

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|-----|
| Vorwort | VII |
| Inhaltsübersicht | IX |
| 1. Teil: Einleitung | 1 |
| § 1 Untersuchungsgegenstand | 1 |
| I. Einführung in die Problematik..... | 1 |
| II. Terminologie und Abgrenzungen | 7 |
| 2. Teil: Grundlagen der Ad-hoc-Publizität und Informationshaftung .. | 9 |
| § 2 Genese und Entwicklung | 9 |
| I. Rechtlicher Rahmen..... | 9 |
| 1. Ad-hoc-Publizität gemäß Art. 17 Abs. 1 MAR | 10 |
| a) Regelungshistorie..... | 10 |
| b) Telos..... | 12 |
| c) Normstruktur..... | 14 |
| aa) Tatbestand | 14 |
| (1) Überblick | 14 |
| (2) Insbesondere: Kenntnisvorbehalt auf Leitungsebene .. | 15 |
| bb) Rechtsfolge..... | 18 |
| 2. Verwaltungs- und strafrechtliche Rechtsdurchsetzungs- | |
| instrumente | 19 |
| a) Finanzinstrumentsbezogene Maßnahmen | 19 |
| b) Organbezogene Maßnahmen | 19 |
| c) Emittentenbezogene Maßnahmen | 21 |
| 3. Zivilrechtliche Rechtsdurchsetzungsinstrumente..... | 22 |
| a) Informationshaftung gemäß §§ 97, 98 WpHG | 22 |
| aa) Regelungshistorie | 22 |
| bb) Telos | 23 |
| cc) Normstruktur | 24 |
| (1) Tatbestand..... | 24 |
| (a) Überblick | 24 |
| (b) Erneut: Kenntnisvorbehalt auf Leitungsebene ... | 25 |
| (2) Rechtsfolge | 26 |
| b) Sonstige Anspruchsgrundlagen: Insbesondere § 826 BGB | 27 |
| aa) Unwahre Ad-hoc-Mitteilung..... | 28 |
| bb) Unterlassene Ad-hoc-Mitteilung..... | 30 |

| | |
|---|-----------|
| II. Zeitliche Kontextualisierung des ad-hoc-rechtlichen Regelungsumfelds. | 33 |
| 1. Tiefgreifende Änderungen des Regelungskontexts. | 33 |
| a) Expandierendes Pflichtenprogramm und zunehmende Komplexität der Ad-hoc-Pflicht. | 34 |
| aa) Erweiterung des Normadressatenkreises. | 34 |
| bb) Erweiterung der offenzulegenden Informationen. | 34 |
| cc) Komplexitätssteigerung durch Selbstaufschub-System ... | 35 |
| dd) Erschwerung des Selbstaufschubs. | 36 |
| b) Haftungserweiternde Modifikationen in §§ 37b, 37c WpHG a.F. bzw. §§ 97, 98 WpHG | 37 |
| aa) Tatbestands- bzw. Rechtsdurchsetzungsebene. | 37 |
| bb) Rechtsfolgenebene. | 39 |
| c) Verstärkte kapitalmarktrechtliche Heranziehung des § 826 BGB. | 39 |
| d) Effektivierung öffentlich-rechtlicher Rechtsdurchsetzung. | 40 |
| aa) Erweiterung öffentlich-rechtlicher Sanktionsmöglichkeiten. | 40 |
| bb) Erhöhung institutioneller Schlagkraft. | 42 |
| 2. Ausbleibende Anpassung oder Überprüfung der §§ 97, 98 WpHG. | 44 |
| | |
| § 3 Regulierungstheoretische Annahmen und ökonomische Analyse .. | 45 |
| I. Transparenz und Kapitalmarkteffizienz. | 47 |
| 1. Kapitalmarkteffizienz als regulatorischer Schlüsselbegriff. | 48 |
| a) Kapitalmarkteffizienz als Bewertungsmaßstab der Funktionserfüllung. | 48 |
| b) Einzeldimensionen. | 49 |
| aa) Allokationseffizienz. | 49 |
| bb) Institutionelle Effizienz. | 50 |
| cc) Operationale Effizienz. | 51 |
| dd) Informationseffizienz. | 51 |
| ee) Fundamentalwerteffizienz. | 52 |
| 2. Konnex zwischen Transparenz und Kapitalmarkteffizienz I: Sicherstellung institutioneller Kapitalmarkteffizienz. | 53 |
| a) Grundgedanke: Adverse Selektion als Negativ-Paradigma (<i>market for lemons</i>) | 53 |
| b) Kapitalmarktrechtliche Kontextualisierung und Zielsetzung. | 54 |
