

# Inhaltsübersicht

<i>Einleitung</i>	31
A. Anlass der Untersuchung	31
B. Gegenstand der Untersuchung	32
C. Gang der Untersuchung	33
 <i>Teil 1 – Phänomen des Empty Voting und Dogmatik des Kapitalprinzips</i>	35
1. Kapitel – <i>Empty Voting als phänomenologischer Anlass der Untersuchung</i>	35
A. Das Phänomen des Empty Voting	35
B. Perzeption des Empty Voting – Problemaufriss	104
C. Bewertung des Empty Voting im deutschen Recht	119
D. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung	154
2. Kapitel – <i>Dogmatik des Kapitalprinzips</i>	156
A. Die verbandsorganisationsrechtlichen Grundlagen – das Kapitalprinzip in der börsennotierten Aktiengesellschaft	156
B. Begutachtung des Stellenwerts des Kapitalprinzips	260
C. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung	341
 <i>Teil 2 – Potenzial von Treue- und Sorgfaltspflichten zur systemfunktionalen Kompensation des Kapitalprinzips</i>	343
A. Die unzulässige Rechtsausübung gemäß den beweglichen Stimmrechtsschranken	344
B. Lösungsansatz gesteigerter Sorgfaltspflichten bei fehlender Risikotragung	449
C. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung	476

<i>Teil 3 – Systemfunktionaler Ersatz durch das Konzept einer beteiligungsbezogenen Publizität</i>	477
<i>1. Kapitel – Grundlagen des Konzepts der beteiligungsbezogenen Publizität</i>	479
A. Einführung	479
B. Konzeptionelle Grundlagen der beteiligungsbezogenen Publizität	492
C. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung	592
<i>2. Kapitel – Dogmatische Einordnung der beteiligungsbezogenen Publizität</i>	593
A. Dogmatische Grundlagen der Beteiligungspublizität	593
B. Dogmatische Einbettung der beteiligungsbezogenen Publizität	743
<i>3. Kapitel – Leitlinien einer Ausgestaltung und Implementierung</i>	774
A. Normstrukturelle Konturierung – Kursrelevanz als zentraler Referenzpunkt	775
B. Implementierung und Rechtstechnik	931
<i>Ergebnisse</i>	<b>1056</b>
<i>Literaturverzeichnis</i>	<b>1077</b>

# Inhaltsverzeichnis

<i>Einleitung</i>	31
A. Anlass der Untersuchung	31
B. Gegenstand der Untersuchung	32
C. Gang der Untersuchung	33
<i>Teil 1 – Phänomen des Empty Voting und Dogmatik des Kapitalprinzips</i>	35
1. Kapitel – Empty Voting als phänomenologischer Anlass der Untersuchung	35
A. Das Phänomen des Empty Voting	35
I. Anekdotische Schilderung	36
1. Perry / Mylan	36
2. Lindner-Holding	40
3. Exar Corp. / GWA Investments	42
4. Laxey Partners / British Land	43
5. Henderson Land / Henderson Investment	45
6. Multi-Fineline / MFS Technology	46
7. Deutsche Börse / London Stock Exchange	47
II. Instrumente und ihre Funktionsweise	48
1. Wertpapierdarlehen	50
a) Vertragstypik – wirtschaftliche und rechtliche Risikoverteilung	51
aa) Wesentliche vertragliche Parameter	51
bb) Wahrnehmung mitgliedschaftlicher Rechte	54
b) Bedeutung und Einsatzzwecke des Wertpapierdarlehens	56
c) Marktsegmentierung und Entwicklungen	61
aa) Marktsegmentierung	61

