

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	23
Erster Teil: Einleitung	27
§ 1: Ziel der Arbeit	30
§ 2: Gang der Untersuchung	30
§ 3: Gegenstand der Untersuchung	32
Zweiter Teil: Grundlagen des Kapitalmarktrechts und der Normdurchsetzung	35
§ 1: Begriff und ratio legis des Kapitalmarktrechts	35
A. Kapitalmarktrecht	35
B. Rechtsquellen und europäischer Einfluss auf das Kapitalmarktrecht	36
C. Regelungsziele des Kapitalmarktrechts	39
I. Funktionsschutz	39
1. Institutionelle Funktionsfähigkeit	40
2. Operationale Funktionsfähigkeit	41
3. Allokative Funktionsfähigkeit	41
II. Anlegerschutz	42
1. Anlegerrisiken	43
2. Institutioneller Anlegerschutz	45
3. Individueller Anlegerschutz	46
III. Anlegerschutz als Teil des Funktionsschutzes	48
D. Verhältnis zum Aktienrecht	49
§ 2: Rechtsdurchsetzung	50
A. Norminhalt und Normzweck	51
B. Gesetzliche und außergesetzliche Normdurchsetzung	52
I. Außergesetzliche Nachteile	53
II. Rechtliche Normdurchsetzung	56
1. Öffentlich-rechtliche Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Normen	58
2. Strafrechtliche Normdurchsetzung kapitalmarktrechtlicher Normen	60

3. Privatrechtliche Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Normen	62
a) Konflikt des Privatrechts mit dem Kapitalmarktrecht	63
b) Steuerung des Marktverhaltens durch das Privatrecht	65
c) Schadensersatzrecht als Instrument der Normdurchsetzung	66
(1.) Legitimation des Präventionsgedankens im Schadensersatzrecht	67
(2.) Kompatibilität der bürgerlich-rechtlichen und aktienrechtlichen Haftungsinstitute mit den kapitalmarktrechtlichen Verhaltensvorschriften	70
(a) Die vertraglichen Schadensersatznormen des BGB	70
(b) Ersatzansprüche aus dem aktienrechtlichen Verhältnis	72
(c) Deliktsrechtliche Haftung nach § 823 Abs. 1 BGB	73
(d) Deliktsrechtliche Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB	74
(e) Deliktsrechtliche Haftung nach § 826 BGB	77
C. Unionsrechtliche Anforderungen an die nationale Normdurchsetzung	80
I. Effektivitäts- und Äquivalenzgebot	80
II. Verpflichtung zum Individualschutz	82
Dritter Teil: Privatrechtliche Durchsetzung wertpapierhandelsrechtlicher Normen de lege lata	87
§ 1: Pflicht zur ad hoc-Publizität	87
A. System der Kapitalmarktinformationspflichten und ihre Bedeutung für die Funktionsfähigkeit des Marktes	88
B. Tatbestand der ad hoc-Publizitätspflicht	90
I. Rechtslage bis zum 3. Juli 2016 - § 15 WphG a.F.	91
1. Inlandsemittent von Finanzinstrumenten	91
2. Insiderinformation	92
3. Insiderpapiere	93
4. Inhalt der Publizitätspflicht	94