| c) Regulatorische Implikationen für Ad-hoc-Pflicht. | 55 |
| 3. Konnex zwischen Transparenz und Kapitalmarkteffizienz II: Förderung informations- und fundamentalwerteffizienter Märkte (<i>ECMH</i>) | 56 |
| a) Aussagegehalt, Prämissen und wesentliche Argumentationslinien der <i>ECMH</i> | 56 |

| | | |
|-------------------------|--|----|
| b) | Insbesondere: Effizienz Zusammenhänge nach ECMH – allokative durch informationelle Effizienz | 59 |
| aa) | Zusammenhang zwischen Informations- und Fundamentalwerteffizienz | 59 |
| bb) | Zusammenhang zwischen Fundamentalwert- und Allokationseffizienz | 60 |
| c) | Kritik | 61 |
| aa) | Infragestellung durch verhaltensökonomische Erkenntnisse | 61 |
| (1) | Grenzen der Rationalität | 62 |
| (2) | Grenzen der Annahme sich ausgleichender Fehleinschätzungen | 63 |
| (3) | Grenzen des Arbitrage-Ausgleichsmechanismus | 63 |
| bb) | Bedenken gegenüber behaupteten Effizienz Zusammen- hängen | 65 |
| (1) | Gleichlauf von Informations- und Fundamental- werteffizienz nur bei Erwartungshomogenität unter informiert-rationalen Händlern | 65 |
| (2) | Dominant primärmarktbezogener Konnex zwischen Fundamentalwert- und Allokationseffizienz | 66 |
| 4. | Regulatorische Implikationen für Ad-hoc-Pflicht | 68 |
| II. | Haftung und Verhaltenssteuerung | 70 |
| 1. | Haftungsrechtsökonomische Effizienz als Konditionierung optimaler Vorsorge | 70 |
| a) | Zielvorgabe der gesamtgesellschaftlichen Nutzen- maximierung | 70 |
| b) | Vorsorgeoptimierung statt -maximierung als Maßstab effizienter Haftungsvorgaben | 71 |
| c) | Legislatorische Möglichkeiten zur Justierung des verhaltenssteuernden Impulses | 72 |
| 2. | Konkretisierung der Determinanten effizienter Haftungs- vorschriften | 74 |
| a) | Haftungswahrscheinlichkeit | 74 |
| aa) | Normbefolgungsklarheit | 74 |
| bb) | Haftungsspezifische Normelemente | 75 |
| cc) | Entdeckungs- und Verfolgungswahrscheinlichkeit | 75 |
| b) | Haftungshöhe | 76 |
| aa) | Umfang des ersatzfähigen Schadens | 76 |
| bb) | Regulatorischer Gesamtkontext | 77 |
| 3. | Regulatorische Implikationen für §§ 97, 98 WpHG | 77 |
| III. | Ökonomische Bewertung des Regelungskomplexes | |
| Ad-hoc-Publizität | | 77 |
| 1. | Einführung und Problemaufriss: Ad-hoc-rechtlicher Diskurs zwischen „Weite“ und „Enge“ | 78 |

| | | |
|-----|---|----|
| a) | Allgemeinheit transparenzbezogener Vorteilerwägungen als konturarme „Weite“ | 78 |
| b) | Ausblendung der haftungsrechtlichen Normdurchsetzung als kontextlose „Enge“ | 80 |
| c) | Ad-hoc-Spezifika und informationshaftungsrechtliche Kontextualisierung als notwendige Analysekomponenten. ... | 81 |
| 2. | Ad-hoc-Publizität als komplexe Veröffentlichungspflicht. | 81 |
| a) | <i>Status quo</i> im Schrifttum. | 82 |
| b) | Identifikation ökonomisch differenzierungsstarker Ad-hoc-Spezifika | 83 |
| aa) | Tatbestandsvagheit und wertungsbedingte Komplexität. . | 83 |
| bb) | Imponderabilität | 84 |
| cc) | Signalwirkung und Marktvisibilität | 85 |
| dd) | Partielle Dispositionsbefugnis des Emittenten | 86 |
| 3. | Informationshaftung als tendenziell überabschreckendes Durchsetzungsinstrument | 87 |
