

Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einleitung	17
I. Einführung	17
II. Ziel der Arbeit und Eingrenzung des Themas	19
III. Gang der Darstellung	20
§ 2 Der Einfluss von Informationen auf den Börsenkurs	21
I. Die Kapitalmarkteffizienzhypothese	21
II. Effizienzparadoxon und Relative Informationseffizienz	22
III. Empirische Befunde	23
IV. Behavioral Finance	23
§ 3 Europarechtliche Vorgaben	28
§ 4 Haftung gemäß §§ 37b, 37c WpHG	31
I. Rechtsnatur der Haftung	31
II. Haftungsadressaten	31
1. Inlandsemittenten	31
2. Zum Handel zugelassene Finanzinstrumente	32
a) In den regulierten Markt einbezogene Finanzinstrumente	32
b) Im Freiverkehr gehandelte Wertpapiere	32
c) Anwendung der §§ 37b, 37c WpHG ab Stellung des Zulassungsantrags	33
III. Informationspflichtverletzung	34
1. Unterlassen der Veröffentlichung einer Insiderinformation, § 37b WpHG	34
a) Unterlassen	34
b) Insiderinformation, die den Emittenten unmittelbar betrifft	35
aa) Konkrete Information über Umstände	35
bb) Fehlende öffentliche Bekanntheit	45
(1) Relevanter Personenkreis	45
(2) Einhaltung der Form und Verbreitung auf sonstige Weise	52
cc) Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung	56
(1) Sichtweise eines verständigen Anlegers	56
(2) Berücksichtigung bei der Anlageentscheidung	60
dd) Unmittelbares Betreffen	65
c) Auslegung des Begriffes „unverzüglich“ und Beweislast- verteilung	66

d) Unterlassene Berichtigung	68
2. Veröffentlichung einer unwahren Insiderinformation, § 37c WpHG.....	69
a) Mitteilung über erfundene Umstände	69
b) Unzutreffende Informationen über tatsächlich bestehende Umstände	70
c) Veröffentlichungspflichtigkeit der Information im Fall ihrer Wahrheit	70
aa) Die Verbreitung öffentlich bekannter unwahrer Informationen	71
bb) Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung	71
cc) Unmittelbares Betreffen	74
IV. Anspruchsberechtigte	74
1. Aktivlegitimierte Erwerber, §§ 37b Abs. 1 Nr. 1, 37c Abs. 1 Nr. 1 WpHG	74
a) Erwerb nach der Unterlassung bzw. der Veröffentlichung	74
b) Inhaberschaft beim Bekanntwerden	75
c) Bekanntwerden	75
aa) Relevanter Personenkreis	75
bb) Art und Weise der Veröffentlichung	76
cc) Zeitpunkt oder Zeitraum	79
dd) Bekanntwerden der Unrichtigkeit	85
2. Aktivlegitimierte Veräußerer im Falle einer Unterlassung, § 37b Abs. 1 Nr. 2 WpHG	85
a) Erwerb vor dem Entstehen der Insiderinformation	86
b) Veräußerung nach der Unterlassung	90
3. Aktivlegitimierte Veräußerer im Falle einer unwahren Insiderinformation, § 37c Abs. 1 Nr. 2 WpHG.....	91
4. Transaktionserfordernis.....	91
5. Ausschluss der Anleger, die in der Desinformationsphase Finanzinstrumente erwerben und auch wieder verkaufen (in-and-out-trader)	91
6. Anleger, die Finanzinstrumente in der Desinformationsphase verkaufen und wieder kaufen	96
7. Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten des veröffentlichenden Emittenten	96
V. Schaden und Kausalität	97
1. Schaden.....	97
a) Wortlaut	98
b) Entstehungsgeschichte.....	100
c) Systematik	104
aa) Vergleich mit der Schadensregelung der §§ 44, 45 BörsG..	104
bb) Ausgestaltung der Anspruchsberechtigung in den §§ 37b, 37c WpHG	105