5. Ausnahmen von der Publizitätspflicht	94
II. Änderungen durch die Marktmissbrauchsverordnung	95
1. Emittent von Finanzinstrumenten	95
2. Insiderinformation	96
3. Inhalt der Publizitätspflicht	96
4. Ausnahmen von der Publizitätspflicht	97
C. Rechtsdurchsetzung mittels Aufsichts- und Strafrechts	97
I. Rechtslage bis zum 3. Juli 2016	97
II. Rechtslage seit dem 3. Juli 2016	98
D. Rechtsdurchsetzung mittels Privatrechts	99
1. Allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung	99
2. Auskunftsvertrag	100
3. Keine vertragliche Haftung über ein vertragsähnliches Sonderverhältnis	101
4. Deliktsrechtlicher Schadensersatz	102
a) Diskurs über die Schutzgesetzeigenschaft des § 15 WpHG a.F.	102
b) Schutzgesetzeigenschaft des Art. 17 MAR	104
c) Spezialgesetzliche Haftungsvorschriften der § 97 und § 98 WpHG	105
(1.) Emittent als Haftpflichtiger	105
(1.) Begrenzte Aktivlegitimation	107
(2.) Darlegungs- und Beweislast im Rahmen der Kausalität	108
(3.) Ersatzfähiger Schaden	109
(a) Vertragsabschluss als Schaden im Sinne der §§ 249 ff. BGB	110
(b) Schutzzweck der Norm	112
(4.) Regelmäßige Verjährungsfrist	117
d) Haftung wegen Verletzung von strafrechtlichen Schutzvorschriften	118
5. Keine Haftung der Organmitglieder	118
E. Unionsrechtliche Konformität der nationalen Haftung	120
1. Anforderungen des Unionsrechts an die nationale Durchsetzung durch die Marktmissbrauchsrichtlinie	120
2. Anforderungen an die Durchsetzung nach der Marktmissbrauchsverordnung	122
3. Durchsetzungsdefizit im nationalen Recht	123
a) Beweisschwierigkeiten für Anleger	124

b)	Äquivalente und effiziente Durchsetzung trotz erhöhter Verschuldensanforderungen	125
c)	Keine Verpflichtung zur Organaußenhaftung	126
4.	Auswirkung des Unionsrechts auf die Auslegung des nationalen Rechts	127
§ 2:	Regelpublizität	129
A.	Tatbestand	130
I.	Inlandsemittent als Normadressat	130
II.	Erstellungs- und Veröffentlichungspflichten	131
III.	Offenlegungspflichtige Informationen	131
B.	Durchsetzung mittels Aufsichts- und Strafrechts	133
I.	Aufsichtsrechtliche Sanktionierung	133
II.	Unterschiede in der Sanktionierung im WpHG und HGB	134
III.	Sanktionierung von Verstößen gegen § 264 Abs. 2 S. 3 HGB	135
C.	Durchsetzung mittels Zivilrechts	135
I.	Vertragliche Schadensersatzansprüche des Anlegers	136
1.	Haftung der Vorstandsmitglieder aus Garantievertrag	136
2.	Haftung des Vorstandsmitglieds aufgrund eines Auskunftsvertrags	137
3.	Eigenhaftung des Vorstandsmitglieds	137
4.	Allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung	138
II.	Deliktsrechtliche Haftung des Emittenten oder Vorstandsmitglieds	138
1.	Analoge Anwendung der §§ 97 und 98 WpHG n.F.	139
2.	Schutzgesetzzeigenschaft der Vorschriften zur Regelpublizität	140
a)	Meinungsbild zu der Schutzgesetzzeigenschaft von Buchführungs- und Bilanzierungspflichten	140
b)	Schutzgesetzzeigenschaft der Finanzberichtspflichten	142
c)	Schutzgesetzzeigenschaft der Pflicht zur Hinweisbekanntmachung	144
d)	Schutzgesetzzeigenschaft des § 264 Abs. 2 S. 3 HGB	145
D.	Unionsrechtliche Konformität der nationalen Haftung	146
I.	Unionsrechtliche Anforderungen an die Durchsetzung der §§ 114 und § 115 WpHG n.F.	146