| a) | <i>Status quo</i> im Schrifttum. | 88 |
| b) | Identifikation, Verknüpfung und theoretische Einbettung ökonomisch relevanter Spezifika der Informationshaftung ... | 88 |
| aa) | <i>Ex-ante</i> -Quantifizierung einer ausgeprägten Haftungswahrscheinlichkeit | 89 |
| (1) | Tatbestandliche Unsicherheitsparallelisierung mit Ad-hoc-Publizität | 89 |
| (2) | Beweislastinduzierte <i>de facto</i> -Absenkung der Haftungsschwelle durch §§ 97 Abs. 2, 98 Abs. 2 WpHG | 89 |
| (3) | Hohe Wahrscheinlichkeit der Anspruchsgeltendmachung | 91 |
| (4) | Persönliches ad-hoc-Haftungspotenzial für Vorstandsmitglieder im Innenverhältnis | 92 |
| (5) | Marginale Bedeutung des Haftungsausschlusses gemäß §§ 97 Abs. 3, 98 Abs. 3 WpHG | 92 |
| bb) | Potenzial bedeutender Haftungshöhen | 92 |
| (1) | Hohe Schadensvolumina | 92 |
| (2) | Kumulation aufsichtsrechtlicher Sanktionen und zivilrechtlicher Haftung | 93 |
| 4. | Ökonomische Analyse unter Anerkennung der normeigenen Spezifika | 94 |
| a) | Ad-hoc-Publizität und Kapitalmarkteffizienz-Dimensionen . | 94 |
| aa) | Institutionelle Effizienz | 94 |
| (1) | Verbesserung des „allgemeinen Marktvertrauens“ als konturarmer Referenzpunkt | 94 |
| (2) | Beschränkte Effektivierung der Insiderhandels-Prävention | 95 |
| bb) | Operationale Effizienz | 97 |

| | |
|---|-----|
| (1) Möglichkeit erhöhter Transaktionskosten im Markt-Saldo | 97 |
| (a) Ausbleibende Vorteile für Informationshändler.. | 97 |
| (i) Steigerung oder Stagnation statt Reduktion der Kosten..... | 97 |
| (ii) Potenzielle Erhöhung statt Reduktion des <i>Noise</i> -Risikos | 100 |
| (iii) Keine verhaltensbeeinflussende Senkung des Insiderisikos | 101 |
| (b) Abnehmende Kapitalmarktattraktivität aufgrund erheblicher Kosten für Emittenten..... | 101 |
| (2) Unwesentliche Auswirkungen auf Handelskosten bzw. Liquiditätsanbieter | 102 |
| cc) Informationseffizienz..... | 103 |
| (1) Entkopplung von Offenlegung und Publikationsanreizen des Emittenten bzw. Managements | 103 |
| (a) Positive Insiderinformationen..... | 104 |
| (b) Negative Insiderinformationen..... | 105 |
| (i) Signalisierungsgedanke..... | 105 |
| (ii) Besonderheiten der kapitalmarktrechtlichen Interaktion als <i>repeated game</i> | 107 |
| (2) Informationseinarbeitung bei Wirksamkeit des Insiderhandelsverbots | 108 |
| (3) Potenzial insuffizienter Informationsversorgung | 108 |
| (a) Risiko emittentenseitiger <i>Unterversorgung</i> mit relevanten Informationen..... | 108 |
| (b) Risiko emittentenseitiger <i>Übersversorgung</i> mit nicht relevanten Informationen..... | 109 |
| (c) Risiko eines sinkenden Informationsniveaus aufgrund abnehmender Suchanreize | 110 |
| dd) Fundamentalwerteffizienz..... | 111 |
| ce) Allokationseffizienz | 112 |
| b) Ad-hoc-Publizität und sonstige ökonomische Parameter..... | 113 |
| aa) <i>Corporate Governance</i> | 113 |
| (1) Dysfunktionalität sekundärmarktpreisbasierter Organüberwachung als generelle Relativierung des Ad-hoc-Nutzens | 113 |
| (2) Ausbleiben zusätzlicher Management-Disziplinierung | 115 |
| (a) Keine Effektivierung des Markts für Unternehmenskontrolle | 115 |
