

# Inhaltsübersicht

<b>Vorwort</b> .....	VII
<b>Inhaltsverzeichnis</b> .....	XI
<b>1. Teil: Einleitung</b> .....	1
<b>§ 1 Untersuchungsgegenstand</b> .....	1
I. Einführung in die Problematik .....	1
II. Terminologie und Abgrenzungen .....	7
<b>2. Teil: Grundlagen der Ad-hoc-Publizität und Informationshaftung.</b> ..	9
<b>§ 2 Genese und Entwicklung</b> .....	9
I. Rechtlicher Rahmen .....	9
II. Zeitliche Kontextualisierung des ad-hoc-rechtlichen Regelungsumfelds .....	33
<b>§ 3 Regulierungstheoretische Annahmen und ökonomische     Analyse</b> .....	45
I. Transparenz und Kapitalmarkteffizienz .....	47
II. Haftung und Verhaltenssteuerung .....	70
III. Ökonomische Bewertung des Regelungskomplexes Ad-hoc-Publizität .....	77
<b>§ 4 Rechtsvergleich</b> .....	121
I. Vereinigte Staaten von Amerika .....	122
II. Vereinigtes Königreich .....	138
<b>§ 5 Unionsrechtliche Haftungsvorgaben</b> .....	148
I. Generelle Pflicht zum <i>private enforcement</i> aus dem Effektivitätsgrundsatz? .....	149
II. <i>Effet utile</i> und zivilrechtliche Normdurchsetzung im allgemeinen Kontext der MAR .....	162
III. Privatrechtliche Effektuierung und <i>effet utile</i> im besonderen Kontext der Ad-hoc-Pflicht. ....	166

<b>3. Teil: Ableitungen</b> .....	175
<b>§ 6 Normeffektuierung unter Unsicherheit</b> .....	175
I. Normspezifische Ermittlung optimaler Rechtsdurchsetzung ....	176
II. Rechtsdurchsetzung und prinzipienbasierte Regulierung .....	177
<b>Zusammenfassung</b> .....	191
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	213
<b>Sachverzeichnis</b> .....	227

# Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort</b> .....	VII
<b>Inhaltsübersicht</b> .....	IX
<b>1. Teil: Einleitung</b> .....	1
<b>§ 1 Untersuchungsgegenstand</b> .....	1
I. Einführung in die Problematik. ....	1
II. Terminologie und Abgrenzungen .....	7
<b>2. Teil: Grundlagen der Ad-hoc-Publizität und Informationshaftung</b> ..	9
<b>§ 2 Genese und Entwicklung</b> .....	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 Rechtsdurchsetzungsinstrumente .....	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) Effektuierung 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
 <b>§ 3 Regulierungstheoretische Annahmen und ökonomische Analyse ..</b>	<b>45</b>
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 ECMH. ....	56

b)	Insbesondere: Effizienzzusammenhänge nach ECMH – allokative durch informationelle Effizienz .....	59
aa)	Zusammenhang zwischen Informations- und Fundamentaleffizienz .....	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 Effizienzzusammen- 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 Vorteilserwägungen 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 Kapitalmarktattractivität 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>Überversorgung</i> mit nicht relevanten Informationen.....	109
(c) Risiko eines sinkenden Informationsniveaus aufgrund abnehmender Suchanreize .....	110
dd) Fundamentalwerteffizienz.....	111
ee) 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
<b>§ 4 Rechtsvergleich .....</b>	<b>121</b>
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</i> <i>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</i> <i>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
<b>§5 Unionsrechtliche Haftungsvorgaben .....</b>	<b>148</b>
I. Generelle Pflicht zum <i>private enforcement</i> aus dem Effektivitätsgrundsatz? .....	149
1. Ausgangspunkt: Funktionale Subjektivierung im <i>vertikalen</i> Verhältnis .....	150
2. Vereinzelte 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 Durchsetzungseffektuierung . . .	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
<b>§ 6 Normeffektivierung unter Unsicherheit</b> .....	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