bb) Jüngere Entwicklungen	65
d) Bewertung aus der Perspektive des Empty Voting	72
2. Vergleichbare Formen des Securities Lending	75
a) Vertragsstruktur, -dogmatik und Funktionsäquivalenz	76
b) Bewertung aus der Perspektive des Empty Voting	82
3. Finanzinstrumente / Derivate	85
a) Optionen	86
b) Forwards, (Single Stock) Futures	87
c) Equity Swaps	88
d) Contracts for Difference	91
4. Leerverkauf von Aktien	92
5. Record Date Capture	93
6. Related Non-Host Assets / Merger Arbitrage	95
III. Potenzial für das Empty Voting	96
1. Anlässe und Motive	97
2. Akteure	99
3. Rahmenbedingungen	101
 B. Perzeption des Empty Voting – Problemaufriss	104
I. Ausgangspunkt	104
II. Kategorisierung von Fallgruppen	107
1. Positive Risikobilanz	107
2. Neutrale Risikobilanz	108
3. Negative Risikobilanz	109
III. Bewertung aus der Corporate Governance-Perspektive	109
1. Effizienzsteigerungen im Corporate Governance- Verhältnis	110
2. Effizienzsteigerungen im Kontext von Übernahmen	113
3. Ausgleich von Risikopräferenzen durch Insider Decoupling	115
4. Bewertung	116
 C. Bewertung des Empty Voting im deutschen Recht	119
I. Konsentierter Ausgangspunkt: Einheitlichkeit der Mitgliedschaft und Kapitalprinzip	119
II. Bewertung de lege lata	121
1. Gesellschaftsrechtliche Bewertung	121
a) Abspaltungsverbot	122

b) § 405 Abs. 3 AktG	123
aa) Wertpapierdarlehen	124
bb) Finanzinstrumente	128
c) Stimmverbot nach § 136 Abs. 1 AktG	129
d) Verfolgung von Sondervorteilen, § 243 Abs. 2 AktG	130
e) Haftung aus § 117 AktG	133
f) Treuepflicht, Rechtsmissbrauch	135
g) Institutioneller Rechtsmissbrauch	137
h) Publizität über das Transparenzregister	138
2. Kapitalmarktrechtliche Bewertung	140
a) Insiderhandelsverbot	140
b) Kapitalmarktrechtliche Publizität und Übernahmerecht	143
aa) Wertpapierdarlehen	144
bb) Finanzinstrumente	146
cc) Leerverkäufe	148
III. Regelungsvorschläge de lege ferenda	150
1. Stimmrechtsbezogene Vorschläge	151
2. Satzungsdispositivität	152
3. Kapitalmarktpublizität	153
D. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung	154
 2. Kapitel – <i>Dogmatik des Kapitalprinzips</i>	156
A. Die verbandsorganisationsrechtlichen Grundlagen – das Kapitalprinzip in der börsennotierten Aktiengesellschaft	156
I. Die etablierte Dogmatik	156
1. Historie des Kapitalprinzips	157
a) Die Aktienrechtsreform 1884	157
b) Das AktG 1937	162
c) Das AktG 1965	170
d) Das KonTraG 1998	173
e) Zusammenfassung und Status Quo	175
2. Dogmatische Einordnung	178
a) Wertungsgrundlagen	178
aa) Privatnützigkeit und Privatautonomie	178
(1) Der weite Eigentumsbegriff und Grundlage für funktionales Verständnis	179

(2) Das funktionale Verständnis des Aktieneigentums	183
(3) Der Nexus zwischen Freiheit und Verantwortung und seine Ausprägung im Kapitalprinzip	188
(a) Der Nexus als Nukleus des verfassungsrechtlichen Eigentums	188
(b) Das Kapitalprinzip als Emanation des Nexus	192
(4) Funktionale Institutsgarantie des Aktieneigentums	198
(5) Bewertung	201
bb) Gerechtigkeit und Gleichbehandlung	203
cc) Aktionärsdemokratie	206
dd) Einheit von Herrschaft und Haftung	210
ee) Zusammenfassung	213
b) Funktionale Stellung im Verbandsorganisationsrecht	213
aa) Verhaltenssteuerung	214
(1) Ausrichtung auf das Formalziel der Aktiengesellschaft	215
(2) Mehrheitsprinzip	223
bb) Begründung von Systemvertrauen	225
(1) Einleitung – Präsumtion interessenkonformen Verhaltens und Richtigkeitsgewähr	225
(2) Vertrauen und Systemvertrauen	227
(a) Merkmale und Elemente	228
(b) Funktion der Komplexitätsreduzierung	230
(c) Systemvertrauen und Komplexitätsreduzierung	232
(d) Verhältnis von Vertrauen und Recht	236
(3) Das Kapitalprinzip als Funktionselement des Systemvertrauens	240
(a) Bedeutungsträger	242
(b) Bedeutungsinhalt	244
(c) Berechtigung des Systemvertrauens	247
II. Zusammenfassende Würdigung	247
1. Das Kapitalprinzip als Nukleus der Verbandssouveränität	248
a) Das Prinzip der Verbandssouveränität	248

