

Inhaltsverzeichnis

A. Einführung.....	15
I. Problemstellung	15
II. Gang und Ziel der Untersuchung.....	16
B. Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht	19
I. Allgemeine Bedeutung	19
II. Einordnung der unterschiedlichen Publizitätspflichten	20
III. Bedeutung und Befugnisse von ESMA	21
1. Aktueller Standpunkt von ESMA zur Insiderinformation nach MAR.....	22
2. Aktueller Standpunkt von der BaFin zur Insiderinformation nach MAR.....	23
IV. Bedeutung der MAR-Erwägungsgründe	24
C. Grundlage der heutigen gesetzlichen Regelung für gestreckte Sachverhalte.....	27
I. Kurzer historischer Rückblick.....	27
II. Gettl/Daimler Rechtsprechung	28
1. Sachverhalt.....	28
2. Gang der Instanzen.....	30
D. Ad-hoc-Publizitätspflicht bei gestreckten Sachverhalten	33
I. Tatbestandsmerkmale der Insiderinformation	33
1. Nicht öffentlich bekannte Information	34
a) Begriff der Öffentlichkeit.....	35
b) Maßnahmen der Veröffentlichung	36
c) Besondere Bedeutung bei gestreckten Verfahren	37
2. Präzise Information	37

a) Gegenwärtige und zukünftige Umstände und Ereignisse	38
aa) Stattgefundene Umstände und Ereignisse	39
(1) Tatsachen	39
(2) Werturteile	39
(3) Gerüchte	40
bb) Zukünftige Umstände und Ereignisse	41
cc) Harte und weiche Informationen	43
dd) Unterschiedliche Behandlung von gegenwärtigen und zukünftigen Ereignissen	44
b) Kursspezifität als Vorstufe zur Kursrelevanz	44
c) Verhältnis zur möglichen Kursbeeinflussung	46
aa) Trennung beider Elemente	47
bb) Zusammenschau beider Elemente	48
cc) Vermittelnde Ansicht	50
d) Stellungnahme	51
3. Erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial	52
a) Zeitpunkt der Beurteilung	53
b) Verständiger Anleger als Kriterium der Kursrelevanz	53
aa) Allgemeine Definitionen	55
(1) Börsenkundig-verständige Anleger	55
(2) Durchschnittlich-börsenkundige Anleger	56
(3) Durchschnittlich-vernünftige Anleger	57
(4) Stellungnahme	58
bb) Bewertungselemente der Kursrelevanz	60
(1) Sachbezogene Informationen	60
(2) Handelsbezogene Informationen	62
c) Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung	63
aa) Bagatellfälle	63
bb) Bestimmung der Erheblichkeit	63
(1) Quantitative Kriterien	64
(2) Qualitative Kriterien	64
(3) Stellungnahme	66
cc) „Probability/magnitude“-Test als Hilfe zur Bestimmung der Kurserheblichkeit	66

d) Perspektivwechsel bei Zwischenschritten als Insiderinformation.....	68
e) Kursbeeinflussungspotenzial von Gerüchten.....	70
f) Zwischenergebnis.....	71
4. Emittentenbezug.....	72
5. Zusammenfassung.....	72
II. Praxisbeispiele für zeitlich gestreckte Vorgänge.....	73
1. Zivilprozess als Praxisbeispiel.....	73
a) Statistische Relevanz.....	74
b) Prozessschritte.....	74
aa) Klagevorbereitung.....	75
bb) Klageerhebung.....	75
cc) Prozessverlauf.....	75
dd) Entscheidung.....	76
c) Rechtsmittel.....	76
d) Vergleich mit Verwaltungs- und Strafverfahren.....	77
e) Stellungnahme.....	77
2. Transfermarkt im professionellen Fußball.....	78
a) Zeitpunkt der Veröffentlichung.....	78
b) Umgang bei Falschmeldungen durch Dritte.....	79
aa) Aktives Dementi.....	79
bb) „No comment“-Policy.....	80
c) Stellungnahme.....	80
3. Anmeldung, Geltung und Ablauf von Patenten.....	81
a) Kriterien für eine eventuelle Kursrelevanz.....	81
aa) COVID-19-Impfstoffzulassung.....	83
bb) Informationen bereits öffentlich bekannt.....	83
cc) Reaktionen von ESMA und BaFin.....	84
dd) Stellungnahme.....	85
b) Umgang mit Rückschlägen.....	86
c) Geltung von Patenten.....	88
d) Ablauf von Patenten.....	89
4. M&A-Transaktionen.....	89
a) Phasen einer Fusion.....	90

