

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	15
I. Die Einführung der Marktmissbrauchsverordnung (MAR)	15
II. Gegenstand und Gang der Untersuchung	16
III. Einbettung der Arbeit in allgemeinere Entwicklungen und Diskussionen	19
1. <i>Funktionale Subjektivierung</i> – Unionsbürger als „Hüter des Unionsrechts“	19
2. Das Paradigma des <i>Private Enforcement</i>	20
a) Grundgedanke und Herkunft	20
b) Exkurs: <i>Private Enforcement</i> im deutschen Recht	21
3. Regulierungsprivatrecht aus Unions- und mitgliedstaatlicher Perspektive	22
B. Sanktionsregime des reformierten Marktmissbrauchsrechts	24
I. Öffentlich-rechtliche Sanktionsvorgaben der MAR	24
II. Strafrechtliche Sanktionsvorgaben der CRIM-MAD	25
III. Verhältnis beider Sanktionssysteme zueinander	27
IV. Reaktionen auf das Schweigen der MAR zur zivilrechtlichen Haftung	28
V. Deutsche Umsetzung durch Erstes und Zweites FiMaNoG	29
1. Aufgaben und Befugnisse der BaFin	29
2. Erweiterte und angepasste Bußgeldtatbestände	30
3. Erweiterte und angepasste Straftatbestände	31
4. Bewertung der deutschen Umsetzung	32
VI. Ergebnis	32
C. Schweigen des Gesetzgebers zur privaten Haftung – Sperrwirkung?	34
I. Problemaufriss	34
II. Allgemeiner negativer Satz?	35
III. Regelungslücke als Kriterium einer Sperrwirkung?	36
IV. Europaweit einheitliche Anwendung der MAR	37
V. Parallelen im angelsächsischen Rechtskreis	38
1. USA	38
2. Vereinigtes Königreich	40
VI. Ergebnis	40
D. Status quo privater Haftung für Marktmissbrauch in anderen EU-Mitgliedstaaten	42

E. Mitgliedstaatliche Pflicht zur zivilrechtlichen Haftungsbewehrung von MAR-Verstößen aufgrund des Effektivitätsgrundsatzes?	45
I. Objektive primärrechtskonkretisierende Vorgaben des EuGH zur Durchsetzung von Unionsrecht mittels Sanktionen	45
1. Verhältnismäßigkeit der Sanktion	47
2. „Abschreckende“ Sanktionen	48
3. Zivilrechtliche Haftung als Sanktion	49
4. Subsidiarität mitgliedstaatlicher Sanktionierungspflicht	49
5. Freiwilligkeit der Einführung zusätzlicher Rechtsbehelfe	50
6. Ergebnis	51
II. Subjektive Rechte als Voraussetzung zivilrechtlicher Haftung	51
III. Haftungspostulat aus Übertragung der <i>Courage</i> -Entscheidung des EuGH? ..	53
1. Sachverhalt	53
2. Modifikationen in der Folgerechtsprechung: Rs. <i>Manfredi</i>	54
3. Erste Lehren aus der Kartellschadensersatzrichtlinie für die MAR	55
4. Überlegungen zur Übertragbarkeit	56
a) (Abgeleitete) sachlich-gegenständliche Kompetenz des EuGH	57
b) Reichweite und Wesentlichkeit	58
c) Vergleich der Rechtsdurchsetzung	59
d) <i>Effet</i> -Argument	59
e) Bewertung des Entdeckungsarguments und die Lösung der MAR	61
aa) Vergleich mit der Anlageberatung	61
bb) Lösungsansatz der MAR	61
cc) Weitere Meldepflichten im EU-Kapitalmarktrecht	63
dd) Umsetzung in Deutschland	65
ee) Zwischenergebnis	66
f) Konvergenz der Sanktionierungsregime	66
g) Folgefragen	67
5. Ergebnis	68
IV. Haftungspostulat aus Übertragung der <i>Muñoz</i> -Entscheidung des EuGH? ..	68
1. Sachverhalt	68
2. Vergleich mit <i>Courage</i>	70
3. Überlegungen zur Übertragbarkeit	71
a) Reichweite und Wesentlichkeit	72
b) Vergleich der Rechtsdurchsetzung	72
c) <i>Effet</i> -Argument und subjektives Recht	73
d) Rechtsfolge und Pflichtinhalt	75
4. Ergebnis	75

