

Christian Uhlmann

Individuenschutz im Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht

Eine vergleichende Analyse im Hinblick auf
die Durchsetzung aufsichtsrechtlicher Pflichten mittels
privatrechtlicher Rechtsinstitute

Mohr Siebeck

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXXIX
Einleitung	1
§ 1: Einführung in die Problematik	1
§ 2: Vorgehensweise und Untersuchungsmethode	6
§ 3: Gang der Darstellung	7
§ 4: Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes	10
A. Haftungsrechtliche Beschränkung auf das Deliktsrecht	10
B. Varia	12
§ 5: Begriffsbestimmungen	13
A. Aufsichtsbehörde	13
I. Nationale Verortung	13
II. Europäische Verortung	14
III. Europäisches Finanzaufsichtssystem	15
IV. Resümee	16
B. Bank und (CRR-)Kreditinstitut	16
C. Private and Public Law Enforcement	17
Kapitel I: Entwicklung des europäischen Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrechts	19
§ 1: Ursprünge des europäischen Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrechts	20
A. Segré-Bericht	21
I. Hintergrund und Regelungsanliegen	21

II. Regelungsgebiete	21
1. Kapitalmarktrecht	22
2. Bankenaufsichtsrecht	23
B. Entwicklungen des europäischen Kapitalmarktrechts	24
I. Erste Phase	24
II. Zweite Phase	28
C. Entwicklungen des europäischen Bankenaufsichtsrechts	31
I. Erste Phase	31
II. Zweite Phase	35
D. Schlussfolgerungen	36
§ 2: <i>Europäisches Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht seit der Finanzkrise</i>	37
A. Internationale Leitlinien	38
I. G20-Erklärung von Pittsburgh	38
1. Genesis und Rechtsnatur	38
2. Inhalt	39
a) Vergütung im Bankensektor	39
b) Regulatorisches Eigenkapital	40
II. Empfehlungen des Financial Stability Board	41
1. Genesis und Rechtsnatur	41
2. FSF Principles for Sound Compensation Practices und FSB Principles for Sound Compensation Practices – Implementation Standards	43
a) Entstehung	43
b) Inhalt	43
aa) Vorgaben für die interne Organisation	43
bb) Ausgestaltung der Vergütung	44
cc) Aufsichtsbehördliche Überprüfung und Offenlegung	45
III. Empfehlungen des bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich angesiedelten Ausschuss	46
1. Genesis und Rechtsnatur der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich	46
2. Genesis des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht	47
3. Basel III	49
a) Entstehung	49
b) Inhalt	51
aa) Erste Säule	52
bb) Zweite Säule	56

(1) Allgemein	56
(2) Corporate governance principles for banks	56
(3) Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht	58
cc) Dritte Säule	59
(1) Allgemeine Grundsätze	59
(2) Novellierungen	60
B. Europäische Leitlinien	62
I. De Larosière-Bericht	62
1. Entstehung	62
2. Inhalt	63
a) Regulatorisches Eigenkapital	63
b) Corporate governance	64
II. Liikanen-Bericht	65
1. Entstehung	65
2. Inhalt	65
a) Trennung der Geschäftsbereiche	66
b) Corporate governance	67
C. Europäisches Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht	68
I. „MAR-Paket“	68
1. Entstehung	68
2. Inhalt	69
II. „MiFID II-Paket“	70
1. Entstehung	70
2. Inhalt der MiFIR	71
3. Inhalt der MiFID II	72
a) Erweiterung des Anwendungsbereichs	73
b) Vorgaben für die interne Organisation und die Geschäftsleitung	73
c) Algorithmischer Handel und Hochfrequenzhandel	75
d) Wohlverhaltenspflichten	75
III. „CRD IV-Paket“	77
1. Entstehung	77
2. Inhalt der CRR	78
3. Inhalt der CRD IV	79
a) Vorgaben für die interne Organisation	79
b) Ausgestaltung der Vergütungssysteme	81
D. Schlussfolgerungen	81
I. Europäisches Kapitalmarktrecht	81
II. Europäisches Bankenaufsichtsrecht	82

§ 3: <i>Fazit</i>	84
A. Entwicklungslinien hinsichtlich Normstruktur und Regelungsgehalt	84
B. Systematisierung der Vorschriften	86
C. Regelungsmotive des Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrechts	88
I. Normative Werte	88
II. Faktische Werte	89
D. Bilanz und Ausblick	90
Kapitel II: Schutzgesetzeigenschaft und Verbotsgesetzcharakter	93
§ 1: <i>Schutzgesetzeigenschaft kapitalmarkt- und bankenaufsichtsrechtlicher Normen</i>	93
A. Verfassungs- und europarechtliche Vorgaben	94
I. Verfassungsrechtliche Vorgaben	94
1. Sozialstaatsprinzip	95
a) Inhalt des Sozialstaatsprinzips	95
b) Übertragung	97
2. Eigentumsgrundrecht	99
a) Art. 14 Abs. 1 GG als Schutzgesetz?	101
b) Sachlicher Schutzbereich	102
c) Schutzpflicht	104
aa) Bestehen von staatlichen Schutzpflichten	104
bb) Bestehen einer staatlichen Schutzpflicht in Bezug auf Spareinlagen	107
cc) Ausmaß und Grenzen der Schutzpflicht – Übertragbarkeit der Grundsätze der Lebensversicherungsentscheidungen? dd) Zwischenergebnis	107
ee) Erfüllung des Schutzauftrags im Übrigen	110
3. Schlussfolgerungen	113
II. Europarechtliche Vorgaben	113
1. Herleitung des Prinzips der funktionalen Subjektivierung	115
2. Adressatenkreis	120
a) Tradiertes Verständnis	120
b) Wirkung im Privatrechtsverkehr	121
c) Zwischenergebnis	122
3. Genesis und Reichweite des Effektivitätsprinzips	122
a) Ursprung und Ausprägungen des Effektivitätsprinzips	122
b) Institutionelle und materielle Wirkrichtung	124
aa) Institutionelle Komponente	124