| (b) Keine Informationsdisziplinierung und Feedbacköffnung durch Sekundärmarktpreise | 116 |
| (3) Incentivierungsoptimierung nur bei ad-hoc-bedingter Verbesserung der Fundamentalwerteffizienz..... | 117 |
| bb) Unternehmerische Innovationen..... | 117 |

| | | |
|------------|--|------------|
| cc) | Sonstige <i>Stakeholder</i> -Interessen | 119 |
| (1) | Irrelevanz ad-hoc-publizierter Informationen für Gläubiger und Arbeitnehmer | 119 |
| (2) | Begrenzte konkurrentenseitige Verwertbarkeit von Ad-hoc-Meldungen | 119 |
| (3) | Tendenzielle Erhöhung staatlicher Rechtsfindungs- kosten | 120 |
| c) | Fazit: Ungewissheit über ökonomische Auswirkungen des Regelungskomplexes Ad-hoc-Publizität | 120 |
| § 4 | Rechtsvergleich | 121 |
| I. | Vereinigte Staaten von Amerika | 122 |
| 1. | Ad-hoc-vergleichbare Veröffentlichungspflichten | 122 |
| a) | Bundesgesetze und Regelungen der SEC | 122 |
| aa) | Sec. 13(a) Securities Exchange Act 1934 und Rule 13a-11.. | 122 |
| bb) | Regulation FD | 123 |
| cc) | Rule 10b-5 | 124 |
| b) | Börsenreglements | 125 |
| 2. | Durchsetzung der ad-hoc-vergleichbaren Veröffentlichungs- pflichten | 125 |
| a) | Aufsichts- und strafrechtliche Maßnahmen | 126 |
| b) | Zivilrechtliche Haftung: Zentrale Bedeutung der Rule 10b-5 | 126 |
| aa) | Maßgebliche Verhaltensanknüpfungspunkte: Eng umgrenzte Haftung in Unterlassungskonstellation | 127 |
| (1) | Falschdarstellung | 127 |
| (2) | Unterlassung | 128 |
| (a) | Ausgangspunkt: Unterlassungshaftung nur bei Vorliegen einer Veröffentlichungspflicht | 128 |
| (b) | Rule 10b-5 selbst als haftungsbewehrte Offenlegungspflicht | 128 |
| (c) | Ungeklärtes Haftungspotenzial bei Verletzung sonstiger SEC-Rules durch Unterlassen | 129 |
| (i) | Rechtsprechung | 129 |
| (ii) | Rechtsansicht der SEC und normierte <i>safe harbors</i> | 131 |
| bb) | Verschulden: Haftung nur für vorsätzliche Verstöße | 132 |
| cc) | Haftungsbegründende Kausalität: Beweiserleichterungen durch <i>fraud-on-the-market-theory</i> | 134 |
| dd) | Begrenzung des ersatzfähigen Schadens durch Sec. 21D(e)(1) SEA | 135 |
| ee) | Fünfjährige Ultimoverjährung | 137 |
| ff) | Hohe Durchsetzungswahrscheinlichkeit und <i>pre-trial discovery</i> -Risiken | 137 |

| | |
|---|-----|
| II. Vereinigtes Königreich..... | 138 |
| 1. Regelung der Ad-hoc-Publizität: Gleichlauf zum unionsrechtlichen Pendant | 139 |
| 2. Durchsetzung der Ad-hoc-Pflicht | 139 |
| a) Aufsichts- und strafrechtliche Instrumente | 139 |
| b) Zivilrechtliche Haftung: Sec. 90A iVm Schedule 10A FSMA. . | 142 |
| aa) Tatbestandsmäßige Anknüpfungspunkte | 143 |
| bb) Verschulden: Differenzierung nach tatbestandlicher Handlung – Vorsatz als „Mindestschwelle“ | 143 |
| cc) Strenge Kausalitätsanforderungen: „Vernünftiges“ Vertrauen des Anlegers..... | 145 |
| dd) Weitgehender Ausschluss sonstiger Ansprüche | 147 |
| | |
| § 5 Unionsrechtliche Haftungsvorgaben | 148 |
| I. Generelle Pflicht zum <i>private enforcement</i> aus dem Effektivitätsgrundsatz? | 149 |
| 1. Ausgangspunkt: Funktionale Subjektivierung im <i>vertikalen</i> Verhältnis | 150 |
| 2. Vereinzelt Erstreckung der Rechtsfigur auf <i>horizontales</i> Verhältnis in <i>Courage</i> , <i>Manfredi</i> und <i>Muñoz</i> | 151 |