V. Bewertung von <i>Courage</i> und <i>Muñoz</i> und Maßstabsbildung für die Auslegung der MAR	76
1. Keine direkte Übertragbarkeit	76
2. Dogmatik des subjektiven privaten Rechts?	76
3. Revision des <i>effet</i> -Gedankens als relatives Optimierungsgebot	77
4. Kritik der Rechtsverleihungspraxis des EuGH	80
5. Exkurs: Nachteile richterlicher Rechtsfortbildung	82
6. Vorschlag ausdrücklicher Kriterien für die Aufstellung eines Haftungspos- tulates	82
a) Keine abschließende unionsrechtliche Sanktionsordnung	84
b) Vereinbarkeit einer funktionalen Subjektivierung mit Konzept und Re- gelungszielen des Unionsgesetzgebers	84
c) Geeignetheit einer zivilrechtlichen Haftung zur Regelungszielerreichung	85
d) Erforderlichkeit: Unerwünschtes Durchsetzungsdefizit	85
VI. Vereinbarkeit einer funktionalen Subjektivierung mit Konzept und Rege- lungszielen des Unionsgesetzgebers	86
1. Wortlaut-Erwägungen	87
a) Erwägungsgründe	87
b) Art. 1 MAR als programmatischer Grundstein	88
c) Ergebnis	89
2. Systematische Erwägungen	89
a) Rechtsform-Argument	90
b) Regelungskonzept der MAR bei der Aktivierung Privater	91
c) Überprüfungsprerogative des Verordnungsgebers aus Art. 38 MAR	92
d) Rechtsaktübergreifender Vergleich	92
aa) Richtlinien	93
bb) Verordnungen	95
cc) Ergebnis	97
3. Historisch-genetische Erwägungen	98
4. Teleologische Erwägungen	99
a) Ökonomische Hintergründe der Verbotsnormen	99
aa) Manipulationsverbot	99
bb) Insiderhandelsverbot	100
b) Anlegerschutz	101
aa) Begriffliche Annäherung	102
(1) Offenheit des Begriffs „Anlegerschutz“	102
(2) Offenheit des Begriffs „Individualschutz“	103
bb) Anlegerschutz im Sinne der MAR	104
(1) Anlegerschutz als Regelungsziel der MAR	104
(2) Präzisierung des Anlegerschutzes im Rahmen von Art. 14 MAR	104
(3) Präzisierung des Anlegerschutzes im Rahmen von Art. 15 MAR	105

(4) Zwischenergebnis	106
(5) Erklärungsansatz: „Schadensdiffusion“ bei Individualschutz durch Haftung	106
cc) Gegenbeispiel eines klar intendierten Vermögensindividualschutzes	107
5. Gesamtergebnis der Auslegung der MAR	108
VII. Geeignetheit einer zivilrechtlichen Haftung	108
1. In Bezug zu nehmendes Regelungsziel	109
2. Empirischer Befund zum kapitalmarktrechtlichen <i>Enforcement</i>	109
3. (Mehr) Prävention durch private Haftung?	111
a) Theoretisches Für und Wider einer Abschreckungswirkung	111
b) Voraussetzungen der Geltendmachung privater Ansprüche	113
aa) Aufdeckbarkeit marktmissbräuchlichen Verhaltens für Private	113
(1) Bei Marktmanipulationen	114
(2) Bei Insiderhandel	116
(3) Zwischenergebnis	117
bb) Vorliegen eines (bestimmbaren) Schadens	117
(1) Bei Marktmanipulation	117
(2) Bei Insiderhandel	118
(3) Zwischenergebnis	121
cc) Keine gegenläufigen wirtschaftlichen Interessen	122
dd) Anlegerfreundliche Ausgestaltung der Haftungsvoraussetzungen	123
c) Ergebnis	124
4. Gefahr der Überabschreckung?	125
5. Haftung als Beitrag zum Meta-Ziel der Kapitalmarkteffizienz	126
6. <i>Spillover</i> -Effekte für die repressive Marktmissbrauchsbekämpfung	127
7. Zwischenergebnis	128
VIII. Erforderlichkeit: Durchsetzungsdefizit	128
1. Bedürfnis nach empirischer Überprüfung des Durchsetzungsdefizits	129
2. Definition und Maßstab des Durchsetzungsdefizits	132
3. Durchsetzungsdefizit vor der Reform des Marktmissbrauchsrechts	133
a) Einschätzung der Kommission	134
b) Stimmen in der Literatur	135
c) Ergebnisse empirischer Studien zum Durchsetzungsdefizit vor der MAR?	135
4. Zukünftige Durchsetzung der Art. 14, 15 MAR	140
a) Erkenntnisse aus der Umsetzung der MAD 2003	140
b) Weitere Plausibilisierung	141
c) Insbesondere: Abschreckung durch Kriminalisierung	143
aa) Empirische Erkenntnisse zur strafrechtlichen Abschreckung	143
bb) „Der kalkulierende Täter“	144

