

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
1. Teil: Einleitung	1
§1 Untersuchungsgegenstand	1
I. Einführung in die Problematik	1
II. Terminologie und Abgrenzung	7
2. Teil: Grundlagen der Ad-hoc-Publizität und Informationshaftung..	9
§2 Genese und Entwicklung	9
I. Rechtlicher Rahmen	9
II. Zeitliche Kontextualisierung des ad-hoc-rechtlichen Regelungsumfelds	33
§3 Regulierungstheoretische Annahmen und ökonomische Analyse	45
I. Transparenz und Kapitalmarkteffizienz	47
II. Haftung und Verhaltenssteuerung	70
III. Ökonomische Bewertung des Regelungskomplexes Ad-hoc-Publizität	77
§4 Rechtsvergleich	121
I. Vereinigte Staaten von Amerika	122
II. Vereinigtes Königreich	138
§5 Unionsrechtliche Haftungsvorgaben	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 Effektivierung und <i>effet utile</i> im besonderen Kontext der Ad-hoc-Pflicht	166

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

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
1. Teil: Einleitung	1
§1 Untersuchungsgegenstand	1
I. Einführung in die Problematik	1
II. Terminologie und Abgrenzungen	7
2. Teil: Grundlagen der Ad-hoc-Publizität und Informationshaftung ..	9
§2 Genese und Entwicklung	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
§ 3 Regulierungstheoretische Annahmen und ökonomische Analyse ..	45
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 (ECMH)	56
a) Aussagegehalt, Prämissen und wesentliche Argumentationslinien der ECMH	56

b)	Insbesondere: Effizienzzusammenhänge nach ECMH – allokativ durch informationelle Effizienz	59
aa)	Zusammenhang zwischen Informations- und Fundamentalwerteffizienz	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 Effizienzzusammenhängen	65
(1)	Gleichlauf von Informations- und Fundamentalwerteffizienz 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 Nutzenmaximierung	70
b)	Vorsorgeoptimierung statt -maximierung als Maßstab effizienter Haftungsvorgaben	71
c)	Legislatorische Möglichkeiten zur Justierung des verhaltenssteuernden Impulses	72
2.	Konkretisierung der Determinanten effizienter Haftungsvorschriften	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) Imponierbarkeit	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 konturärmer 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 Insiderrisikos	101
(b)	Abnehmende Kapitalmarktattraktivität 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 Feedbackeröffnung 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 Rechtsfindungskosten.	120
c) Fazit: Ungewissheit über ökonomische Auswirkungen des Regelungskomplexes Ad-hoc-Publizität.....	120
 § 4 Rechtsvergleich	121
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 Veröffentlichungspflichten	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) Rechtansicht der SEC und normierte <i>safe 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 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
§5 Unionsrechtliche Haftungsvorgaben	148
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 Durchsetzungseffektivierung	151
b) Ausnahmearakter 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 Effektuierung 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
§ 6 Normeffektuierung unter Unsicherheit	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 generalklausel- artiger Marktregulierung	180
3. Zweckmäßigkeit des <i>public enforcement</i> im Kontext prinzipien- basierter 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 zivilgericht- licher Normkonkretisierung und -durchsetzung	185
d) Konzeptionelle Schärfungen	186
aa) Korruptionsproblem: Unabdingbarkeit behördlichen interner <i>Compliance</i> -Systeme	186
bb) Anreizproblem: Erfordernis abschreckender aufsichts- behördlicher Sanktionen	187
cc) Informationsproblem: <i>Whistleblower</i> -Systeme zur Einbeziehung privater Informationen	188
Zusammenfassung	191
Literaturverzeichnis	213
Sachverzeichnis	227