| a) Teile des Schrifttums: Unionsrechtliche Haftungsanordnungspflicht bei erwarteter Durchsetzungseffektuiierung | 151 |
| b) Ausnahmecharakter der funktionalen Subjektivierung im horizontalen Verhältnis | 153 |
| aa) Fragmentarik und mangelnde Verallgemeinerbarkeit der EuGH-Judikate | 153 |
| (1) Divergierende Bestimmung der Anspruchsberechtigung..... | 154 |
| (2) Uneinheitlichkeit der inhaltlichen Anforderungen an zivilrechtliche Durchsetzung | 155 |
| (3) Erkennbares Bestreben kontextueller Engführung durch den EuGH | 156 |
| bb) Unbedingte Wirkungsmaximierung als defizitäres Verständnis des <i>effet utile</i> | 158 |
| (1) Notwendige Relativität des <i>effet utile</i> -Kriteriums im Rahmen teleologischer Argumentation..... | 159 |
| (2) „Institutionelles Gleichgewicht“ als zusätzliche Grenze pauschaler Wirkungsmaximierung | 161 |
| | |
| II. <i>Effet utile</i> und zivilrechtliche Normdurchsetzung im allgemeinen Kontext der MAR. | 162 |
| 1. Vorab: Alleinige Maßgeblichkeit der <i>Muñoz</i> -Entscheidung | 163 |
| 2. Divergierende Regelungstiefe der Normdurchsetzung | 164 |
| 3. Unterschiedliche Begrenzbarkeit der Anspruchsberechtigten und Schadensersatzhöhen | 165 |

| | |
|--|-----|
| III. Privatrechtliche Effektivierung und <i>effet utile</i> im besonderen Kontext der Ad-hoc-Pflicht | 166 |
| 1. Pflichtenpräzision als unionsrechtlich maßgebliche Voraussetzung zivilrechtlicher Normdurchsetzung | 166 |
| 2. Keine Etablierung subjektiver Rechte durch Art. 17 Abs. 1 MAR . | 168 |
| a) Unklarheit der Voraussetzungen subjektiver Rechte im horizontalen Verhältnis | 169 |
| b) Lediglich unspezifische Ausrichtung auf allgemeinen Anlegerschutz in Art. 17 MAR. | 171 |
| | |
| 3. Teil: Ableitungen | 175 |
| § 6 Normeffektivierung unter Unsicherheit | 175 |
| I. Normspezifische Ermittlung optimaler Rechtsdurchsetzung | 176 |
| II. Rechtsdurchsetzung und prinzipienbasierte Regulierung | 177 |
| 1. Exemplifizierung: Ad-hoc-Publizität und <i>private enforcement</i> ... | 178 |
| a) Rekapitulation und Gesamtschau | 178 |
| b) Regulatorische Implikationen – Reformansätze | 179 |
| 2. Dysfunktionalität des <i>private enforcement</i> bei generalklauselartiger Marktregulierung | 180 |
| 3. Zweckmäßigkeit des <i>public enforcement</i> im Kontext prinzipienbasierter Aufsichtsnormen | 183 |
| a) Möglichkeit rechtssicherer <i>ex-ante</i> -Normkonkretisierung ... | 184 |
| b) Gemeinwohlgebundene Sanktionsflexibilisierung | 184 |
| aa) Koppelung von Durchsetzung und Sanktionswürdigkeit. | 184 |
| bb) Verfassungsrechtliche Garantie verhältnismäßiger Sanktionierung | 185 |
| c) Kompetenz- und Reaktionsvorteile gegenüber zivilgerichtlicher Normkonkretisierung und -durchsetzung. | 185 |
| d) Konzeptionelle Schärfungen. | 186 |
| aa) Korruptionsproblem: Unabdingbarkeit behördeninterner <i>Compliance</i> -Systeme. | 186 |
| bb) Anreizproblem: Erfordernis abschreckender aufsichtsbehördlicher Sanktionen | 187 |
| cc) Informationsproblem: <i>Whistleblower</i> -Systeme zur Einbeziehung privater Informationen | 188 |
| | |
| Zusammenfassung | 191 |
| Literaturverzeichnis | 213 |
| Sachverzeichnis | 227 |