b) Das Kapitalprinzip als Nukleus	253
2. Das Kapitalprinzip im Kontext funktionalen Rechtsdenkens	257
 B. Begutachtung des Stellenwerts des Kapitalprinzips	260
I. Herausforderungen der Begutachtung eines Funktionsverlustes	263
II. Begutachtung	269
1. Fungibilität als gordischer Knoten zwischen Verband und Markt	270
2. Dogmatische Entwicklung	275
a) Hinwendung zu einem hybriden Formalziel bei hybrider Aktionärstypologie	275
b) Wandelung der Dogmatik des Aktieneigentums	289
c) Minderheitenschutz durch Treuepflicht und materielle Beschlusskontrolle	299
d) Rechtsökonomische Beurteilung des Kapitalprinzips bzw. One Share / One Vote	301
e) Zusammenfassende Bewertung	307
3. Rechtstatsächliche Entwicklung	312
a) Apathie und Indolenz der Aktionäre	312
b) Zementierte Mehrheitsmacht und Konzernierung	322
c) Funktionsverlust der Hauptversammlung	326
d) Bedeutungsverlust des Eigenkapitalrisikos	335
III. Zusammenfassende Bewertung	338
1. Systemische Dysfunktionalität des Kapitalprinzips	338
2. Postulat einer adäquaten systemfunktionalen Kompensation	340
 C. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung	341
 <i>Teil 2 – Potenzial von Treue- und Sorgfaltspflichten zur systemfunktionalen Kompensation des Kapitalprinzips</i>	343
 A. Die unzulässige Rechtsausübung gemäß den beweglichen Stimmrechtsschranken	344
I. Einführung und methodische Herangehensweise	345

1. Einführung	345
2. Methodischer Ausgangspunkt und Überblick der folgenden Betrachtung	351
a) Das Problem der Konkretisierung für Empty Voting-Sachverhalte	351
b) Die methodische Lösung durch Evaluation auf einer intermediären Abstraktionsebene (Fallgruppenperspektive)	355
c) Überblick über die nachfolgende Untersuchung	359
II. Treuepflicht der Aktionäre	360
1. Inhalt der Treuepflicht	361
a) Einleitender Überblick	362
b) Konkretisierung des inhaltlichen Prüfungsmaßstabes	366
aa) Das Problem – Rechtskontrolle unter Gewährleistung von Entscheidungsfreiraumen	366
bb) Die erste Strömung – Übertragung bekannter Prüfungsmodelle	367
cc) Der Cantus Firmus	376
c) Kritik und Richtungentscheidung	378
aa) Einleitung	378
bb) Grundsatz der freien Stimmrechtsausübung im Verhältnis zu einer sorgfaltspflichtgemäßem Ausübung	379
cc) Maßgeblichkeit des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes	392
dd) Einordnung des Ergebnisses in anerkannte Unrechtskategorien	403
ee) Ergebnis: Treuepflicht als materielle Schranke der Stimmrechtsmacht	415
2. Behandlung von Empty Voting-Konstellationen	415
a) Aussagekraft der Empty Voting-Parameter	415
aa) Handlungsunrechtsbezug als unmittelbarer Aussagegehalt	416
(1) Das intellektuelle Element	417
(2) Das voluntative Element	420
bb) Erfolgsunrechtsbezug als mittelbarer Aussagegehalt	422
b) Zusammenfassung: Relevanz der Wertungen im Treuepflichtkonzept	424