bb) Materielle Komponente	125
c) Reichweite des Postulats der praktischen Wirksamkeit des Unionsrechts	126
aa) Größtmögliche praktische Wirksamkeit	126
bb) „Einfache“ praktische Wirksamkeit	127
(1) Fehlende Kompetenz der Europäischen Union?	128
(2) Verordnungssystematische Erwägungen	130
(3) Wertungen des Strukturprinzips der funktionalen Subjektivierung	133
(4) Organkompetenzielle Aspekte	135
(5) Indirekte Kollisionslage	137
d) Effektivität der aufsichtsrechtlichen Normdurchsetzung	140
aa) Kapitalmarktrecht	141
bb) Bankenaufsichtsrecht	144
cc) Rückschlüsse aus den Entscheidungen Peter Paul und Genil	148
4. Schlussfolgerungen	150
III. Fazit	152
B. Allgemein zivilrechtliche Vorgaben	153
I. Wortlaut	154
II. Gesetzgebungsmaterialien	155
1. Der Entwurf der beiden Kommissionen	155
2. Analyse	157
III. Systematik und teleologische Aspekte	159
1. Dominanz der Wertungen der § 823 Abs. 1 u. § 826 BGB	159
a) Herleitung	159
b) Analyse	161
aa) Einwände aus historischer Warte	162
bb) Einwände aus systematischer Warte	162
cc) Einwände aus teleologischer Warte	164
2. Tragbarkeit im haftungsrechtlichen Gesamtsystem	165
a) Erscheinungsformen	165
b) Analyse	166
aa) Tragbarkeit im haftungsrechtlichen Gesamtsystem als Konkurrenzproblematik	166
(1) Abschließende Regelung des Kapitalmarktrechts?	169
(a) Ausschlusswirkung des § 26 Abs. 3 S. 1 WpHG	169
(b) Umkehrschluss aus der Existenz spezialgesetzlicher Anspruchsgrundlagen?	169

(c) Friktionen mit dem Verschuldensmaßstab spezialgesetzlicher Anspruchsgrundlagen?	172
(d) Abschließendes Regelungskonzept der MAR? . .	174
(e) Anlegerschutz nur im öffentlichen Interesse? . .	177
(2) Abschließende Regelung des Bankenaufsichtsrechts?	179
(a) Maßgeblichkeit des § 4 Abs. 4 FinDAG?	179
(b) Allgemeine Sperrwirkung wegen der Existenz zivilrechtliche Rechtsfolgen anordnender Normen?	181
(3) Zwischenergebnis	182
bb) Schadensersatzanspruch als intendiertes Mittel?	183
(1) Erscheinungsformen	183
(2) Analyse	183
cc) Kein anderweitiger Schutz des Geschädigten?	185
(1) Erscheinungsformen	185
(2) Relevanz für die weitere Untersuchung	186
(3) Analyse	186
c) Zwischenergebnis	191
3. Unzulässige Abhängigkeit des Delikts- vom Vertragsrecht . . .	193
a) Erscheinungsform	193
b) Relevanz für die weitere Untersuchung	194
c) Analyse	194
4. Zwischenergebnis	196
IV. Systematisch-teleologische bereichsspezifische Bestimmung . . .	198
1. Bestandsaufnahme	198
a) Individualschutz als Ausgangspunkt	198
b) Einschränkungen aus Gründen des verfassungsrechtlichen Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes?	201
c) Grammatische und historische Aspekte	203
d) Systematisch-teleologische Analyse	203
e) Ökonomische Aspekte	204
aa) Ersatzfähigkeit von Vermögensschäden	205
(1) Reine Umverteilungsschäden?	205
(2) Zusätzlicher Ressourcenschaden	207
bb) Schadenstragung	211
(1) Diversifizierbarkeit von Marktverhaltensnormen verletzenden Handlungen?	211
(2) Kritik	213
cc) Zwischenergebnis	216
2. Konkretisierung	217
a) Transaktionserfordernis	217

aa) Entstehung, rechtsvergleichender Hintergrund und Verankerung im deutschen Recht	217
bb) Bedeutung des Transaktionserfordernisses im Hinblick auf die Verletzung von kapitalmarktrechtlichen Vorschriften innerhalb des § 823 Abs. 2 S. 1 BGB	219
cc) Übertragbarkeit des Transaktionserfordernisses auf die Verletzung bankenaufsichtsrechtlicher Vorschriften	220
dd) Haftungsbegrenzende Funktion des Transaktionserfordernisses	221
(1) Reale und normative Komponente des Transaktionserfordernisses	221
(2) Kritik am Kriterium des Transaktionserfordernis	223
(3) Haftungslimitierender Effekt	224
b) Vermögensschaden	226
3. Ergebnis	227
§ 2: <i>Verbotsgesetzeigenschaft marktschützender Normen</i>	229
A. Verfassungs- und europarechtliche Vorgaben	229
I. Verfassungsrechtliche Vorgaben	230
1. Grundrechte und Staatszielbestimmungen als Verbotsgesetze	230
2. Schutzfunktion	231
a) Grundrechte	231
b) Sozialstaatsprinzip	232
II. Europarechtliche Vorgaben	233
1. Anwendung der Wertungen des Strukturprinzips der funktionalen Subjektivierung	233
a) Übertragung der Grundsätze der Entscheidungen Courage und Muñoz	234
b) Berücksichtigung der indirekten Kollisionslage	234
2. Ergebnis	236
III. Schlussfolgerungen	236
B. Allgemein zivilrechtliche Vorgaben	237
I. Tatbestandsstruktur	237
II. Ermittlung des Verbotsgesetzcharakters	239
1. Wortlaut	239
2. Gesetzgebungsmaterialien	240
a) Der Entwurf der zweiten Kommission	240
b) Analyse	241
3. Systematik und teleologische Aspekte	242
a) Adressatenzahl	242