II. Durchsetzungsdefizit im nationalen Recht	148
III. Auswirkung des Unionsrechts auf die Auslegung des nationalen Rechts	149
1. Haftungsrechtlicher Ansatzpunkt einer unionsrechtskonformen Auslegung	150
2. Anpassung des Verschuldensmaßstabs	150
3. Einschränkung der Aktivlegitimation	151
4. Darlegungs- und Beweislastverteilung bezüglich der Kausalität	153
§ 3: Beteiligungspublizität	153
A. Mitteilungspflichten der §§ 33, 38 und 40 WpHG n.F.	155
I. Rechtsdurchsetzung mittels Aufsichtsrechts	156
II. Rechtsdurchsetzung mittels Rechtsverlusts	157
III. Rechtsdurchsetzung mittels Privatrechts	160
1. Schadensersatzanspruch aus Treuepflichtverletzung	160
2. Deliktsrechtliche Schadensersatzansprüche	162
a) Schutzgesetzeigenschaft der §§ 33, 38, 39 und 43 WpHG n.F.	162
(1.) Schutz der Anlegerinteressen	162
(2.) Schutz der Interessen des Emittenten	167
IV. Unionsrechtliche Konformität der nationalen Haftung	168
1. Unionsrechtliche Forderung zur Verleihung subjektiver Rechte an Anleger	169
2. Haftungsdefizit im nationalen Recht	170
3. Folgerungen zur unionsrechtlichen Konformität der nationalen Haftung	172
B. Veröffentlichungspflicht des Emittenten nach § 40 WpHG n.F.	175
I. Rechtsdurchsetzung mittels Aufsichtsrechts	176
II. Rechtsdurchsetzung mittels Privatrechts	177
III. Unionsrechtliche Konformität der nationalen Haftung	178
1. Unionsrechtliche Anforderungen an die nationale Durchsetzung	178
2. Richtlinienkonforme Auslegung des nationalen Rechts	179
C. Veröffentlichungspflicht des § 26a WpHG	181
I. Rechtsdurchsetzung mittels Aufsichtsrechts	182
II. Rechtsdurchsetzung mittels Privatrechts	182

§ 4: Das Insiderhandelsverbot	183
A. Tatbestand des Insiderhandelsverbots	183
B. Rechtsdurchsetzung mittels Straf- und Aufsichtsrechts	185
C. Rechtsdurchsetzung mittels Privatrechts	188
I. Verursachung eines kausalen Schadens durch Insiderhandel	188
1. Handelspartner des Insiders	189
a) Vorliegen eines Schadens	189
b) Kausalität	190
2. Outsider auf Seiten des Insiders	192
3. Outsider auf der Gegenseite des Insiders	193
II. Vertragliche Schadensersatzansprüche des Handelspartners	193
III. Vorvertragliche Haftung nach den Grundsätzen der culpa in contrahendo	195
1. Handel mit Wertpapieren im face-to-face-Geschäft	195
2. Handel mit Wertpapieren unter Beteiligung eines Marktintermediärs	196
a) Vorvertragliches Schuldverhältnis nach § 311 Abs. 2 BGB	197
b) Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte	198
c) Haftung über die Grundsätze der Drittschadensliquidation	199
IV. Deliktsrechtliche Haftung des Insiders	200
a) Schutzgesetz Eigenschaft des Insiderhandelsverbots	200
b) Keine Haftung wegen Verletzung des § 264a StGB und des § 3 UWG	202
D. Unionsrechtliche Konformität der nationalen Haftung	203
I. Unionsrechtliche Anforderungen an die nationale Durchsetzung des Insiderhandelsverbots	203
II. Durchsetzungsdefizit im nationalen Recht	204
III. Unionsrechtskonforme Auslegung des nationalen Rechts	206
1. Kein Ausschluss der Haftung des Insiders durch Haftung des Emittenten	206
2. Einschränkung des Verschuldens aufgrund des Äquivalenzgebots und Verteilung der Darlegungs- und Beweislast	208
3. Schaden	209