aa) Ausnahmsweise Aussagekraft über objektive erhebliche Unverhältnismäßigkeit	424
bb) Relevanz für das Verschulden bei Schadensersatzansprüchen	424
c) Zwischenergebnis	425
3. Untauglichkeit der Treuepflicht zur systemfunktionalen Kompensation der verbandsrechtlichen Funktionen	426
<b>III. Rechtsmissbrauch</b>	<b>429</b>
1. Zweckwidrigkeit	429
2. Interesselosigkeit	431
3. Institutioneller Rechtsmissbrauch	432
a) Einführung	433
b) Empty Voting als institutioneller Rechtsmissbrauch / Missbrauch formaler Rechtsstellung	441
<b>IV. Zwischenergebnis</b>	<b>448</b>
 <b>B. Lösungsansatz gesteigerter Sorgfaltspflichten bei fehlender Risikotragung</b>	<b>449</b>
I. Dogmatisch-funktionale Komplementarität von Risikotragung und Sorgfaltspflicht	450
1. Komplementarität in ihrer Umgrenzungsfunktion für den Bereich mitgliedschaftlicher Einwirkung	450
2. Komplementarität der auf Vertrauen basierenden Funktionselemente	455
3. Rechtlicher Anknüpfungspunkt	459
II. Konturierungsansätze für eine Sorgfaltspflicht – Einführung in eine kritische Auseinandersetzung	459
<b>III. Kritische Bewertung der dogmatisch-funktionalen Komplementarität</b>	<b>464</b>
1. Dem verkehrskreisbezogenen Vertrauen entspringende Einwände	464
a) Das grundsätzliche Problem der vertrauensbezogenen Pflichtenkonkretisierung	464
b) Verschärfung des Problems durch dogmatische Neuakzentuierung des Verbandsrechts	466
c) Die Erkenntnis – Anknüpfung an untauglichen Funktionsmechanismus	467
2. Dem Gefährdungserfolg entspringende Einwände	468
a) Die rechtspraktische Erwägung einer untauglichen Durchsetzung der Sorgfaltspflichten	468

b) Die rechtsdogmatischen Erwägungen des Gefährdungsstadiums	471
aa) Der Einwand gerechter Risikoverteilung	471
bb) Keine Vergleichbarkeit mit der vorstandrechtlichen dualen Pflichtenbindung	472
3. Zwischenergebnis – Untauglichkeit einer Sorgfaltspflicht zur systemfunktionalen Kompensation	474
<b>C. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung</b>	<b>476</b>
<i>Teil 3 – Systemfunktionaler Ersatz durch das Konzept einer beteiligungsbezogenen Publizität</i>	477
<i>1. Kapitel – Grundlagen des Konzepts der beteiligungsbezogenen Publizität</i>	479
A. Einführung	479
I. Publizität im Untersuchungskontext	483
II. Funktionen von Publizitätspflichten	488
B. Konzeptionelle Grundlagen der beteiligungsbezogenen Publizität	492
I. Inhalt und Funktionsmechanismen	492
1. Funktionen und Deduktion tatbestandlicher Parameter	493
a) Systematischer Kontext und Erforderlichkeit der Neuausrichtung der Funktionselemente	493
b) Verhaltenssteuerung	494
aa) Neuausrichtung der Systemfunktion	494
(1) Neuausrichtung	494
(2) Deduktion subjektbezogener normstruktureller Parameter	498
(a) Kreis der Informationsverpflichteten – Investoren	498
(b) Kreis der Informationsadressaten – Publizität	499
bb) Informationsbasierte individuelle und kollektive Verhaltenssteuerung	501

(1) Mechanismus der Verhaltenssteuerung	501
(2) Deduktion objektbezogener normstruktureller Parameter	506
(a) Informationsrelevanz	506
(b) Beteiligungsbezug	509
c) Systemvertrauen	513
aa) Information zum Zwecke der Etablierung von Systemvertrauen	513
bb) Gewährleistung von Systemvertrauen durch die beteiligungsbezogene Publizität	517
(1) Bedeutungsinhalt	518
(2) Bedeutungsträger	518
d) Zwischenergebnis	520
2. Vorteilhaftigkeit der Funktionsmechanismen im Vergleich zu Treue- und Sorgfaltspflichten	521
3. Zusammenfassung	522
<b>II. Rechtstheoretische Einordnung als reflexiv-prozedurales Recht</b>	523
1. Rechtstheoretische Grundlagen	524
a) Das Konzept reflexiven / prozeduralen Rechts	524
b) Reflexion als Steuerungsprinzip und seine Rationalität	528
c) Ausprägungen reflexiv-prozeduralen Rechts	531
2. Die beteiligungsbezogene Publizität als Verrechtlichung realer reflexiver Prozesse	534
a) Allgemeines	534
b) Bedeutung im Aktien- und Unternehmensrecht	535
c) Verrechtlichung realer reflexiver Prozesse im Untersuchungszusammenhang	538
aa) Das Kapitalprinzip zwischen formalem, materialem und reflexiv-prozedurem Paradigma	538
bb) Die beteiligungsbezogene Publizität als Instrument reflexiv-prozeduralen Rechts	551
3. Reflexive Gestaltung des Prozesses der Rechtsgewinnung	564
a) Allgemeines	564
b) Konturen reflexiver Rechtsgewinnung	567
aa) Selbstregulierung	568

