen sie ggf zusätzlich anlassbezogenen Sperrfristen. Zudem setzen Sperrfristen, die vor der Bekanntgabe von Finanzzahlen liegen, zu einem Zeitpunkt ein, in dem die Wahrscheinlichkeit für das Vorliegen von Insider-Informationen deutlich höher ist als nach der Bekanntgabe von Zahlen oder nach Hauptversammlungen.²³⁾ Demgegenüber würde zB die Einführung einer *window trading*-Regelung, die nach Bekanntgabe von Zahlen oder nach einer HV ein klar definiertes Handelsfenster für Organmitglieder normiert, allerdings außerhalb dieser Zeiträume ein generelles Handelsverbot für Unternehmensinsider vorsieht, zweifelsohne die Rechtssicherheit erhöhen; unternehmensspezifische Regelungen verschiedener Emittenten zur Frage, welche Zeiträume für Sperrfristen angemessen sind, würden dadurch standardisiert. Der Preis dafür wäre aber ein hoher, würde die Handlungsfähigkeit von Unternehmensinsidern in Bezug auf ihre Wertpapierpositionen diesfalls doch erheblich eingeschränkt.

C. Zulässige Transaktion oder verbotenes Insidergeschäft?

1. Einflussfaktoren für verbotene Insidertransaktionen

Organmitgliedern börsennotierter Gesellschaften ist zu unterstellen, dass sie über die einschlägigen insiderrechtlicher Verbotstatbestände Bescheid wissen. Von Ausnahmefällen abgesehen werden Insiderverstöße

durch Organmitglieder meist aufgrund falscher Einschätzung von Umständen begangen. Vorsätzliche Insiderverstöße hingegen werden idR von der Einflussgröße angestrebter Vermögensvorteile für sich oder Dritte motiviert. Ob diese tatsächlich begangen werden, unterliegt wiederum mehreren Einflussgrößen, ua der *Aufdeckungswahrscheinlichkeit*, dem *Sanktionscharakter* für Verstöße, einer erwarteten *Kosten-/Nutzenabwägung* sowie dem *Reputations- oder Imageschaden*.²⁴⁾ Wissenschaftlichen Untersuchungen zufolge hat die Aufdeckungswahrscheinlichkeit dabei den stärksten Präventivcharakter, dh, ihr kommt auch die größte Bedeutung bei der Bekämpfung von Insiderdelikten zu.²⁵⁾ Danach folgt der Sanktionscharakter, dh die Frage mit welchen Maßnahmen – etwa Geldbuße und/oder strafrechtliche Verantwortung – Insiderverstöße sanktioniert werden.

2. Directors' Dealings und Aufdeckungswahrscheinlichkeit

In Hinblick auf die nicht unerhebliche Relevanz der Aufdeckungswahrscheinlichkeit bei der Verhinderung von Insiderverstößen erscheint es geboten, veröffentlichte Directors' Dealings gesondert zu betrachten. Unterstellt man der FMA eine regelmäßige Überwachung der Directors' Dealings-Meldungen im Hinblick auf Insiderverstöße, würde die Aufdeckungswahrscheinlichkeit bei Transaktionen, die als Directors' Dealings gemeldet wurden, letztlich aber gegen das Insiderhandelsverbot verstoßen, sehr hoch liegen.²⁶⁾ Allerdings ist davon auszugehen, dass derartige Transaktionen idR nicht als Directors' Dealings gemeldet würden. Soweit gemeldete Directors' Dealings als Insiderverstöße zu qualifizieren sind, werden diese überwiegend auf einer falschen Einschätzung der Qualifikation einer Insider-Information beruhen.

3. Organmitglieder „allein auf hoher See“

Wie erwähnt kann oft nur unzureichend festgestellt werden, ob und ab wann Insider-Informationen vorliegen, die ua für die Auslösung des Insiderhandelsverbots relevant sind. Bereits bei der Frage, ob ein verwirklichter Umstand eine *erhebliche Kursbeeinflussung*

19) *Sethe in Assmann/Schneider*, WpHG⁵ § 15 a Rz 12 mwN zu den Fällen *Intershop* und *Comroad*. Transaktionen von Unternehmensinsidern, die falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Kurs von Finanzinstrumenten geben (zB unsystematische, kurz aufeinanderfolgende Käufe und Verkäufe), können den Tatbestand der Marktmanipulation nach BörseG erfüllen.