cc) Freiheitsstrafen	145
dd) Subjektive Einflussgrößen	146
ee) Expressive function of law	147
ff) Durchsetzung	147
d) Einschätzungsprärogative des EU-Gesetzgebers	148
5. Mildere Alternativen zum Haftungspostulat	149
6. Zwischenfazit	149
IX. Ergebnis	149
F. EU-Recht auf Schadensersatz?	151
I. Grundlinie der <i>Francovich</i> -Rechtsprechung	151
II. Zur Übertragbarkeit von <i>Francovich</i> auf Unionsrechtsverstöße durch Private	153
1. Schlussanträge zur Rs. <i>Banks</i>	153
2. Stimmen im Schrifttum	154
3. Bewertung	155
a) Proprium der Staatshaftung	155
b) Kompetenz des EuGH für ein EU-Recht auf Schadensersatz	156
c) Verknüpfung der Rechtsprechungslinien	157
4. Ergebnis	158
G. Konstitutionelle Überprüfung des Befunds	159
I. Recht des Geschädigten auf einen Schadensersatzanspruch?	159
1. Art. 47 GRCH	159
2. Zulässigkeit eines nur fragmentarischen Vermögensschutzes	160
II. Schadensersatzhaftung als rechtfertigungsbedürftiger Eingriff in die Sphäre des Schädigers	161
III. Ergebnis	162
H. Blick auf die deutsche Rechtslage und Äquivalenzgrundsatz	163
I. Zivilrechtliche Haftung nach deutscher Rechtslage	163
1. Haftung gemäß §§ 97, 98 WpHG	163
a) Erfassung verbotenen Insiderverhaltens	164
b) Erfassung marktmanipulativen Verhaltens	165
c) Zwischenergebnis	167
2. Haftung gemäß § 823 Abs. 2 BGB	167
a) Marktmanipulationsverbot	168
aa) Vorläuferregelung des § 20a WpHG	168
bb) Neuregelung des Art. 15 MAR	169
b) Insiderverbot	171
3. Haftung gemäß § 826 BGB	172
4. Ergebnis	173

II. Haftungspostulat oder sonstige Vorgaben aus dem Äquivalenzgrundsatz? ...	173
1. Äquivalenz	173
2. Relevanz für ein Haftungspostulat hinsichtlich der Art. 14, 15 MAR	175
III. Vorlage nach Art. 267 AEUV	176
J. Überlegungen <i>de lege ferenda</i>	178
I. Kompensation	178
1. Kompensation durch Haftung und Fairnessgedanke	178
2. Alternativer Ausgleichsmechanismus	179
II. Alternativen zur Marktmissbrauchsbekämpfung durch Haftung	180
1. Verstärkter Ausbau von Hinweisgebersystemen	180
2. Big Data	183
III. Ergebnis	185
K. Ausblick	186
L. Zusammenfassung der Ergebnisse	188
Literaturverzeichnis	193
Stichwortverzeichnis	215