(1) Dichotomie der autonomen und heteronomen Selbstregulierung	568
(2) Einordnung der Pflicht zur beteiligungsbezogenen Publizität	571
bb) Konsentierte allgemeine Strukturelemente – Anforderungen an die beteiligungsbezogene Publizität	574
(1) Wissensakkumulation	575
(2) Simulation	576
(3) Partizipation	577
(4) Monitoring / Evaluation	578
(5) Revision	579
c) Optionen für die Implementierung des Konzepts als reflexives Recht	580
aa) Judikative – Generalklausel und Konkretisierung	581
bb) Exekutive – prinzipienbasierte Regulierung	587
4. Zwischenergebnis	592
<b>C. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung</b>	<b>592</b>
 <i>2. Kapitel – Dogmatische Einordnung der beteiligungsbezogenen Publizität</i>	 593
<b>A. Dogmatische Grundlagen der Beteiligungspublizität</b>	<b>593</b>
I. Die verbandsrechtliche Antike ohne Beteiligungspublizität	593
II. Das aktienrechtliche Mittelalter der Beteiligungspublizität	596
1. Hintergrund und Zweck der Regelung	596
2. Das (individuelle) Vertrauensprinzip als primärer Rechtsgrund	597
3. Rechtsfortbildungstendenzen auf Basis des Vertrauensprinzips bzw. der Treuepflicht	600
4. Systematische Einordnung	602
a) Die aktienrechtliche Beteiligungspublizität als Aktionärspublizität	603
b) Der auxiliare Charakter der Bekanntmachungspflicht	608
5. Resümierende Würdigung	610
III. Die kapitalmarktrechtliche Neuzeit der Beteiligungspublizität	611

1. Genese des Regimes und dualistischer Zweck aus Marktfunktions- und Anlegerschutz	611
2. Das dualistische Makroziel und ihm unterliegende Rechtsgründe	620
a) Der Marktfunktionsschutz	620
aa) Marktfunktionsschutz als Argumentationsreferenz	620
bb) Der wirtschaftstheoretische Hintergrund	623
(1) Marktfunktionen und Publizität	623
(2) Vom Modell der Neoklassik über die Neue Institutionenökonomie zur Behavioral Finance	626
cc) Erkenntnisgewinn für den Inhalt des informationellen Marktfunktionsschutzes	630
b) Der Anlegerschutz – zwischen individuellem und kollektivem Verständnis	634
aa) Inhalt des individuellen Anlegerschutzes und sein Verhältnis zum Marktfunktionsschutz	635
(1) Die Kontroverse um den Inhalt des individuellen und kollektiven Anlegerschutzes	635
(2) Die Kontroverse um ein Anlegerleitbild	639
(a) Informationeller Schutz in der Anlageberatung	641
(b) Informationeller Anlegerschutz durch Primärmarktpublizität	644
(c) Informationeller Anlegerschutz durch Sekundärmarktpublizität	651
(aa) Die gesetzgeberischen Materialien	651
(bb) Die Auffassungen in der Literatur zu publizitäts- und haftungsbegründendem Tatbestand	655
(i) Finanzberichterstattung	657
(ii) Übernahmerecht	659
(iii) Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität	661
(iv) Marktmisbrauchsrecht – „verständiger Anleger“	661
(d) Zusammenfassende Würdigung	668