b) Pönalisierung	244
c) Kein anderweitiges Erreichen des bezweckten Erfolges	245
d) Inhaltliches Verbot	246
e) Abschließende zivilrechtliche Rechtsfolgenanordnungen im Bankenaufsichtsrecht?	248
f) Zwischenergebnis	250
4. Systematisch-teleologische bereichsspezifische Bestimmung	252
a) Ausgangspunkt und Bestandsaufnahme	252
b) Normzweck des § 134 BGB	252
aa) Prärogative öffentlich-rechtlicher Wertungen	252
bb) Transformationsnorm ohne prärogative Wirkung	253
cc) Analyse und Konkretisierung	253
c) Funktionenschutz	255
aa) Ausgangslage und Einordnung in bestehende Verbotsgesetzsystematik	256
bb) Anwendung auf das Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht	257
d) Unmittelbarer rechtsgeschäftlicher Bezug	258
5. Ergebnis	259
III. Rechtsfolgen der Zuwiderhandlung gegen ein Verbotsgesetz	260
1. Bezugspunkt der Nichtigkeitsanordnung: Verpflichtungs- und Verfügungsgeschäft	262
2. Nichtigkeit und Funktionsfähigkeit	262
a) Kapitalmarktrecht	264
aa) Besonderheiten bzgl. Wertpapiertransaktionen	264
bb) Sachenrechtliche Wertungen	265
cc) Schlussfolgerungen	267
b) Bankenaufsichtsrecht	267
aa) Besonderheiten bzgl. Banktransaktionen	267
bb) Schlussfolgerungen	268
3. Nichtigkeit und Schutz der anderen Vertragspartei	268
4. Ergebnis	270
§ 3: Fazit	271
A. Verfassungs- und europarechtliche Grundlagen	271
I. Verfassungsrecht	271
II. Europarecht	272
III. Schlussfolgerung	272
B. Deliktsrecht und Schutzgesetzverletzung	273
I. Traditionelle Konkretisierungsversuche	273

II. Bereichsspezifische Bestimmung der Schutzgesetzeigenschaft . . .	274
III. Schlussfolgerungen	275
IV. Zusammenfassung der Ergebnisse der bereichsspezifischen Verortung in Thesenform	275
C. Verbotsgesetz	276
I. Traditionelle Systematisierungsversuche	276
II. Bereichsspezifische Bestimmung der Verbotsgesetzeigenschaft . .	277
III. Schlussfolgerungen	278
IV. Zusammenfassung der Ergebnisse der bereichsspezifischen Verortung in Thesenform	278
D. Konvergenzen und Divergenzen zwischen Schutz- und Verbotsgesetz	278
I. Divergenzen	278
II. Konvergenzen	280
1. Transformationsfunktion	280
2. Entwicklungsfunktion	281
3. Normdurchsetzungsfunktion	281
E. Ausblick	283
 Kapitel III: Individualschutz im Kapitalmarktrecht	 285
§ 1: Geschützte Rechtsgüter im Kapitalmarktrecht	286
A. Funktionenschutz	287
I. Normative Verortung	287
II. Ökonomische Verortung	289
1. Ökonomische Grundannahmen	290
a) Neoklassik versus Neue Institutionenökonomie	290
b) Neue Institutionenökonomie versus Behaviorismus	292
aa) Rationales oder irrationales Anlegerverhalten?	292
bb) Analyse	294
2. Kapitalmarktspezifische ökonomische Verortung	296
a) Institutionelle Funktionsfähigkeit	296
b) Operationelle Funktionsfähigkeit	298
aa) Spezifizierung der bei Marktteilnehmern anfallenden Kosten	299
bb) Analyse	300
(1) Publizitätsregime	300
(a) Freiwilligkeit versus Zwang zur Herstellung von Publizität	300
(b) Bestimmung des Publizitätspflichtigen	303

(2) Marktmissbrauchsregime	304
c) Allokative Funktionsfähigkeit	305
aa) Marktsegmente	307
(1) Primärmarkt	307
(2) Sekundärmarkt	307
(3) Zusammenhänge zwischen Primär- und Sekundärmarkt	309
bb) Informationseffizienz	310
(1) Kapitalmarkteffizienzhypothese	310
(2) Einwände bzgl. deren Tragfähigkeit	311
(3) Analyse	312
d) Corporate governance als Element des Funktionenschutzes?	315
aa) Bejahende Auffassung	315
bb) Corporate governace und Prinzipal-Agent-Theorie	316
cc) Markt für Unternehmenskontrolle	318
dd) Analyse	319
e) Finanzstabilität	320
aa) Postulat	320
bb) Analyse	320
B. Anlegerschutz	321
I. Institutioneller Anlegerschutz	323
II. Individueller Anlegerschutz	326
1. Herleitung des grundsätzlichen Individualschutzes	326
2. Persönlicher Schutzbereich der individualschützenden Komponente	328
a) Grundsätzliche kapitalmarktrechtliche Verortung	328
aa) Allgemeine Bestimmung	328
bb) Weitere kapitalmarktrechtliche Konkretisierung?	329
b) Sozialstaatliche bzw. verbraucherschutzrechtliche Verortung	331
aa) Sozialstaatliche und verbraucherschutzrechtliche Zielsetzungen	331
bb) Analyse	333
c) Primat des Schutzes der Informationshändler	334
aa) Herleitung	335
bb) Analyse	336
3. Sachlicher Schutzbereich der individualschützenden Komponente	338
III. Verhältnis des institutionellen Anlegerschutzes zum individuellen Anlegerschutz	343