(1) Der Ausschluss der Anleger, die Finanzinstrumente in der Desinformationsphase kaufen und wieder verkaufen	105
(a) Vertragsabschlussschaden bei in-and-out-tradem ..	106
(b) Vergleich mit den §§ 44, 45 BörsG	112
(2) Transaktionserfordernis	116
(3) Hintergrund der Beschränkung des Kreises der Anspruchsberechtigten	117
d) Schutzzweck der Norm	119
aa) Bedeutung der Sekundärmarktpublizität für die Anlageentscheidung	119
bb) Schutzzweck der §§ 15, 37b, 37c WpHG	122
cc) Unterscheidung nach Art und Inhalt der Ad-hoc-Mitteilung	131
e) Rückabwicklung bei „Näheverhältnis“	137
2. Kausalität zwischen der Informationspflichtverletzung und dem Schaden	137
a) Wortlaut	139
b) Die Existenz der §§ 37b Abs. 3, 37c Abs. 3 WpHG	140
c) Verzicht auf die Transaktionskausalität bedeutet keinen Verzicht auf die haftungsbegründende Kausalität	142
d) Materialien zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz	142
e) Schutzzweck der Norm	145
f) Vergleich mit den §§ 44, 45 BörsG	146
g) Gefahr missbräuchlicher Anlagestrategien	148
h) Irrelevanz des hypothetischen Anlegerverhaltens	148
i) Redaktionsversehen in § 37c WpHG	149
j) Keine Übertragung der auf die „fraud-on-the-market-theory“ gestützten Vermutung	151
k) Ergebnis	154
3. Haftungsbegründende Kausalität und haftungsausfüllende Kausalität	154
4. Beweiserleichterungen hinsichtlich der Preiskausalität	157
5. Der Kursdifferenzschaden	158
a) Zeitpunkt der Entstehung des Kursdifferenzschadens/Anforderungen im Rahmen der haftungsausfüllenden Kausalität	159
aa) Erfordernis einer Kursreaktion bei der Aufdeckung	160
bb) Die Entscheidung Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo ..	161
cc) Der bei den §§ 37b, 37c WpHG durchzuführende Vermögensvergleich	162
dd) Alternativ denkbare Vermögensvergleiche	165
ee) Bedeutungsverlust als Fall der überholenden Kausalität ..	166
ff) Bedeutungsverlust nur Realisierung eines allgemeinen Marktrisikos	168

gg) Anknüpfung an die Entzerrung und Anreize zur Manipulation	170
hh) Ergebnis	171
b) Skandalschaden und Kursfolgeschaden	171
c) Schäden durch irrationale Marktreaktionen	176
aa) Platzen einer Blase	176
bb) Irrationale Bewertung der Information	176
d) Die Ermittlung des Kursdifferenzschadens	177
aa) Vergleichsindexmethode	178
bb) Ereignisstudien	178
cc) Schadensberechnung bei Anomalien	180
dd) Übertragung der absoluten oder der prozentualen Kursveränderung	182
ee) Beweislast hinsichtlich der haftungsausfüllenden Kausalität	183
ff) Schadensermittlung im Musterverfahren	183
e) Vorteilsausgleichung	184
aa) Anleger, die Finanzinstrumente kaufen und dann wieder verkaufen	185
(1) Fälle des „zu teuren“ Erwerbs	185
(2) Fälle des „zu billigen“ Verkaufs	190
bb) Anleger, die Finanzinstrumente verkaufen und dann wieder kaufen	191
VI. Haftung von Organen und Dritten	192
1. Teilnehmerhaftung von Organen	192
2. Teilnehmerhaftung von außenstehenden Dritten	193
VII. Verhältnis der §§ 37b, 37c WpHG zu anderen Anspruchsgrundlagen ..	194
§ 5 Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung	197
§ 6 Haftung von Organen und Emittenten wegen Verletzung eines Schutzgesetzes, § 823 Abs. 2 BGB	199
I. § 15 WpHG	199
II. § 20a WpHG	200
1. Rechtsprechung und herrschende Literaturansicht	200
2. Argumente für die Schutzgesetzzeigenschaft	202
3. Stellungnahme	202
III. 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG	204
IV. 264a StGB	204
V. 263 StGB	205
§ 7 Haftung des Vorstandes gemäß § 826 BGB und des Emittenten gemäß §§ 826, 31 BGB	207
I. Tatbestand	207
1. Sittenwidriges Verhalten	207