(aa) Kein einheitliches Anlegerleitbild für Primär- und Sekundärmarkt	669
(bb) Kein einheitliches Anlegerleitbild für den Primärmarkt	674
(cc) Kein einheitliches Anlegerleitbild für den Sekundärmarkt	675
(3) Die Kontroverse um das Verhältnis von Individual- und Funktionsschutz	678
bb) Der individuelle Anlegerschutz als Ziel der Beteiligungspublizität	680
c) Zusammenfassung – Verhältnis beider Makroziele und der funktionalen Facetten	682
aa) Einleitung	683
bb) Das Verhältnis beider Aspekte des dualistischen Makroziels	684
cc) Keine individuelle Rechtsdurchsetzungsbefugnis	690
3. Systematische Einordnung	694
a) Die kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität als Unternehmenspublizität	694
aa) Die Ad hoc-Publizität als Zentralnorm des informationellen, unternehmensbezogenen Sekundärmarktfunktionsschutzes	694
bb) Die Beteiligungspublizität als Unternehmenspublizität und Spezialfall der Ad hoc-Publizität – Systemperspektive	704
cc) Das Verhältnis von Ad hoc-Publizität und Beteiligungspublizität – Tatbestandsperspektive	709
(1) Kursrelevanz	711
(2) Unmittelbares bzw. direktionales Betreffen	714
b) Der auxiliare Charakter der Mitteilungspflichten	722
(1) Kein Schutz materieller Informationsinteressen des Emittenten	725
(2) Der Emittent als <i>cheapest cost avoider</i>	733
4. Resümierende Würdigung	740
IV. Zusammenfassung	742
B. Dogmatische Einbettung der beteiligungsbezogenen Publizität	743
I. Legitimationstauglichkeit der Rechtsgründe geltender Beteiligungspublizität	743
1. Das (individuelle) Vertrauensprinzip des Verbandsrechts	743

2. Das dualistische Makroziel des Kapitalmarktrechts	748
<b>II. Legitimation der beteiligungsbezogenen Publizität</b>	<b>751</b>
1. Konvergenz von Verbands- und Kapitalmarktrecht im Kriterium der Systemfunktionalität – Chancen und Risiken	751
a) Konverenzpotenzial von Verbands- und Kapitalmarktrecht für die beteiligungsbezogene Publizität	751
b) Janusköpfigkeit der beteiligungsbezogenen Publizität	755
c) Konvergenz <i>sub specie</i> Informationseffizienz	756
d) Konvergenz des Regelungsziels in verbands- und marktumschließender Richtigkeitsgewähr	758
2. Verbandsrechtlicher Aspekt der Legitimation – funktionale Förderpflicht prozeduralen Normcharakters	759
a) Ersatz der Proportionalität durch Publizität – verfassungsrechtliche Perspektive	759
b) Die beteiligungsbezogene Publizität als Pflicht mitgliedschaftlichen Ursprungs	762
c) Die beteiligungsbezogene Publizität als dem Sozialrechtsverhältnis entspringende Förderpflichtbeitragsartigen Charakters	765
aa) Einführung	765
bb) Vergleich mit den mitgliedschaftlichen Phänotypen der Treue- und der Sorgfaltspflicht	765
(1) Vergleich mit der Treuepflicht	765
(2) Vergleich mit der Pflicht zur Sorgfalt	768
cc) Einordnung der beteiligungsbezogenen Publizitätspflicht – distinktiver dogmatischer Genotyp	769
3. Immanenter kapitalmarktrechtlicher Aspekt der Legitimation	771
<b>III. Ergebnis – Rechtsgrund und Grenze der beteiligungsbezogenen Publizität</b>	<b>772</b>