C. Verhältnis von Anleger- und Funktionenschutz	345
I. Individualschutz kraft Verfassungsrechts	346
1. Herleitung	346
2. Analyse	348
II. Individualschutz als Mittel des Funktionenschutzes	349
1. Ausgangspunkt	349
2. Analyse	350
III. Schlussfolgerungen	352
§ 2: Primärmarktpublizität	355
A. Entwicklung der spezialgesetzlichen Prospekthaftung	356
B. Schutzzweck der spezialgesetzlichen Prospekthaftung	360
I. Funktionenschutz	361
1. Normative Verortung	361
2. Ökonomische Verortung	362
II. Anlegerschutz	363
1. Institutioneller Anlegerschutz	363
2. Individueller Anlegerschutz	364
a) Individualschützendes Moment	364
b) Sachlicher Schutzbereich	364
aa) Willensentschließungsfreiheit?	365
bb) Analyse	366
C. Anspruchsteller und Anspruchsgegner	369
I. Bestimmung des Anspruchstellers	369
II. Bestimmung des Anspruchsgegners	369
1. Anbieterhaftung nach § 9 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpPG	369
2. Prospektveranlasserhaftung nach § 9 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpPG	370
3. Außenhaftung der Organwalter?	371
a) Aus spezialgesetzlichen Vorschriften	371
b) Nach allgemeinem Deliktsrecht	373
aa) Mittäterschaftliche Haftung	373
bb) Teilnehmerhaftung	376
D. Rechtsfolge	378
I. Anspruchsinhalt	378
II. Friktionen mit der funktionenschützenden Komponente?	378
1. Herleitung	378
2. Rechtfertigungsansätze	380
E. Schlussfolgerungen	382

§ 3: Sekundärmarktpublizität	382
A. Ad-hoc-Publizität	384
I. Entwicklung der Ad-hoc-Publizität	384
II. Schutzzweck der Ad-hoc-Publizität	386
1. Funktionenschutz	386
a) Normative Verortung	386
b) Ökonomische Verortung	387
2. Anlegerschutz	389
a) Institutioneller Anlegerschutz	389
b) Individueller Anlegerschutz	390
aa) Pflicht zur Herstellung von Ad-hoc-Publizität	390
(1) Tradiertes Verständnis	390
(2) Änderung aufgrund Inkrafttretens der MAR?	392
(a) Rechtslage bis zum Außerkrafttreten der MAD	392
(b) Rechtslage seit Anwendbarkeit der MAR	393
bb) Schutzzweck der Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität nach den §§ 97 f. WpHG	395
(1) Geschütztes Rechtsgut	396
(a) Grammatisch-systematische Interpretation	398
(b) Historische Interpretation	400
(c) Teleologische Interpretation	401
(2) Ergebnis	405
III. Anspruchsteller und Anspruchsgegner	405
1. Bestimmung des Anspruchstellers	405
2. Bestimmung des Anspruchsgegners	406
a) Emittent	406
b) Organwalter	406
aa) Nach spezialgesetzlichen Vorschriften?	406
bb) Nach allgemeinem Deliktsrecht?	407
(1) Mittäterschaftliche Haftung	407
(2) Teilnehmerhaftung	407
IV. Rechtsfolge	408
B. Regelpublizität	409
I. Entwicklung der kapitalmarktrechtlichen Regelpublizität	409
II. Schutzzweck der kapitalmarktrechtlichen Regelpublizität	412
1. Funktionenschutz	412
a) Normative Verortung	412
b) Ökonomische Verortung	413
2. Anlegerschutz	414

a) Institutioneller Anlegerschutz	414
b) Individueller Anlegerschutz	415
(aa) Wortlaut	415
(bb) Entstehungsgeschichte	416
(1) Materialien	416
(2) Analyse	417
(cc) Systematik	418
(1) Individualschutz exklusiv über §§ 97 f. WpHG oder nur über spezialgesetzliche Anspruchsgrundlagen?	418
(2) Schutzzweckparallelität zwischen Regel- und Ad-hoc-Publizität?	419
(3) Parallele zu den handelsrechtlichen Buchführungs- und Offenlegungsvorschriften	420
(dd) Telos	422
(ee) Ergebnis	423
III. Anspruchsteller und Anspruchsgegner	423
1. Bestimmung des Anspruchstellers	423
2. Bestimmung des Anspruchsgegners	423
a) Haftung des Emittenten	423
b) Übertragbarkeit auf von § 114 Abs. 1 S. 1 WpHG ausgenommene Unternehmen?	424
c) Haftung der Organwalter	425
aa) Nach spezialgesetzlichen Vorgaben?	425
bb) Nach deliktsrechtlichen Vorgaben?	426
IV. Rechtsfolge	426
C. Beteiligungspublizität	427
I. Entwicklung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungspublizität	427
II. Schutzzweck der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungspublizität	430
1. Funktionenschutz	431
a) Normative Verortung	431
b) Ökonomische Verortung	432
2. Anlegerschutz	433
a) Institutioneller Anlegerschutz	433
b) Individueller Anlegerschutz	434
aa) Wortlaut	434
bb) Entstehungsgeschichte	435
(1) Materialien	435
(2) Analyse	436
cc) Systematik	437

(1) Schutzzweckparallelität mit den §§ 20 f. AktG?	437
(2) Umkehrschluss/Argumentum a fortiori aus § 26 Abs. 3 S. 1 WpHG?	439
dd) Telos	439
ec) Ergebnis	439
III. Anspruchsteller und Anspruchsgegner	439
1. Bestimmung des Anspruchstellers	439
2. Bestimmung des Anspruchsgegners	440
a) Haftung des Meldepflichtigen	440
b) Haftung der Organe des Meldepflichtigen	440
c) Daneben bestehende Haftung des Emittenten?	440
IV. Rechtsfolge	441
D. Schlussfolgerungen	441
I. Konvergenzen und Divergenzen innerhalb der funktionenschützenden Komponente	442
II. Individualschutz des Ad-hoc-Publizitätsregimes	444
III. Individualschutz der kapitalmarktrechtlichen Regel- und Beteiligungspublizität	445
§ 4: Marktverhaltensrecht	446
A. Insiderhandelsverbot	447
I. Entwicklung des Insiderhandelsverbots	447
II. Schutzzweck des Insiderhandelsverbots	452
1. Funktionenschutz	452
a) Normative Verortung	452
b) Allgemeine ökonomische Verortung	453
c) Einwände aus ökonomischer Warte	454
aa) Prinzipal-Agent-orientierter Ansatz	455
bb) Allokationseffizienz-orientierter Ansatz	456
cc) Ergebnis	458
2. Anlegerschutz	458
a) Institutioneller Anlegerschutz	458
b) Individueller Anlegerschutz	459
aa) Wortlaut	460
bb) Entstehungsgeschichte	461
(1) Materialien	461
(2) Analyse	462
cc) Systematik	463
(1) Ausgestaltung als abstraktes Gefährungsdelikt	463
(2) Eingeschränkter Anwendungsbereich	464