20) Gem § 9 Abs 1 Z 3 ECV 2007 besteht ein Zurechnungstatbestand zB für juristische Personen, die direkt oder indirekt von einer Person aus einem Vertraulichkeitsbereich kontrolliert werden.

21) Aktien, aktienähnliche Wertpapiere sowie Derivate (§ 3 Z 2 ECV 2007).

22) *Resch/Sidlo*, Emittenten-Compliance in Österreich im Lichte aktueller nationaler und internationaler Entwicklungen, ÖBA 2005, 301 f.

23) Unter der Annahme, dass nach Berichtsterminen und HV die Wahrscheinlichkeit geringer ist, dass es (trotzdem) noch Insider-Informationen gibt: *Widder*, WM 2010, 1889.

24) Näher *Zuzak*, Ökonomische Analyse der Regulierung des Insiderhandels 106 ff.

25) *Zuzak*, Analyse 175 f.

26) Nicht zu vergessen mediale Berichterstattung, die zusätzlich zur Erhöhung der Aufdeckungswahrscheinlichkeit beiträgt.

sungseignung aufweist, scheiden sich im Einzelfall die Geister. Bei zukunftsbezogenen Umständen und mehrstufigen Entscheidungsprozessen ist zudem schwer festzuhalten, ab wann eine *überwiegende Eintrittswahrscheinlichkeit* des relevanten Umstands – nach Ansicht des deutschen BGH in der E *Schrempp/Daimler-Chrysler*²⁷⁾ damit eine Eintrittswahrscheinlichkeit von mehr als 50% – vorliegt. *Rüffler* plädiert als Lösungsansatz dafür, Kurserheblichkeit und Eintrittswahrscheinlichkeit bei der Prüfung, ob Insider-Informationen vorliegen, zueinander in Beziehung zu setzen; je kurserheblicher ein Endergebnis wäre, desto geringer könnte die für die Qualifikation als Insider-Information relevante Eintrittswahrscheinlichkeit ausfallen.²⁸⁾

Sowohl eine starre Grenze von mehr als 50% als auch eine bewegliche Betrachtung von Eintrittswahrscheinlichkeit und Kurserheblichkeit mögen theoretisch sinnvoll sein, helfen einem Vorstand aber nur bedingt: Beide Ansätze verhindern nicht, dass die Entscheidung eines Vorstands, einen Umstand (noch) nicht als Insider-Information zu veröffentlichen, bei späterer Überprüfung nicht als Verstoß gegen die *Ad-hoc*-Publizität gewertet würde. In diesem Zeitfenster getätigte Transaktionen fielen dann unter den Missbrauch von Insider-Informationen.

Einen *safe harbour* für Vorstände, etwa die Möglichkeit der vorherigen Abstimmung des Sachverhalts mit der FMA, gibt es nicht. Jeder Vorstand ist bei der Beurteilung von Insider-Informationen – abgesehen von der Konsultation externer Berater – auf sich allein gestellt: Erst im Nachhinein wird bei einer möglichen Überprüfung des Sachverhalts die Entscheidung des Vorstands, keine *Ad-hoc*-Mitteilung zu veröffentlichen bzw eine Transaktion in Wertpapieren des Emittenten vorzunehmen, rechtlich beurteilt und gegebenenfalls sanktioniert.

Sonderfall Aktienoptionsprogramme: Ausnutzen oder Verwenden?

