

# Inhaltsübersicht

<b>Inhaltsverzeichnis</b>	15
<b>Abkürzungsverzeichnis</b>	25
<b>Einleitung</b>	33
<b>§ 1: Ziel und Gang der Untersuchung</b>	34
<b>§ 2: Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes</b>	37
<b>Erster Teil: Information und Corporate Governance</b>	41
<b>§ 1: Die Corporate Governance-Debatte</b>	41
A. Unternehmens(leiter)kontrolle (Corporate Governance)	41
B. Die These der Trennung von Eigentum und Herrschaft	45
C. Voice und Exit - interne und externe Corporate Governance	47
D. Die Bedeutung von Information für die externe Corporate Governance	50
<b>§ 2: Der Ausgangspunkt für eine Informationsphilosophie im europäischen Recht</b>	52
A. Verankerung des Informationsmodells im Primärrecht	54
B. Die Urteile des Europäischen Gerichtshofs - eine Informationsphilosophie	55
C. Das Informationsmodell im europäischen Sekundärrecht	61
<b>Zweiter Teil: Ökonomische Grundlagen</b>	75
<b>§ 1: Information als Untersuchungsgegenstand der Ökonomie</b>	76
A. Die Bedeutung von Information für Märkte	76
	11

B. Die Bedeutung von Information für individuelle Entscheidungsprozesse (Behavioral Finance)	80
C. Erforderlichkeit einer gesetzlichen Informationsregulierung	82
<b>§ 2: Mikroökonomische Theorien der Unternehmung</b>	90
A. Managerialismus	90
B. Principal-agent-Theorie	92
C. Transaktionskostentheorie	95
D. Property Rights-Theorie	97
E. Ökonomische Theorie, Shareholder Value-Ansatz und Kapitalmarktorientierung der Corporate Governance	100
<b>§ 3: Ökonomische Konzepte zur Lösung des principal-agent-Konflikts</b>	101
A. Die einzelnen externen Steuerungs- und Kontrollmechanismen	103
B. Kritik an den ökonomischen Konzepten zur Lösung des principal-agent-Konflikts	111
C. Schlussfolgerungen	124
<b>§ 4: Die Kapitalmarkteffizienzhypothese</b>	125
A. Annahmen der Kapitalmarkteffizienzhypothese	126
B. Kritik an den Annahmen der Kapitalmarkteffizienzhypothese	130
<b>§ 5: Bewertung des zweiten Teils und Folgerungen für den Fortgang der Untersuchung</b>	138
 <b>Dritter Teil: Rechtliche Analyse des deutschen Modells der Unternehmens(leiter)kontrolle</b>	 141
<b>§ 1: Die Entwicklung des deutschen Modells der Unternehmens(leiter)kontrolle aus historischer Perspektive</b>	141
A. Die Entwicklung der Unternehmens(leiter)kontrolle bis 1945	142
B. Die Entwicklung der Unternehmens(leiter)kontrolle in der Bundesrepublik Deutschland	148
C. Die Entwicklung der Unternehmens(leiter)kontrolle seit Erlass des Aktiengesetzes 1965	151

<b>§ 2: Interne Unternehmens(leiter)kontrolle</b>	194
A. Kontrollmechanismen der internen Corporate Governance	194
B. Kontrolldefizite der internen Corporate Governance	209
<b>§ 3: Externe Unternehmens(leiter)kontrolle</b>	218
A. Information als Regelungsinstrument - Das Informationsmodell	219
B. Schlussfolgerungen des Dritten Teils	263
 <b>Vierter Teil: Analyse des rechtlichen Rahmens zur Durchsetzung und Kontrolle der (Kapitalmarkt-)Informationen</b>	 265
<b>§ 1: Instrumente zur Durchsetzung der primären Informationspflichten</b>	266
A. Die Abschlussprüfung als Instrument zur Durchsetzung der primären Informationspflichten	267
B. Die staatliche Aufsicht als Instrument zur Durchsetzung der primären Informationspflichten	270
C. Das Strafrecht als Instrument zur Durchsetzung der primären Informationspflichten	272
D. Die zivilrechtliche Haftung als Instrument zur Durchsetzung der primären Informationspflichten	274
<b>§ 2: Die Haftung für fehlerhafte (Kapitalmarkt-)Informationen</b>	283
A. Allgemeine tatbestandsübergreifende Probleme der Kapitalmarktinformationshaftung	283
B. Die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen	305
C. Die Haftung für fehlerhafte Rechnungslegungsinformationen	336
D. Die Haftung für fehlerhafte Zwischenberichte	351
E. Die Haftung für Falschinformation des Kapitalmarkts nach § 161 AktG	356
F. Die Haftung für fehlerhafte Angaben im Rahmen der Übernahmepublizität	363
G. Bewertung des Haftungskonzepts de lege lata	365
H. Überlegungen zu dem Haftungskonzept de lege ferenda	372