(3) Vergleich mit § 264a StGB	465
(4) Argumentum a fortiori aus § 26 Abs. 3 S. 1 WpHG/ ausschließlich öffentlich-rechtliche Normdurchsetzung	466
dd) Telos	467
ee) Ergebnis	467
III. Anspruchsteller und Anspruchsgegner	467
1. Bestimmung des Anspruchstellers	467
2. Bestimmung des Anspruchsgegners	468
IV. Rechtsfolge	469
1. Alleiniger Schaden der Informationshändler?	469
2. Teleologische Reduktion bei Verwendung negativer Insiderinformationen?	470
3. Berücksichtigungsfähigkeit von Reserveursachen?	471
a) Hypothetische Kausalität	472
aa) Hypothetische Verantwortlichkeit eines Dritten	473
bb) Schadensanlage	474
cc) Objekt- und Folgeschäden	476
b) Rechtmäßiges Alternativverhalten	478
aa) Tatbestandliche Anwendung der Fallgruppe	478
bb) Rechtsfolge der grundsätzlichen Anwendbarkeit	479
cc) Generelle Berücksichtigung	481
c) Ergebnis	481
V. Zivilrechtliche Unwirksamkeit bei Verstößen gegen das Insiderhandelsverbot	482
1. Tradierte Verortung	482
2. Bereichsspezifische Verortung	483
3. Konkrete entgegenstehende kapitalmarktspezifische Einwände?	484
a) Einwand der Unsicherheit am Kapitalmarkt sowie des Zufalls	485
b) Ermittlung des Vertragspartners	486
4. Rechtsfolge der Klassifikation als Verbotsgesetz	487
B. Marktmanipulation	488
I. Entwicklung des Verbots der Marktmanipulation	488
II. Schutzzweck des Marktmanipulationsverbots	491
1. Funktionenschutz	492
a) Normative Verortung	492
b) Ökonomische Verortung	492
2. Anlegerschutz	493
a) Institutioneller Anlegerschutz	493
b) Individueller Anlegerschutz	494

aa) Wortlaut	495
bb) Entstehungsgeschichte	495
(1) Rechtslage bis zur Anwendbarkeit der MAR	495
(2) Rechtslage seit Geltung der MAR	497
cc) Systematik	499
(1) Ausschließlich öffentlich-rechtliche Normdurchsetzung?	499
(2) Widerspruch zu § 26 Abs. 3 S. 1 WpHG und der Normierung von spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen im Kapitalmarktrecht?	500
(3) Konflikt mit den spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen im Kapitalmarktrecht?	501
(4) Prinzipielle gesetzgeberische Entscheidung gegen eine deliktische Haftung für reine Vermögensschäden?	502
dd) Teleologische Interpretation	503
ee) Ergebnis	503
III. Anspruchsteller und Anspruchsgegner	503
1. Bestimmung des Anspruchstellers	503
2. Bestimmung des Anspruchsgegners	504
IV. Rechtsfolge	504
V. Verbotsgesetzcharakter des Marktmanipulationsverbots	504
1. Tradiertere Verortung	504
2. Bereichsspezifische Verortung	505
3. Rechtsfolge der Klassifikation als Verbotsgesetz	505
C. Übernahmerechtliches Verhinderungsverbot	506
I. Entwicklung des übernahmerechtlichen Verhinderungsverbots	506
1. Vorläufer auf nationaler Ebene	506
2. Vorläufer auf europäischer Ebene	508
3. Das WpÜG von 2002	509
4. Die Übernahmerichtlinie von 2004	511
5. Evaluationsklausel der Übernahmerichtlinie	513
II. Schutzzweck des übernahmerechtlichen Verhinderungsverbots	513
1. Funktionenschutz	514
a) Normative Verortung	514
b) Allgemeine ökonomische Verortung	514
c) Einwände aus ökonomischer Warte?	517
2. Anlegerschutz	518
a) Institutioneller Anlegerschutz	518
b) Individueller Anlegerschutz	519

aa) Wortlaut	519
bb) Entstehungsgeschichte	520
(1) Materialien	520
(2) Analyse	520
cc) Systematische Interpretation	521
(1) Widerspruch zu spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen im WpÜG	522
(2) Friktion mit der Klassifikation als Organpflicht	522
dd) Teleologische Interpretation	524
ee) Ergebnis	524
III. Systematisch-teleologische Einwände gegen den Schutzgesetz- charakter des übernahmerechtlichen Verhinderungsverbots	524
IV. Klassifikation des übernahmerechtlichen Verhinderungsverbots	525
1. Wortlaut	526
2. Entstehungsgeschichte	526
a) Materialien	526
b) Analyse	527
3. Systematische Interpretation	528
a) Zusammenspiel des § 33 Abs. 1 mit § 33 Abs. 2 WpÜG?	528
b) Umkehrschluss aus anderen Kompetenznormen	529
c) Zwischenergebnis	529
4. Teleologische Interpretation	529
5. Ergebnis	530
V. Verbotsgesetzcharakter des übernahmerechtlichen Verhinderungsverbots	530
1. Tradierte Verortung	531
2. Bereichsspezifische Verortung	531
D. Schlussfolgerungen	532
I. Funktionen- und Anlegerschutz im Rahmen des Marktmissbrauchsrechts: Konvergenzen und Divergenzen	533
II. Funktionen- und Individualschutz des übernahmerechtlichen Verhinderungsverbots	535
§ 5: Fazit	537
A. Anleger- und Funktionenschutz im Kapitalmarktrecht	537
B. Regelungsmotiv des Anleger- und des Funktionenschutzes	538
I. Funktionenschutz	538
II. Institutioneller Anlegerschutz	541
III. Individueller Anlegerschutz	541