§ 5: Das Marktmanipulationsverbot	209
A. Tatbestand	210
B. Rechtsdurchsetzung mittels Straf- und Aufsichtsrechts	211
C. Rechtsdurchsetzung mittels Privatrechts	213
I. (Vor)vertragliche Schadensersatzansprüche	213
II. Deliktsrechtliche Schadensersatzansprüche	213
D. Unionsrechtliche Konformität der nationalen Haftung	218
I. Unionsrechtliche Anforderungen an die zivilrechtliche Durchsetzung des Marktmanipulationsverbots	218
1. Anforderungen an die Durchsetzung nach der Marktmissbrauchsrichtlinie	218
2. Anforderungen an die Durchsetzung nach der Marktmissbrauchsverordnung	220
II. Durchsetzungsdefizit des nationalen Rechts	220
III. Auswirkungen des Unionsrechts auf die Auslegung des nationalen Rechts	221
§ 6: Zulassungsfolgepflichten der §§ 48 bis 50 WpHG n.F.	223
A. Tatbestände	223
B. Rechtsdurchsetzung mittels Aufsichtsrechts	224
C. Rechtsdurchsetzung mittels Privatrechts	225
I. Keine analoge Anwendung der §§ 97 und 98 WpHG n.F.	226
II. Schadensersatzansprüche wegen Verletzung eines Schutzgesetzes	226
1. Pauschale Ablehnung einer Schutzgesetzzeigenschaft der §§ 48 bis 50 WpHG n.F.	227
2. Kein Schutz individueller Interessen durch das Gleichbehandlungsgebot	227
3. Keine Schutzgesetzzeigenschaft des § 48 Abs. 1 Nr. 2 bis 6 WpHG n.F.	228
4. Keine Schutzgesetzzeigenschaft des § 49 Abs. 1 und 2 WpHG n.F.	229
5. Schutz individueller Interessen durch § 50 Abs. 1 WpHG n.F.	230
D. Unionsrechtliche Konformität der nationalen Haftung	232
I. Unionsrechtliche Anforderungen an die nationale Haftung	232
1. § 48 Abs. 1 und 2 WpHG n.F.	232
2. § 49 Abs. 1 und 2 WpHG n.F.	233

3. § 50 Abs. 1 S. 1 WpHG n.F.	233
II. Durchsetzungsdefizit der nationalen Haftung	234
III. Auswirkungen des Unionsrechts auf die Auslegung des nationalen Rechts	234
Vierter Teil: Die privatrechtliche Durchsetzung der Verhaltenspflichten des WpÜG	237
§ 1: Verhaltenspflichten des Bieters	237
A. Erstellung und Änderung der Angebotsunterlage	238
I. Regelungsinhalt der §§ 11 und 21 WpÜG	239
II. Rechtsdurchsetzung mittels Aufsichtsrechts	240
III. Rechtsdurchsetzung mittels Privatrechts	240
1. Die spezialgesetzliche Haftungsvorschrift des § 12 WpÜG	240
2. Weitergehende Schadensersatzansprüche	243
a) (Vor)Vertragliche Schadensersatzansprüche	243
b) Deliktsrechtliche Ansprüche	244
IV. Unionsrechtliche Konformität der nationalen Haftung	246
1. Anforderungen der Wertpapierübernahmerichtlinie an die privatrechtliche Durchsetzung der Vorschriften des §§ 11 und 21 WpÜG	246
2. Durchsetzungsdefizit des nationalen Rechts	248
a) Beschränkung der Aktivlegitimation	248
b) Äquivalente Durchsetzung trotz erhöhter Verschuldensanforderung	249
c) Verkürzte Verjährungsfrist	251
3. Auswirkungen des Unionsrechts auf die Auslegung des nationalen Rechts	251
B. Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots	253
I. Rechtsdurchsetzung mittels Aufsichtsrechts	254
II. Rechtsdurchsetzung mittels Privatrechts	255
1. Schadensersatzpflicht nach §§ 97 und 98 WpHG n.F.	256
2. Schutzgesetzeigenschaft des § 10 WpÜG	257
3. Schadensersatzpflicht gemäß § 823 Abs. 2 i.V.m. dem Insiderhandels- und Marktmanipulationsverbot in unionsrechtskonformer Auslegung	258