<b>§ 3: Abschließende Bewertung des rechtlichen Rahmens zur Durchsetzung und Kontrolle der (Kapitalmarkt-)Informationen</b>	380
<b>Schlussbetrachtung</b>	383
<b>Literaturverzeichnis</b>	387

# **Inhaltsverzeichnis**

<b>Abkürzungsverzeichnis</b>	25
<b>Einleitung</b>	33
<b>§ 1: Ziel und Gang der Untersuchung</b>	34
<b>§ 2: Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes</b>	37
<b>Erster Teil: Information und Corporate Governance</b>	41
<b>§ 1: Die Corporate Governance-Debatte</b>	41
A. Unternehmens(leiter)kontrolle (Corporate Governance)	41
B. Die These der Trennung von Eigentum und Herrschaft	45
C. Voice und Exit - interne und externe Corporate Governance	47
D. Die Bedeutung von Information für die externe Corporate Governance	50
<b>§ 2: Der Ausgangspunkt für eine Informationsphilosophie im europäischen Recht</b>	52
A. Verankerung des Informationsmodells im Primärrecht	54
B. Die Urteile des Europäischen Gerichtshofs - eine Informationsphilosophie	55
I. Cassis de Dijon	56
II. Centros, Überseering und Inspire Art	57
III. Würdigung	59
C. Das Informationsmodell im europäischen Sekundärrecht	61
I. Rechtsangleichung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht	62
II. Aktionsplan	67
<b>Zweiter Teil: Ökonomische Grundlagen</b>	75
<b>§ 1: Information als Untersuchungsgegenstand der Ökonomie</b>	76
A. Die Bedeutung von Information für Märkte	76
	15

B.	Die Bedeutung von Information für individuelle Entscheidungsprozesse (Behavioral Finance)	80
C.	Erforderlichkeit einer gesetzlichen Informationsregulierung	82
I.	Informationsproduktion durch Marktmechanismen	82
1.	Signaling	82
2.	Screening	83
II.	Grenzen der Eigenregulierung der Märkte	84
1.	Marktversagen aufgrund von Informationsasymmetrien	84
2.	Negative Drittwirkungen	86
3.	Informationskosten	86
4.	Anreize zu eigennützigem Verhalten	88
5.	Informationswert und Informationsqualitätsrisiko	89
<b>§ 2:</b>	<b>Mikroökonomische Theorien der Unternehmung</b>	<b>90</b>
A.	Managerialismus	90
B.	Principal-agent-Theorie	92
C.	Transaktionskostentheorie	95
D.	Property Rights-Theorie	97
E.	Ökonomische Theorie, Shareholder Value-Ansatz und Kapitalmarktorientierung der Corporate Governance	100
<b>§ 3:</b>	<b>Ökonomische Konzepte zur Lösung des principal-agent-Konflikts</b>	<b>101</b>
A.	Die einzelnen externen Steuerungs- und Kontrollmechanismen	103
I.	Der Kapitalmarkt als Kontrollinstrument	103
1.	Der Primärmarkt	103
2.	Der Sekundärmarkt	104
II.	Der Markt für Unternehmenskontrolle	105
1.	Wirkungsweise	105
2.	Management-Wettbewerb	107
III.	Der Arbeitsmarkt für Manager	108
IV.	Der Güter- und Dienstleistungsmarkt	110
B.	Kritik an den ökonomischen Konzepten zur Lösung des principal-agent-Konflikts	111
I.	Einwände gegen die disziplinierende Wirkung des Kapitalmarktes sowie des Marktes für Unternehmenskontrolle	111
1.	Die Grenzen der Marktdisziplinierung	112
2.	Kostenintensität	114
3.	Empire Building und Hybris Hypothese	114
4.	Zerschlagung der Zielgesellschaft (asset stripping)	116
5.	Würdigung	118

II.	Einwände gegen die disziplinierende Wirkung des Arbeitsmarkts für Manager	120
III.	Einwände gegen die disziplinierende Wirkung des Güter- und Dienstleistungsmarkts	123
C.	Schlussfolgerungen	124