Insiderrechtliche Probleme ergeben sich in der Praxis mitunter auch bei der Ausübung von Optionen im Rahmen von Aktienoptionsprogrammen.²⁹⁾ Falls eine unveröffentlichte (positive) Insider-Information vorliegt, kommt der Frage entscheidende Bedeutung zu, ob die Ausübung einer *im Geld befindlichen Option mit ausreichend Restlaufzeit* überhaupt ein Ausnutzen iSv § 48 b Abs 1 bzw ein Verwenden iSv § 48 b Abs 3 ist. IdR macht es wirtschaftlich für den Berechtigten einer mit fixem *Strike Price* versehenen Option keinen Unterschied, ob die im Geld befindliche Option kurz vor einer positiven *Ad-hoc*-Meldung ausgeübt wird oder kurze Zeit später, wenn der Kursanstieg der Aktie aufgrund der Veröffentlichung bereits eingetreten ist.³⁰⁾ Der Berechtigte kann dem Bekanntwerden der Insider-Information in beiden Fällen – egal ob als Besitzer der Option oder bereits der Aktien – gelassen entgegensehen. Die Optionsausübung würde den Tatbestand des Ausnutzens iSv § 48 b Abs 1 dann nicht erfüllen, wenn sie die wirtschaftliche Situation des Optionsberechtigten aufgrund des fixen Ausübungspreises und ausreichender Restlaufzeit zur Ausübung der Option nicht verbessert.³¹⁾ Darü-

ber hinaus kann argumentiert werden, dass bereits die Tatsache, dass eine Option *im Geld ist*, deren Ausübung wirtschaftlich sinnvoll macht und einen Vermögensvorteil bewirkt; ein strafbares „Ausnutzen“ würde bei Ausübung diesfalls nicht vorliegen.³²⁾ Verneint man in genannter Fallkonstellation ein Ausnutzen, so könnte im Licht der *Spector*-Rsp des EuGH³³⁾ allenfalls überlegt werden, ob die Ausübung der Option ein „Verwenden“ von Insider-Informationen gem § 48 b Abs 3 ist (erfordert keinen Vorsatz zur Verschaffung eines Vermögensvorteils). Die Strafdrohung für das Verwenden von Insider-Informationen fällt deutlich geringer aus als beim Ausnutzen einer Insider-Information.

27) BGH 25. 2. 2008, II ZB 9/07, LS 2.

28) *Rüffler*, GeS 2010, 730, 732.

29) Vgl Die Presse v 28. 1. 2011, „*Insider-Prozess: OMV-Chef Ruttenstorfer freigesprochen*“.

30) Hier ist stets eine Einzelfallbetrachtung notwendig, kommt doch Einflussgrößen wie Restlaufzeit, Abstand zum *Strike Price* oder Übertragbarkeit der Option erhebliche Bedeutung zu, was zu deutlich abweichenden Ergebnissen führen kann.

31) Unter Außerachtlassung von ggf bestehenden geringfügigen Kosteneinflüssen sowie unter der Annahme, dass eine gewisse Zeitnähe zur der Transaktion und der *Ad-hoc*-Meldung besteht.

32) Vgl *Widder*, WM 2010, 1886 f mwN.

33) EuGH 23. 12. 2009, C-45/08; gem LS 1 impliziert der Handel in Kenntnis einer Insider-Information widerleglich deren Verwenden (bzw „Nutzung“).

34) *Casper*, Insiderverstöße bei Aktienoptionsprogrammen, WM 1999, 368; *Kals/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht, aaO § 20 Rz 6.

SCHLUSSSTRICH

Jede Transaktion in Kenntnis von Insider-Informationen indiziert einen Insiderverstoß; der Nachweis, dass die Transaktionsentscheidung trotz Kenntnis einer Insider-Information nicht auf dieser beruhte und sohin kein Ausnutzen iSd § 48 b Abs 1 vorliegt, wird in der Praxis nur schwer gelingen. Aus Beratersicht kann Organmitgliedern bei Vorliegen vertraulicher Informationen daher nur empfohlen werden, von Wertpapiertransaktionen Abstand zu nehmen, selbst wenn Argumente dafür vorliegen, dass die Qualität einer Insider-Information (noch) nicht erfüllt ist.

In Bezug auf die Sperrfristenregelung würde der Übergang zu einer window trading-Regelung die Rechtssicherheit zwar verbessern, andererseits wäre diese mit erheblichen Einschränkungen der Dispositionsfähigkeit verbunden. Den überwiegenden Teil praktischer Probleme iZm dem Insiderhandelsverbot vermag eine Handelsfensterregelung zudem nicht zu lösen. Insidermissbrauch durch Organmitglieder, aber auch Reputationsschäden für Organe und Emittenten aufgrund unterstellter Insiderverstöße werden in der Praxis am effizientesten wohl nur durch rasche und konsequente Ad-hoc-Veröffentlichungen verhindert.³⁴⁾