aa) Initiale Phase	90
bb) Erste Kontaktaufnahme	91
cc) Letter of Intent (LOI)	91
dd) Non-Disclosure-Agreement (NDA)	92
ee) Due-Diligence	93
ff) Signing	94
gg) Kartellrechtliche Genehmigung	94
hh) Closing	95
ii) Post-M&A-Phase	95
b) Zusammenfassende Bewertung der Phasen nach BaFin und Schrifttum	95
c) Stellungnahme	97
d) Unterschiede zu Patentzulassungen	97
5. Veränderungen von Schlüsselpositionen in einem Unternehmen	98
a) Kursrelevante Personalentscheidungen	98
b) Weitere kursrelevante Umstände	100
6. Stellungnahme	101
7. Schlussfolgerungen für die Praxis	102
a) Umfassendere Stellungnahmen durch ESMA	102
b) Verwaltungsvorschriften häufiger aktualisieren	102
c) Beispieldkatalog erweitern	103
III. Haftungsfragen im Zusammenhang mit der Verletzung von Ad-hoc-Pflichten	103
1. Emittentenhaftung	103
a) Besondere Problembereiche bei gestreckten Vorgängen	104
aa) Erhöhte Sorgfaltspflicht	104
bb) Schadenshöhe	104
b) Zwischenergebnis	105
2. Persönliche Haftung der Organwalter	105
a) Rechtsgrundlage des § 826 BGB	106
b) Sittenwidrigkeit	107
aa) Bewusst unrichtige Auskunft	108

bb) Leichtfertige Fehlinformation	108
cc) Zusatzelement Eigennutz.....	109
dd) Sittenwidrige Schädigung durch Unterlassen.....	109
(1) Klagen von Hedgefonds gegen die Porsche SE	110
(a) Sachverhalt	111
(b) Pflichtverletzung der Vorstandsmitglieder am Beispiel Porsche SE	113
(c) Pflichtverletzung der Aufsichtsratsmitglieder am Beispiel VW AG	114
(2) Zwischenergebnis	115
c) Vorsatz	117
d) Schaden.....	119
aa) Naturalrestitution	119
(1) Modifizierte Naturalrestitution.....	120
(2) Allgemeines Marktrisiko	121
bb) Differenzschaden.....	122
(1) Abwärtsbewegung.....	123
(2) Aufwärtsbewegung.....	124
(3) Mittelwertbildung.....	124
cc) Stellungnahme.....	125
e) Kausalität.....	126
aa) Begriffsdefinition	126
bb) Beweislast.....	127
(1) Anscheinsbeweis	127
(2) Anlagestimmung.....	128
(a) Vergleich mit der Prospekthaftung	129
(b) Übertragung auf Ad-hoc- Falschinformationen	130
(c) Zwischenergebnis	132
(3) „Fraud-on-the-market-theory“	133
(4) Abhängigkeit von der Art der Schadensberechnung.....	135
cc) Stellungnahme.....	136
f) Mitverschulden.....	137
3. Zusammenfassung.....	137

4. Organwalterhaftung de lege ferenda	140
a) Contra Argumente	140
b) Pro Argumente	141
c) Stellungnahme.....	142
IV. Kollektiver Rechtsschutz für Kapitalanleger	142
1. Geltende Rechtslage in Deutschland	143
a) Möglichkeiten der Bewältigung von Massenverfahren	145
aa) Kapitalanleger-Musterverfahren	146
(1) Verfahrensablauf	146
(2) Bindungswirkung	147
(3) Vergleich.....	148
(4) Zwischenergebnis	148
bb) Musterfeststellungsklage.....	149
cc) Unterlassungsklage.....	149
dd) Streitgenossenschaft	150
ee) Prozessverbindung	152
b) Zwischenergebnis	152
2. Geltende Rechtslage in Europa.....	153
a) Anwendungsbereich	153
b) Richtlinie über Verbandsklagen zum Schutz der Kollektivinteressen der Verbraucher	154
3. Geltende Rechtslage in den USA.....	156
a) Bedeutung der „class action“	156
aa) Verfahrensablauf	157
(1) Zulassungsphase	157
(2) Entscheidungsphase	158
(3) Verteilungsphase	158
bb) Zwischenergebnis	159
b) Stellungnahme.....	159
4. Vorschläge zur geltenden Rechtslage in Deutschland de lege ferenda	160
a) Verhältnis vom KapMuG zu der Musterfeststellungsklage.....	161

b)	Gemeinsame Betrachtung von KapMuG-Reform und Richtlinienumsetzung	161
c)	Einstufige Entscheidung.....	162
d)	Entscheidung durch opt-out-Lösung.....	164
aa)	Verfassungsrechtliche Bedenken wegen Verletzung des rechtlichen Gehörs	165
bb)	Verfassungsrechtliche Argumente für ein opt-out aus Gründen eines effektiven Rechtsschutzes	167
cc)	„Spätes opt-in“ als Kompromiss.....	168
dd)	Rekurs auf das Problem der postmortalen Organspende	168
ee)	Stellungnahme.....	169
e)	Zielorientierte Klagebefugnis.....	170
aa)	Erweiterte Klagebefugnis.....	171
bb)	Stellungnahme.....	172
f)	Gerechte Finanzierung.....	173
g)	Örtliche Zuständigkeit	175
h)	Einzelaspekte der „class action“ als Reformvorbilder	176
aa)	„Discovery“	176
bb)	„Disclosure“	177
cc)	„Punitive Damages“	178
dd)	Erfolgshonorare	179
ee)	Richter oder Jury.....	181
5.	Stellungnahme zu den Reformvorschlägen.....	181
E.	Zusammenfassung der Untersuchung.....	185
I.	Materiell-rechtliche Entstehung der Publikationspflicht.....	185
II.	Zivilrechtliche Folgen bei Verletzung der Publikationspflicht.....	188
III.	Effektive Bewältigung von Massenverfahren.....	189
F.	Ergebnisse in Thesenform	193
G.	Literaturverzeichnis.....	195