#### **§ 4: Die Kapitalmarkteffizienzhypothese** 125

A.	Annahmen der Kapitalmarkteffizienzhypothese	126
I.	Die verschiedenen Varianten der Kapitalmarkteffizienzhypothese	127
1.	Schwache Variante	128
2.	Halb-strenge Variante	129
3.	Strenge Variante	129
B.	Kritik an den Annahmen der Kapitalmarkteffizienzhypothese	130
I.	Ablehnung der strengen Variante - Anerkennung der schwachen Variante	131
II.	Die halb-strenge Variante	131
1.	Anomalien und Volatilität	132
2.	„Noise“ und die Rationalität der Kapitalmarktteilnehmer	133
3.	Ineffizienzen und das Informationsparadoxon	135
4.	Würdigung	136

#### **§ 5: Bewertung des zweiten Teils und Folgerungen für den Fortgang der Untersuchung** 138

### **Dritter Teil: Rechtliche Analyse des deutschen Modells der Unternehmens(leiter)kontrolle** 141

#### **§ 1: Die Entwicklung des deutschen Modells der Unternehmens(leiter)kontrolle aus historischer Perspektive** 141

A.	Die Entwicklung der Unternehmens(leiter)kontrolle bis 1945	142
I.	Die Anfänge des Aktienrechts	142
II.	Die Entwicklung des Aktienrechts und der Unternehmens(leiter)kontrolle nach Ende des Konzessionssystems	144
1.	Die Aktienrechtsnovellen von 1870 und 1884	144
2.	Das Börsengesetz von 1896	146
3.	Das Aktienrecht seit der Verabschiedung des HGB bis 1945	147
B.	Die Entwicklung der Unternehmens(leiter)kontrolle in der Bundesrepublik Deutschland	148
I.	Die Reformbewegung	148
II.	Das Aktiengesetz von 1965	149

C. Die Entwicklung der Unternehmens(leiter)kontrolle seit Erlass des Aktiengesetzes 1965	151
I. Die „Krise der Aktiengesellschaft“	153
II. Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz und das Wertpapierhandelsgesetz	154
III. Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts	156
IV. Die kleine Aktienrechtsreform 1998	157
1. Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich	157
2. Das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz	162
V. Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz	163
VI. Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz	168
VII. Die Entwicklung der Corporate Governance-Bewegung in Deutschland	170
1. Die Regierungskommission Corporate Governance	171
2. Die Umsetzung der Vorschläge der Regierungskommission Corporate Governance - Die Kodex-Kommission und das Transparenz- und Publizitätsgesetz	176
a) Der Corporate Governance-Kodex der Cromme-Kommission	176
b) Das Transparenz- und Publizitätsgesetz	179
c) Zusammenfassung	181
VIII. Anlegerschutzverbesserungsgesetz	182
IX. Gesetze zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie	183
X. Bilanzrechtsreformgesetz – Abschlussprüferaufsichtsgesetz – Bilanzkontrollgesetz	185
XI. Das Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen	187
XII. Weiterentwicklung der Haftung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern	188
XIII. Das Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (BilMoG)	189
XIV. Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung	191
XV. Resümee	192
<b>§ 2: Interne Unternehmens(leiter)kontrolle</b>	<b>194</b>
A. Kontrollmechanismen der internen Corporate Governance	194
I. Leitungsorgane	195
1. Der Vorstand (board)	195
a) Das monistische Modell	196
b) Das dualistische Modell	197
2. Der Aufsichtsrat	199
3. Konvergenz von monistischer und dualistischer Leitungsstruktur	201
II. Die Rolle der Hauptversammlung	203



III. Die interne Rolle der Abschlussprüfung	206
IV. Die interne Rolle der Rechnungslegung	208
B. Kontrolldefizite der internen Corporate Governance	209
I. Kontrolldefizite der Leitungsorgane	210
II. Kontrolldefizite der Hauptversammlung	213
III. Kontrolldefizite von Abschlussprüfung und Rechnungslegung	214
IV. Würdigung	217
<b>§ 3: Externe Unternehmens(leiter)kontrolle</b>	<b>218</b>
A. Information als Regelungsinstrument - Das Informationsmodell	219
I. Die Internationalisierung der Kapitalmärkte als treibende Kraft informationsorientierter Corporate Governance	220
1. Kapitalmarktrecht und Aktienrecht	221
2. Die Internationalisierung der Kapitalmärkte	223
II. Information, Publizität, Transparenz - Eine Abgrenzung	227
III. Information als Instrument der Marktregulierung	228
1. Die informierte Anlegerentscheidung und die Effizienz des Kapitalmarktes als Ziel (pricing function)	228
2. Gläubigerschutz	231
IV. Information als Instrument der Corporate Governance (governance functions)	232
1. Verhaltenssteuerungsfunktion	232
a) Selbststeuerungsfunktion	232
b) Fremdsteuerungsfunktion	233
2. Durchsetzungsfunktion	235
3. Risikosenkungsfunktion	236
4. Risikozuweisung als Nebenfunktion	236
V. Informationsprinzipien	237
1. Wesentlichkeit	237
2. Verständlichkeit und Einheitlichkeit	240
3. Rechtzeitigkeit	242
4. Wahrheit und Vollständigkeit	243
VI. Informations- und Transparenzvorschriften im Aktien-, Kapitalmarkt- und Rechnungslegungsrecht und ihr modellbildendes Zusammenspiel	244
1. Informationssysteme der börsennotierten Aktiengesellschaft	245
a) Information im Aktienrecht	245
b) Information im Handels- und Rechnungslegungsrecht	245
(1) Die Rolle der Rechnungslegung bei der externen Corporate Governance	246
(2) Die Rolle der Abschlussprüfung bei der externen Corporate Governance	247
c) Information im Kapitalmarktrecht	249