III. Unionsrechtliche Konformität der nationalen Haftung	258
C. Publizitätsvorschrift des § 14 WpÜG	259
I. Rechtsdurchsetzung mittels Aufsichtsrechts	260
II. Rechtsdurchsetzung mittels Privatrechts	261
1. Vorvertragliche Haftung des Bieters	262
2. Schutzgesetzeigenschaft des § 14 Abs. 2 S. 1 WpÜG	262
3. Schadensersatzpflicht des Bieters nach § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. dem Marktmanipulationsverbot in unionsrechtskonformer Auslegung	263
III. Unionsrechtliche Konformität der nationalen Haftung	263
D. Pflichtangebot nach § 35 WpÜG	264
I. Rechtsdurchsetzung mittels Aufsichtsrechts	265
II. Rechtsdurchsetzung mittels Rechtsverlusts	266
III. Rechtsdurchsetzung mittels Privatrechts	267
1. Zinsverpflichtung nach § 38 WpÜG	268
2. Vertragliche Haftung	268
3. Deliktsrechtliche Haftung	269
a) Schadensersatzansprüche der Anleger	269
b) Schadensersatzansprüche der Wertpapierinhaber	270
IV. Unionsrechtliche Konformität der nationalen Haftung	273
§ 2: Pflichten des Vorstands der Zielgesellschaft	274
A. Stellungnahmepflicht nach § 27 WpÜG	274
I. Rechtsdurchsetzung mittels Aufsichtsrechts	275
II. Rechtsdurchsetzung mittels Privatrechts	276
1. Keine analoge Anwendung des § 12 WpÜG	277
2. (Vor)vertragliche Haftung	277
a) Auskunftsvertrag	277
b) Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte	278
c) Allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung	279
d) Eigenhaftung	280
3. Aktienrechtlicher Schadensersatzanspruch des § 117 AktG	280
4. Deliktsrechtliche Haftung	281
a) Schutzgesetzeigenschaft des § 27 Abs. 1 WpÜG	281
b) Kein Schadensersatzanspruch wegen Verletzung von Vorschriften des Straf- und Aktienrechts	284

III. Unionsrechtliche Konformität der nationalen Haftung	284
1. Keine Pflicht zur Verleihung subjektiver Rechte an Aktionäre	285
2. Europarechtskonforme Regelung de lege ferenda	286
B. Neutralitätspflicht des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG	287
I. Rechtsdurchsetzung mittels Aufsichtsrechts	287
II. Rechtsdurchsetzung mittels Privatrechts	289
1. Schadensersatzanspruch der Zielgesellschaft	289
2. Schadensersatzansprüche der Aktionäre	291
a) Schadensersatzanspruch aus § 823 Abs. 1 BGB	291
b) Aktienrechtlicher Ersatzanspruch aus § 117 AktG	292
c) Ersatzanspruch wegen Verletzung eines Schutzgesetzes	293
3. Schadensersatzanspruch des Bieters	294
III. Unionsrechtskonforme privatrechtliche Durchsetzung des § 33 WpÜG	294
Fünfter Teil: Zusammenfassende Betrachtung	297
§ 1: Das nationale Haftungssystem im Wertpapierhandel	297
§ 2: Das nationale Haftungssystem des Übernahmerechts	300
§ 3: Durchsetzungsdefizit der nationalen Haftung	301
A. Unionsrechtliche Verpflichtung zur Verleihung subjektiver Rechte im Rahmen der wertpapierhandelsrechtlichen Verhaltenspflichten	302
B. Nationales Durchsetzungsdefizit im Lichte der Übernahmerichtlinie	302
§ 4: Die Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Normen durch das Privatrecht	303
A. Kreis der Anspruchsberechtigten	304
B. Person des Haftpflichtigen	304
C. Verschuldensmaßstab	305
D. Ersatzfähiger Schaden	305
E. Darlegungs- und Beweislastverteilung bezüglich der Kausalität und des Verschuldens	306
F. Länge der Verjährungsfrist	306
§ 5: Schluss	307
Literaturverzeichnis:	309