<i>3. Kapitel – Leitlinien einer Ausgestaltung und Implementierung</i>	774
A. Normstrukturelle Konturierung – Kursrelevanz als zentraler Referenzpunkt	775
I. Objektbezogene Normstruktur – die Kursrelevanz als zentrales Referenzkriterium der beteiligungsbezogenen Publizität	776
1. Einführender dogmatischer Blick auf das Merkmal im Insiderrecht	777
2. Dogmatische Aufbereitung als Referenzkriterium für die beteiligungsbezogene Publizität	781
a) Tauglichkeit der Kursrelevanz als Referenzkriterium	781
aa) Systemfunktionale Einbettung – Komplementarität von marktbezogenem Exit und verbandsbezogener Voice als zentrales Kriterium	781
bb) Systematische Einbettung – Kursrelevanz als der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungspublizität inhärentes Merkmal	784
b) Tauglichkeit des „verständigen Anlegers“ als Konkretisierungsmaßstab	784
aa) Verständniszugriff auf die Figur des „verständigen Anlegers“	784
(1) Das Meinungsspektrum zum materiellen, dogmatischen Gehalt der Figur	784
(a) Auffassungen im Schrifttum	785
(b) Gehalt der (europarechtlichen) Rechtsprechung	786
(aa) Die Entscheidungskaskade in Sachen „Geltl/Daimler“	786
(i) Bedeutung der Vorlage und Entscheidung	788
(ii) Die Entscheidung des EuGH	790
(iii) Die nachfolgende Entscheidung des BGH	797
(bb) Das „IKB“-Urteil des BGH	799
(cc) Das „Lafonta“-Urteil des EuGH	802
(c) Zwischenergebnis	805
(2) Rechtstheoretischer Maßstab als Schlüssel zum Verständnis	806

(a) Die „verständige Betrachtung“ als Beurteilungsrelation	806
(b) Der „verständige Anleger“ als Beurteilungsrelation und Argumentations- und Denkfigur	811
bb) Beurteilung der funktionalen Tauglichkeit als judizielle Argumentationsfigur im Kapitalmarktrecht	819
(1) Die Figur im Zivilprozess	820
(a) Einführung	820
(b) Teleologischer Bezugsplatz der Argumentation	821
(c) Prozedur der Argumentation	825
(aa) Argumente und Schwierigkeiten ihrer Gewinnung	826
(i) Argumente aus überindividuellen Interessen und Funktionsparametern	831
(ii) Konsequentialistische Argumente	837
(iii) Auslegungsargumente	842
(bb) Argumentative Abwägung	843
(d) Zwischenergebnis	846
(2) Die Figur im Strafprozess	847
cc) Abschließende Würdigung der Figur für das Merkmal der Kursrelevanz	848
3. Rechtstheoretisches Potenzial der Kursrelevanz für die beteiligungsbezogene Publizität	849
a) Potenzial für eine reflexive Gestaltung des Prozesses der Normgewinnung	849
aa) Würdigung der Ergebnisse für die beteiligungsbezogene Publizität auf Basis der Strukturmerkmale	849
(1) Partizipation	850
(2) Wissensakkumulation	852
(3) Monitoring / Evaluation	854
(4) Simulation	856
(5) Revision	856
bb) Resümee – Untauglichkeit nur in institutioneller Hinsicht	857

b) Potenzial für eine Verrechtlichung realer reflexiver Prozesse	860
c) Zwischenergebnis und Fortgang der Untersuchung	861
<b>4. Der Beteiligungsbezug</b>	<b>862</b>
a) Der Beteiligungsbezug zwischen Emittentenbezug und Investorenbezug	862
b) Beteiligungsbezug der Investorenpublizität	863
aa) Beteiligungsbezug als (mittelbares) direktionales Betreffen des Emittenten	864
bb) Verhältnis von Beteiligungsbezug und Kursrelevanz	866
c) Dogmatische Rückschau – die kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität aus Sicht der beteiligungsbezogenen Publizität	869
d) Dogmatische Vorausschau – Möglichkeiten und Grenzen einer Fortentwicklung auf neuer Basis	876
aa) Offenlegung von Absichten	877
(1) Allgemeine Herausforderungen im geltenden Recht	879
(2) Besondere Herausforderungen der beteiligungsbezogenen Publizität	881
(3) Beispiele	887
(a) Absichten in Bezug auf die Beteiligung	887
(aa) Erwerbsabsichten	891
(bb) Veräußerungsabsichten	894
(b) Absichten in Bezug auf den Emittenten	895
(aa) Das Verhältnis zum Regelungsanliegen des Shareholder Engagement	895
(bb) Beispiele	901
bb) Offenlegung bei Empty Voting-Konstellationen	905
(1) Veröffentlichung nach geltender Rechtslage	905
(2) Reformbestrebungen auf europäischer Ebene	906
(3) Ausgewählte Regelungsvorschläge	909
(4) Legitimation einer Offenlegung unter der beteiligungsbezogenen Publizität	911
cc) Offenlegung von Positionen in (stimmrechtslosen) Vorzugsaktien	921
<b>II. Subjektbezogene Normstruktur – moderate Erstreckung auf den vormitgliedschaftlichen Bereich</b>	<b>926</b>