2.	Die modellbildende Verbindung der drei Informationssysteme	250
a)	Die Verbindungen zwischen Rechnungslegungs- und Kapitalmarktrecht	250
b)	Die Verbindungen zwischen Aktien- und Kapitalmarktrecht	251
c)	Die Verbindungen zwischen Aktien- und Rechnungslegungsrecht	253
3.	Veranschaulichung des Informationsmodells im Übernahmerecht	253
a)	Primäre Informationsregeln im Übernahmerecht	254
b)	Sekundäre Informationsregeln im Übernahmerecht	255
c)	Entscheidungsfähigkeit und Entscheidungsfreiheit der Adressaten der Information	257
d)	Die modellbildenden Verbindungen des Übernahmerechts mit dem Aktien- und Kapitalmarktrecht	260
VII.	Fazit - Die „Dualfunktion“ von Informationsvorschriften im Rahmen der Corporate Governance	262
B.	Schlussfolgerungen des Dritten Teils	263

## **Vierter Teil: Analyse des rechtlichen Rahmens zur Durchsetzung und Kontrolle der (Kapitalmarkt-)Informationen** 265

<b>§ 1:</b>	<b>Instrumente zur Durchsetzung der primären Informationspflichten</b>	<b>266</b>
A.	Die Abschlussprüfung als Instrument zur Durchsetzung der primären Informationspflichten	267
B.	Die staatliche Aufsicht als Instrument zur Durchsetzung der primären Informationspflichten	270
C.	Das Strafrecht als Instrument zur Durchsetzung der primären Informationspflichten	272
D.	Die zivilrechtliche Haftung als Instrument zur Durchsetzung der primären Informationspflichten	274
I.	Die Steuerungsfunktion der zivilrechtlichen (Informations-)Haftung	276
1.	Kompensatorische Wirkung	277
2.	Präventive Wirkung	278
a)	Verhaltenssteuerung durch Haftung	278
b)	Grenzen der Präventivfunktion	280
II.	Vereinbarkeit einer Informationshaftung mit den Zielen des Kapitalmarktrechts	282

<b>§ 2: Die Haftung für fehlerhafte (Kapitalmarkt-)Informationen</b>	<b>283</b>
A. Allgemeine tatbestandsübergreifende Probleme der Kapitalmarktinformationshaftung	283
I. Schaden	284
1. Vertragsabschlussschaden oder Kursdifferenzschaden	285
2. Wortlaut und Systematik	286
3. Schutzzweck	288
4. Verteilung der allgemeinen Kapitalmarktrisiken	290
5. Fazit	292
II. Schadensberechnung	293
III. Haftungsbegründende Kausalität	296
1. Transaktionskausalität - Preisverfälschungskausalität	297
2. Beweiserleichterungen im Bereich der Transaktionskausalität	298
3. Fazit: Kausalitätsvermutung aufgrund der Kapitalmarkteffizienzhypothese	300
IV. Anspruchsgegner	302
V. Emittentenhaftung und aktienrechtliche Kapitalerhaltung	303
B. Die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen	305
I. Die Haftung der Gesellschaft nach den §§ 37b, 37c WpHG	306
1. Informationspflichtverletzung	306
a) Insiderinformation mit unmittelbarer Emittentenbezug	306
b) Unterlassen der unverzüglichen Veröffentlichung einer Insiderinformation nach § 37b Abs. 1 WpHG	307
c) Veröffentlichung einer unwahren Insiderinformation nach § 37c Abs. 1 WpHG	308
(1) Problem der Beschränkung auf Mitteilungen über kursbeeinflussende Tatsachen	309
(2) Problem der öffentlichen Bekanntheit der Tatsache	310
2. Transaktionserfordernis	311
3. Verschulden	313
4. Weitere Anspruchsvoraussetzungen	314
II. Die Haftung der Gesellschaft wegen Verschulden bei Vertragsschluss	315
III. Die Haftung der Gesellschaft nach prospekthaftungsrechtlichen Grundsätzen	316
IV. Die Haftung nach deliktsrechtlichen Vorschriften	318
1. Keine Haftung nach § 823 Abs. 1 BGB	318
2. Die Haftung der Organmitglieder nach § 823 Abs. 2 BGB	319
a) Schutzgesetze	319
(1) § 15 WpHG als Schutzgesetz	320
(2) § 20a WpHG als Schutzgesetz	321
(3) § 400 AktG als Schutzgesetz	324
(4) §§ 263, 264a StGB als Schutzgesetze	325
b) Verschuldensmaßstab	327