a) Bewusste Verbreitung von Fehlinformationen	209
b) Leichtfertig abgegebene Fehlinformationen	212
c) Sittenwidrigkeit bei unterlassener Information	213
d) Bedeutung der Information	215
2. Sittenwidrige Schädigung	220
a) Schädigung durch Beeinflussung des Transaktionspreises	221
aa) Die Auffassung des BGH	221
bb) Die herrschende Meinung in der Literatur: Abstellen auf die Preiskausalität	223
cc) Diskussion und Stellungnahme	224
(1) Lehre vom Schutzzweck der Norm/Relativität der Sittenwidrigkeit	224
(2) Verhältnis zu den §§ 37b, 37c WpHG	228
(3) Rolle des § 826 BGB im deliktsrechtlichen Haftungssystem	231
(4) Probleme bei der Anwendung des § 249 Abs. 1 BGB	232
(5) Anwendbarkeit der „fraud-on-the-market-theory“	233
(6) Transaktionskausalität bedeutet nicht völlige Abstandnahme von der Transaktion	234
b) Beeinträchtigung der Freiheit der Willensentschließung als Schaden	235
aa) Eignung der Lehre vom Schutzzweck der Norm zur Beschränkung von Rechtsfolgen	236
bb) Rechtsprechung des BGH zur Ad-hoc-Publizität: Keine Begrenzung der Rechtsfolgen	237
cc) Schutzzweckbestimmung des BGH	239
dd) Zwecke des § 15 WpHG/Verhältnis zu §§ 37b, 37c WpHG	240
ee) Begrenzung des Haftungsumfanges wegen des beschränkten Informationsgehaltes einer Ad-hoc-Mitteilung	242
ff) Einwand der verfehlten Privilegierung informierter Anleger	245
c) Haftungsbegründende Kausalität	246
aa) Unmittelbare oder mittelbare Willensbeeinflussung	246
bb) Kausalität zwischen Informationspflichtverletzung und Schaden, Abgrenzung zwischen haftungsbegründender und haftungsausfüllender Kausalität	252
d) Beweiserleichterungen bei der haftungsbegründenden Kausalität	260
aa) Analoge Anwendung des § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG	261
bb) Anscheinsbeweis	262
cc) Anlagestimmung	262
(1) Die Figur der Anlagestimmung	263

(2) Meinungsbild zur Übertragbarkeit der Figur der Anlagestimmung	265
(3) Diskussion	268
(a) Anscheinsbeweis bezüglich der Preisbeeinflus- sung	268
(b) Anscheinsbeweis bezüglich der Willensbeeinflus- sung	269
dd) Übertragbarkeit der „fraud-on-the-market-theory“	274
ee) Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens	276
ff) Beweiserleichterung bei bürgerlich-rechtlicher Prospekt- haftung	278
gg) Anscheinsbeweis bei der Anfechtung gemäß § 123 BGB ..	279
e) Vernehmung des Klägers nach § 448 ZPO	280
f) Verkaufsfälle	281
II. Rechtsfolge	281
1. Anspruchsinhalt in Erwerbsfällen	281
a) Unmöglichkeit der Naturalrestitution	282
b) Problem der Abwälzung des allgemeinen Marktrisikos	283
c) Analoge Anwendung des § 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG	285
d) Haftungsbegrenzung durch Anwendung des § 251 Abs. 2 S. 1 BGB	286
e) Berücksichtigung des hypothetischen Alternativverhaltens	289
aa) Anlage in andere Finanzinstrumente	289
bb) Anlage in Finanzinstrumente der gleichen Art zu anderen Bedingungen	291
2. Anspruchsinhalt in Verkaufsfällen	293
3. Wahlrecht zwischen Rückabwicklung und Differenzschaden	293
a) Die Minderungsrechtsprechung des BGH	293
b) Übertragbarkeit der Minderungsrechtsprechung auf die Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität	296
III. Unterlassene Transaktionen und Behandlung der in-and-out-trader bei § 826 BGB	299
1. Halteentscheidungen von Altanlegern	299
a) Einbeziehung von Halteentscheidungen	300
b) Mittelbare Willensbeeinflussung	303
c) Kein Ersatz von Skandalschaden und Kursfolgeschaden bei fehlender Beeinträchtigung der Willensbildung	304
2. Potentielle Anleger	305
3. Anleger, die während der Desinformationsphase Wertpapiere kaufen und verkaufen (in-and-out-trader)	306
a) Relativität der Sittenwidrigkeit	306
b) Vorteilsausgleichung	307
aa) Vorteilsausgleichung bei Rückabwicklung	307

bb) Vorteilsausgleichung bei Geltendmachung des Kursdifferenzschadens	308
IV. Haftung des Emittenten gemäß §§ 826, 31 BGB	309
§ 8 Schadensersatzregelung de lege ferenda	310
I. Kritik an einer umfassenden Emittentenhaftung für Anlegerschäden ..	310
1. Überabschreckung	310
2. Missbrauchsgefahr	313
3. Überkompensation	314
II. Verzicht auf ein gesondertes Wesentlichkeitserfordernis bei § 37c WpHG	323
III. Haftungsbegründende Kausalität	324
IV. Transaktionserfordernis	325
V. Einbeziehung aller in-and-out-trader	327
1. Behandlung von in-and-out-tradern in den USA	329
2. Handhabbarkeit der Haftungstatbestände	331
VI. Schadenspauschalierung	334
§ 9 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse in Thesen	338
Literaturverzeichnis	344
Stichwortverzeichnis	359