<b>B. Implementierung und Rechtstechnik</b>	<b>931</b>
I. Vorstellung des prinzipienbasierten Regulierungskonzepts	931
1. Merkmale	934
a) Normstruktur und -geltung	934
aa) Normstruktur	934
(1) Finale Struktur	935
(2) Komparative Struktur	936
(3) Optimierungsgesetz	936
bb) Geltungswirkung	937
b) Normanwendung und -durchsetzung sowie Sanktionierung von Pflichtverstößen	937
aa) Umsetzungsspielräume und Verantwortungsteilung	938
bb) Interpretation, Kooperations- und Kommunikationsstrukturen	938
cc) Management-based regulation	940
dd) Sanktionierung	941
2. Funktionen – prinzipienbasierte Regulierung als reflexiv-prozedurales Recht	943
II. Herausforderungen der Übertragung auf eine anlassabhängige Investorenpublizität	945
1. Umsetzungsspielräume und Verantwortungsteilung	946
2. Interpretation, Kooperations- und Kommunikationsstrukturen	951
3. Management-based regulation	957
4. Sanktionierung	959
5. Zwischenergebnis	963
III. Status Quo der prinzipienbasierten Regulierung im Bereich der Beteiligungspublizität	966
1. Status Quo im deutschen Recht	966
2. Status Quo im europäischen Recht	975
a) Lamfalussy-Verfahren und allgemeine Regulierungstendenz	977
b) Bewertung der Transparenzrichtlinie III	982
IV. Implementierung der beteiligungsbezogenen Publizität als prinzipienbasierte Regulierung	985
1. Prinzipienbasierte Implementierung	986
a) Level 1 – Normierung des Prinzips im Basisrechtsakt	987
aa) Status Quo	987

bb) Tauglichkeit zur Implementierung prinzipienbasierter Regulierung und Reformperspektiven	988
(1) Normtheoretische Konturierung	988
(2) Rechtsakt	990
cc) Formulierungsvorschlag	994
b) Level 2 – mögliche Konkretisierungen in Regulierungs- und Durchführungsstandards	998
aa) Status Quo	998
bb) Tauglichkeit zur Implementierung prinzipienbasierter Regulierung und Reformperspektiven	1000
(1) Wahl zwischen technischen Regulierungs- und technischen Durchführungsstandards	1001
(2) Wesentlichkeitspostulat	1004
(3) Strategische oder politische Entscheidungsinhalte	1009
(4) Perspektiven für die Praxis und für Reformen	1013
c) Level 3 – Praktikabilisierung durch Leitlinien und Empfehlungen	1017
aa) Status Quo	1017
bb) Tauglichkeit zur Implementierung prinzipienbasierter Regulierung und Reformperspektiven	1019
(1) Tauglichkeit zur Implementierung	1020
(2) Perspektiven für die Praxis und für Reformen	1023
d) Zusammenfassung	1028
2. Normdurchsetzung und Sanktionierung	1029
a) Einführender Überblick	1029
b) Zivilrecht	1032
aa) Erfüllungsanspruch	1032
bb) Schadensersatz	1033
cc) Rechtsverlust	1035
c) Aufsichtsrecht	1037
aa) Das Verhältnis zwischen BaFin und Marktteilnehmern	1038
(1) Status Quo	1039
(2) Perspektiven für die Praxis und für Reformen	1041
bb) Das Verhältnis zwischen ESMA und Marktteilnehmern	1047

(1) Status Quo	1047
(2) Perspektiven für die Praxis und für Reformen	1048
cc) Das Verhältnis zwischen ESMA und BaFin	1051
(1) Status Quo	1051
(2) Perspektiven für die Praxis und für Reformen	1052
V. Zusammenfassende Würdigung und Ausblick	1053
<i>Ergebnisse</i>	<i>1056</i>
<i>Literaturverzeichnis</i>	<i>1077</i>