c) Schaden und Kausalität	327
3. Die Haftung der Organmitglieder nach § 826 BGB	328
a) Sittenwidrigkeit	328
b) Vorsatz	331
c) Vorstandsinterne Verantwortlichkeit	333
d) Schaden und Kausalität	333
e) Transaktionserfordernis	334
4. Die Haftung der Gesellschaft nach §§ 826, 823 Abs. 2, 31 BGB	336
C. Die Haftung für fehlerhafte Rechnungslegungsinformationen	336
I. Die Haftung nach bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftungsgrundsätzen	337
II. Die Haftung nach §§ 37b, 37c WpHG analog	339
III. Die Haftung der Organmitglieder nach § 823 Abs. 2 BGB	340
1. Schutzgesetze	340
a) Rechnungslegungsvorschriften als Schutzgesetze	340
b) § 20a WpHG als Schutzgesetz	345
c) § 331 HGB als Schutzgesetz	345
d) § 400 AktG als Schutzgesetz	346
e) § 263, §264a StGB als Schutzgesetz	346
f) §§ 93, 91 AktG als Schutzgesetze	346
2. Verschuldensmaßstab	347
a) Vorsatz oder einfache Fahrlässigkeit	347
b) Grobe Fahrlässigkeit	349
3. Schaden und Kausalität	350
IV. Die Haftung der Organmitglieder nach § 826 BGB	351
V. Die Haftung der Gesellschaft nach §§ 823 Abs. 2, 826, 31 analog BGB	351
D. Die Haftung für fehlerhafte Zwischenberichte	351
I. Die Haftung der Organmitglieder nach § 823 Abs. 2 BGB	352
1. Schutzgesetze	352
a) § 40 BörsG als Schutzgesetz	353
b) Weitere Schutzgesetze	354
2. Sonstige Anspruchsvoraussetzungen	355
II. Die Haftung der Organmitglieder nach § 826 BGB	355
III. Die Haftung der Gesellschaft nach §§ 823 Abs. 2, 826, 31 BGB analog	355
E. Die Haftung für Falschinformation des Kapitalmarkts nach § 161 AktG	356
I. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung	356
II. Die Haftung der Organmitglieder nach § 823 Abs. 2 BGB	357
1. § 161 AktG	357
2. §§ 263, 264a StGB	359

3. § 331 HGB, § 400 AktG	360
III. Die Haftung der Organmitglieder nach § 826 BGB	361
IV. Die Haftung der Gesellschaft nach den §§ 37b, 37c WpHG	362
V. Die Haftung der Gesellschaft nach den §§ 823 Abs. 2, 826, 31 BGB analog	362
F. Die Haftung für fehlerhafte Angaben im Rahmen der Übernahmepublizität	363
I. Die Haftung nach § 12 WpÜG	363
II. Die Haftung nach §§ 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 264a StGB, 826 BGB	365
G. Bewertung des Haftungskonzepts de lege lata	365
I. §§ 37b, 37c WpHG	367
II. § 823 Abs. 2 BGB	369
III. § 826 BGB	370
IV. § 12 WpÜG	371
H. Überlegungen zu dem Haftungskonzept de lege ferenda	372
I. Notwendigkeit eines neuen Haftungstatbestands?	372
1. Appellfunktion und dogmatische Klarheit	372
2. Grobe Fahrlässigkeit als Haftungsschwelle	373
II. Persönliche Haftung der Organmitglieder?	374
<b>§ 3: Abschließende Bewertung des rechtlichen Rahmens zur Durchsetzung und Kontrolle der (Kapitalmarkt-)Informationen</b>	380
<b>Schlussbetrachtung</b>	383
<b>Literaturverzeichnis</b>	387