IV. Rolle des individuellen Anlegerschutzes	543
C. Konvergenzen und Divergenzen im haftungsbegründenden Tatbestand	545
I. Anspruchsteller	545
II. Anspruchsgegner	546
D. Konvergenzen und Divergenzen im haftungsausfüllenden Tatbestand	547
E. Konvergenzen und Divergenzen bei der Bestimmung des Verbotsgesetzcharakters	549
I. In abstracto	549
II. In concreto	549
F. Bilanz und Ausblick	550
 Kapitel IV: Individualschutz im Bankenaufsichtsrecht	 551
§ 1: Geschützte Rechtsgüter im Bankenaufsichtsrecht	552
A. Funktionenschutz	552
I. Institutionelle Funktionsfähigkeit	554
II. Operationelle Funktionsfähigkeit	555
1. Direktfinanzierung versus intermediärbasierte Finanzierung . .	556
2. Operationelle Funktionsfähigkeit und Bankenregulierung . . .	558
III. Allokative Funktionsfähigkeit	560
IV. Finanzstabilität	563
V. Corporate Governance	565
B. Einlegerschutz	566
I. Institutioneller Einlegerschutz	566
II. Individueller Einlegerschutz	569
1. Herleitung des grundsätzlichen Individualschutzes	570
2. Persönlicher Schutzbereich der individualschützenden Komponente	573
a) Leitbild eines rationalen oder eines irrationalen Einlegers .	573
b) Grundsätzliche Verortung	574
c) Sozialstaatliche Verortung des Einlegerbegriffes?	576
3. Sachlicher Schutzbereich der individualschützenden Komponente	578
III. Verhältnis des institutionellen zum individuellen Einlegerschutz	580
C. Verhältnis des Einlegerschutzes zum Funktionenschutz	581
I. Einlegerschutz kraft Verfassungsrecht	582
II. Individualschutz als Mittel des Funktionenschutzes	584
1. Grundsätzliche Zweckbestimmung	584

2. Fehlende Maßgeblichkeit des § 32 Abs. 1 KWG als Einwand?	585
3. Wirtschaftliche Wertlosigkeit zivilrechtlicher Ansprüche als Einwand?	587
III. Schlussfolgerungen	587
§ 2: Interne Organisationsvorgaben	590
A. Bonus-Cap	592
I. § 25a Abs. 5 S. 5 KWG in Gruppenkonstellationen	592
1. Hintergrund und zugrunde zu legende Konstellation	592
2. Auslegung des § 25a Abs. 5 S. 5 KWG	594
a) Grammatische Auslegung	594
b) Historische Auslegung	594
c) Systematische Auslegung	595
d) Richtlinien- und Unionsrechtskonforme Auslegung	596
aa) Interpretation der Richtlinie	597
(1) Wortlaut	597
(2) Systematik	597
(3) Telos	598
(4) Zwischenergebnis	599
bb) Einschränkungen aufgrund des Proportionalitätsprinzips?	600
cc) Einschränkungen durch Grundsätze des Europäischen Gesellschaftsrechts?	602
e) Ergebnis	603
II. Schutzzweck der Bonus-Cap-Anordnung	603
1. Funktionenschutz	604
a) Normative Verortung	604
b) Ökonomische Verortung	605
aa) „Klassische“ Verortung	606
bb) Bankimmanente Besonderheiten	607
2. Einlegerschutz	609
a) Institutioneller Einlegerschutz	610
b) Individueller Einlegerschutz	610
aa) Wortlaut	610
bb) Entstehungsgeschichte	611
(1) Materialien	611
(2) Analyse	612
cc) Systematik	613
(1) Parallele zum allgemeinen Gesellschaftsrecht	613
(a) Privates Verbandsrecht und Beteiligungsrecht der Gesellschafter	613

(b) Transfer auf das Bankenaufsichtsrecht	615
(2) Kollision mit speziellen Rechtsbehelfen des Verbandsrechts?	616
(a) Friktionen mit dem Beschlussmängelrecht?	617
(b) Friktionen mit der Rechtsnatur des Beschlussmängelrechts?	618
(3) Schlussfolgerungen	618
dd) Telos	619
III. Anspruchsteller und Anspruchsgegner	619
1. Bestimmung des Anspruchstellers	619
2. Bestimmung des Anspruchsgegners	620
IV. Rechtsfolge	621
V. Klassifikation des Bonus-Caps	621
1. Wortlaut	622
2. Materialien	622
3. Systematik	623
a) Aufsichtsrechtliche Verortung	623
b) Gesellschaftsrechtliche Verortung	623
4. Telos	625
5. Ergebnis	626
VI. Verbotsgesetzcharakter des Bonus-Caps	626
1. Tradierte Verortung	626
2. Bereichsspezifische Verortung	627
3. Konkrete Einwände aus dem Normumfeld	629
a) Entgegenstehende Wertungen in der CRD IV sowie der IVV?	629
b) Abschließende Rechtsfolgenanordnung im Bankenaufsichtsrecht?	630
aa) Wortlaut	630
bb) Materialien	631
cc) Systematik	632
4. Ergebnis	633
B. Ordnungsgemäße Geschäftsorganisation	633
I. Entwicklung der Vorgaben für eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation	633
II. Schutzzweck der Vorgaben für eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation	635
1. Funktionenschutz	636
a) Normative Verortung	636
b) Ökonomische Verortung	637

2. Einlegerschutz	637
a) Institutioneller Einlegerschutz	637
b) Individueller Einlegerschutz	637
aa) Wortlaut	638
bb) Entstehungsgeschichte	638
(1) Materialien	638
(2) Analyse	640
(3) Ergibt sich unter Rückgriff auf Leitlinien des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht ein anderes?	641
(4) Zwischenergebnis	643
cc) Systematik	643
(1) Rückgriff auf die allgemeine Zielsetzung des Bankenaufsichtsrechts	643
(2) Parallele zur Baustoff-Entscheidung	644
(a) Sachverhaltskonstellation	644
(b) Übertragbarkeit?	644
(3) Zwischenergebnis	646
dd) Telos	646
III. Verbotsgesetzcharakter	646
IV. Ergebnis	646
C. Regulatorisches Eigenkapital	646
I. Entwicklung der Vorgaben für das vorzuhaltende regulatorische Eigenkapital	646
II. Schutzzweck der Vorgaben für das vorzuhaltende regulatorische Eigenkapital	650
1. Funktionenschutz	650
a) Normative Verortung	650
b) Ökonomische Verortung	651
2. Einlegerschutz	653
a) Institutioneller Einlegerschutz	653
b) Individueller Einlegerschutz	654
aa) Wortlaut	654
bb) Entstehungsgeschichte	655
(1) Materialien	655
(2) Analyse	657
cc) Systematik	658
(1) Parallele zum kapitalgesellschaftsrechtlichen Eigenkapitalbegriff	658
(2) Übertragbarkeit auf den regulatorischen Eigenkapitalbegriff	660

(a) Konvergenzen	660
(b) Divergenzen	661
(c) Synthese	663
(d) Zwischenergebnis	664
dd) Telos	664
3. Ergebnis	665
III. Systematisch-teleologische Einwände gegen den Schutzgesetzcharakter der Vorgaben für das vorzuhaltende regulatorische Eigenkapital	665
IV. Ergebnis zum Schutzgesetzcharakter	665
V. Verbotsgesetzcharakter	665
D. Schlussfolgerungen	665
I. Funktionen- und Individualschutz der Vorgaben für eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation und für das vorzuhaltende regulatorische Eigenkapital: Konvergenzen und Divergenzen	666
II. Funktionen- und Individualschutz der Bonus-Cap-Regelung: Konvergenzen und Divergenzen zu den übrigen bankenaufsichtsrechtlichen Normen	667
§ 3: Externe Verhaltensvorgaben	668
A. Erlaubnisvorbehalt bzgl. des Erbringens von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen	669
I. Entwicklung des Erlaubnisvorbehalts	669
II. Schutzzweck des Erlaubnisvorbehalts	672
1. Funktionenschutz	672
a) Normative Verortung	672
b) Ökonomische Verortung	673
2. Einlegerschutz	674
a) Institutioneller Einlegerschutz	674
b) Individueller Einlegerschutz	675
aa) Wortlaut	675
bb) Entstehungsgeschichte	676
(1) Materialien	676
(2) Analyse	677
cc) Systematik	679
(1) Parallele zu anderen Erlaubnisvorbehaltstatbeständen	679
(2) Rückschlüsse bzgl. des bankenaufsichtsrechtlichen Erlaubnisvorbehalts	680
dd) Telos	681
3. Ergebnis	681

III. Anspruchsteller und Anspruchsgegner	681
1. Bestimmung des Anspruchstellers	681
2. Bestimmung des Anspruchsgegners	682
a) Institut	682
b) Geschäftsleiter	682
aa) Tradierte Auffassung	683
bb) Kritik	684
(1) Maßgeblichkeit des § 54 Abs. 1 Nr. 2 KWG?	684
(a) Allgemeine normstrukturelle Erwägungen	684
(b) Inhaltliche Erwägungen	685
(2) Eigenhändigkeit der Verletzung des § 32 Abs. 1 KWG?	686
(a) Allgemein deliktsrechtliche Erwägungen	687
(b) Allgemein kapitalgesellschaftsrechtliche Erwägungen	688
cc) Eigenverantwortlichkeit der Geschäftsleitung	690
(1) Entwicklung des Grundsatzes der Eigenverantwortlichkeit der Geschäftsleitung	691
(a) Auffassung des BAKred	691
(b) Reaktionen der Literatur	691
(2) Parallele zum strafrechtlichen Untreuetatbestand	693
(3) Herleitung und erste Konturierung des Grundsatzes der Eigenverantwortlichkeit der Geschäftsleitung	695
(a) Gesetzgebungsmaterialien	695
(b) Systematik	697
(c) Konturierung	699
(4) Übertragung auf den zivilrechtlichen Haftungstatbestand	700
(a) Vorüberlegungen	700
(b) Verknüpfung mit der individuell einlegerschützenden Komponente des Bankenaufsichtsrechts	701
(c) Verknüpfung mit Wertungen des Untreuestraftatbestandes	701
(d) Friktionen mit tragenden Grundsätzen des Kapitalgesellschaftsrechts?	702
dd) Ergebnis	704
IV. Rechtsfolge	705
V. Verbotsgesetzcharakter des Erlaubnisvorbehalts bzgl. des Erbringens von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen	705
1. Tradierte Verortung	705

a) Wirksamkeit	706
b) Differenzierung nach einzeltem Bankgeschäft bzw. einzelner Finanzdienstleistung	706
c) Unwirksamkeit	707
2. Bereichsspezifische Verortung	708
3. Konkrete entgegenstehende Einwände?	709
a) Differenzierung zwischen § 3 Abs. 1 und § 32 Abs. 1 KWG?	709
b) Telos des § 32 Abs. 1 KWG und zivilrechtliche Unwirksamkeit über § 134 BGB?	710
aa) Zweck der individuell einlegerschützenden Komponente	710
bb) Erhöhte Gefahr eines Vertrauensverlustes?	711
cc) Friktionen mit der funktionenschützenden Komponente	711
dd) Friktionen mit der individuell einlegerschützenden Komponente	712
4. Ergebnis	712
B. Trennbankengesetz	713
I. Inhalt des Trennbankengesetzes	713
II. Schutzzweck des Trennbankengesetzes	714
1. Funktionenschutz	715
a) Normative Verortung	715
b) Ökonomische Verortung	716
2. Einlegerschutz	719
a) Institutioneller Einlegerschutz	719
b) Individueller Einlegerschutz	720
aa) Wortlaut	721
bb) Entstehungsgeschichte	721
(1) Materialien	721
(2) Analyse	722
cc) Systematik	723
(1) Parallele zu den in § 3 Abs. 1 KWG verbotenen Geschäften	723
(a) Telos der Verbotstatbestände des § 3 Abs. 1 KWG	723
(b) Analyse	725
(2) Struktur des Verbotstatbestandes	726
(3) Zwischenergebnis	727
dd) Telos	727
3. Ergebnis	727
III. Anspruchsteller und Anspruchsgegner	728
1. Bestimmung des Anspruchstellers	728

2. Bestimmung des Anspruchsgegners	728
a) Institut	728
b) Geschäftsleiter	729
IV. Rechtsfolge	729
V. Verbotsgesetzcharakter	730
1. Verbotstatbestand	730
2. Tradierte Verortung	730
3. Bereichsspezifische Verortung	731
a) Mangelnde Überzeugungskraft der Verortung nach tradierten Kriterien	731
b) Anwendung der bereichsspezifischen Kriterien	732
aa) Verbotsgesetzcharakter	732
bb) Rechtsfolge	733
4. Ergebnis	734
C. Offenlegungspflichten	734
I. Entwicklung der Offenlegungspflichten	734
II. Schutzzweck der Offenlegungspflichten	736
1. Funktionenschutz	736
a) Normative Verortung	736
b) Ökonomische Verortung	737
2. Einlegerschutz	741
a) Institutioneller Einlegerschutz	741
b) Individueller Einlegerschutz	741
aa) Wortlaut	741
bb) Entstehungsgeschichte	741
(1) Materialien	741
(2) Analyse	744
cc) Systematik	745
(1) Parallele zu den Publizitätspflichten des Kapitalmarktrechts	745
(2) Analyse	746
(3) Zwischenergebnis	747
dd) Telos	747
3. Ergebnis	747
III. Anspruchsteller und Anspruchsgegner	748
1. Bestimmung des Anspruchstellers	748
2. Bestimmung des Anspruchsgegners	749
a) Institut	749
b) Geschäftsleiter	749

IV. Rechtsfolge	749
V. Verbotsgesetzcharakter	749
D. Schlussfolgerungen	750
I. Funktionen und Individualschutz des Erlaubnisvorbehalts und der Vorgaben des Trennbankengesetzes: Konvergenzen und Divergenzen	750
II. Funktionen- und Individualschutz der Offenlegungspflichten	752
§ 4: Fazit	754
A. Einleger- und Funktionenschutz im Bankenaufsichtsrecht	754
B. Regelungsmotiv des Einleger- und Funktionenschutzes	755
I. Funktionen- und institutioneller Einlegerschutz	755
II. Individueller Einlegerschutz	758
III. Rolle des Individualschutzes im Bankenaufsichtsrecht	760
C. Konvergenzen und Divergenzen im haftungsbegründenden Tatbestand	763
I. Anspruchsteller	763
II. Anspruchsgegner	763
D. Konvergenzen und Divergenzen im haftungsausfüllenden Tatbestand	764
E. Verbotsgesetzcharakter: Konvergenzen und Divergenzen	765
I. In abstracto	765
II. In concreto	766
 Kapitel V: Synthese und Normdurchsetzung	 769
§ 1: Konvergenzen und Divergenzen bzgl. des individualschützenden Elements	769
A. Konvergenzen	769
B. Divergenzen	771
I. Adverse selection und moral hazard	771
II. Passivlegitimation	773
1. Kapitalmarktrecht	773
2. Bankenaufsichtsrecht	775
a) Normative Herleitung des Grundsatzes der Eigenverantwortlichkeit	775
b) Ökonomische Herleitung des Grundsatzes der Eigenverantwortlichkeit	775
c) Potentielle Einwände aus rechtspraktischer wie ökonomischer Warte	777

aa) Lösung über das Innenhaftungsregime?	777
bb) Begründung einer Übermaßhaftung?	779
(1) Konstellation im allgemeinen Gesellschaftsrecht	779
(2) Übertragbarkeit?	780
3. Allokationselement	781
<i>§ 2: Perspektiven der Normdurchsetzung de lege lata</i>	782
A. Allgemein	782
B. Kapitalmarktrecht	784
C. Bankenaufsichtsrecht	786
I. Schadensersatz	786
1. Schadenshöhe	786
2. Entdeckungswahrscheinlichkeit	788
II. Vertragsnichtigkeit	789
<i>§ 3: Perspektiven der Normdurchsetzung de lege ferenda</i>	791
A. In abstracto	791
B. In concreto	794
I. Kapitalmarktrecht	794
II. Bankenaufsichtsrecht	796
1. Behördliche Durchsetzung zivilrechtlicher Ansprüche	796
2. Motivierung der Einleger zur Normdurchsetzung	798
 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse in Thesenform	803
<i>§ 1: Entwicklung des europäischen Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht</i>	803
<i>§ 2: Schutzgesetzeigenschaft und Verbotsgesetzcharakter</i>	804
<i>§ 3: Individualschutz im Kapitalmarktrecht</i>	806
<i>§ 4: Individualschutz im Bankenaufsichtsrecht</i>	809
<i>§ 5: Synthese und Normdurchsetzung</i>	812
 Dokumente und Materialien	815
Literaturverzeichnis	821
Sachregister	861