

ALEXANDER HELLGARDT

# Kapitalmarktdeliktsrecht



**Mohr Siebeck**

Alexander Hellgardt

# Kapitalmarktdeliktsrecht



Alexander Hellgardt

# Kapitalmarktdeliktsrecht

Haftung von Emittenten, Bietern,  
Organwaltern und Marktintermediären  
– Grundlagen, Systematik, Einzelfragen –

Mohr Siebeck

*Alexander Hellgardt*, geboren 1978; Studium der Rechtswissenschaft und Philosophie in Tübingen; 2008 Promotion; 2003–2008 wissenschaftlicher Assistent und Referent am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg.

ISBN 978-3-16-149750-6 / eISBN 978-3-16-164028-5 unveränderte eBook-Ausgabe 2024

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Publiziert von Mohr Siebeck Tübingen 2008. [www.mohrsiebeck.com](http://www.mohrsiebeck.com)

© Alexander Hellgardt.

Dieses Werk ist seit 08/2024 lizenziert unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung – Weitergabe unter gleichen Bedingungen 4.0 International“ (CC BY-SA 4.0). Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter: <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/>.

Jede Verwendung, die nicht von der oben genannten Lizenz umfasst ist, ist ohne Zustimmung des Urhebers unzulässig und strafbar.

Das Buch wurde von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Großbuchbinderei Josef Spinner in Ottersweier gebunden.

*Meinen Eltern*



# Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2007/2008 von der Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Hamburg als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur zum deutschen Recht sind noch bis zum 30. Juni 2008 berücksichtigt.

Entstanden ist die Arbeit während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Assistent am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht. Die besondere Atmosphäre des Instituts sowie die Vielzahl der Gesprächs- und Diskussionspartner haben mir nicht nur eine unvergessliche Zeit und viele Freunde beschert, sondern sich auch in zahlreichen Details der Arbeit niedergeschlagen.

Mein besonderer und tief empfundener Dank gilt meinem verehrten Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Dr. Dr. h.c. mult. *Klaus J. Hopt*. Er hat mich für die wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem deutschen, europäischen und internationalen Unternehmens- und Kapitalmarktrecht begeistert und war der Grund dafür, dass ich in meine Geburtsstadt Hamburg zurückgekehrt bin. In den Jahren am Institut ist er mir ein wirklicher Mentor geworden, dem ich mich fachlich wie persönlich sehr eng verbunden fühle.

Des Weiteren bin ich Herrn Prof. Dr. *Heribert Hirte* für die äußerst rasche Erstellung des Zweitgutachtens dankbar. Inhaltlich habe ich hilfreiche Anregungen von Vielen erhalten, von denen stellvertretend mein langjähriger Zimmerkollege *Jörn Kowalewski* genannt sein soll, der mir den Weg zur Ökonomie eröffnet hat. Daneben habe ich sehr von den praktischen Erfahrungen während meiner Referendarstationen profitiert, in denen mir meine Ausbilder Einblicke in einen großen Kapitalmarktstrafprozess, die Kapitalmarktgesetzgebung des Bundesministeriums der Finanzen sowie die Kapitalmarktpraxis einer internationalen Großkanzlei vermittelt haben. Viele Freunde und Familienmitglieder haben Teile des Manuskripts Korrektur gelesen. Frau *Ingeborg Stahl* hat die Arbeit druckfertig formatiert. Ihnen allen bin ich sehr dankbar.

Zuletzt sei meinen Eltern von Herzen gedankt, die mich in jeder Phase meiner Ausbildung uneingeschränkt unterstützt haben. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Hamburg, im August 2008

*Alexander Hellgardt*





# Inhaltsübersicht

|  |        |
|--|--------|
| Inhaltsverzeichnis .....   | XI     |
| Abkürzungsverzeichnis .....  | XXXVII |
| Einleitung .....   | 1      |
| § 1 Untersuchungsgegenstand .....  | 2      |
| A. Allgemeiner Teil .....  | 9      |
| § 2 Rechtsgrundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts .....                     | 9      |
| § 3 Grundstrukturen des US-amerikanischen<br>Kapitalmarktdeliktsrechts ..... | 79     |
| § 4 Ökonomische Grundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts .....               | 106    |
| B. Sonderdeliktsrecht des Kapitalmarkts .....                                | 165    |
| § 5 Geschützte Rechtsgüter .....   | 165    |
| § 6 Deliktsrecht zum Anleger- und Funktionenschutz .....                     | 199    |
| § 7 Gesetzliches Sonderrechtsverhältnis der<br>Kapitalmarktteilnehmer .....  | 213    |
| C. Besonderer Teil .....   | 237    |
| § 8 Deliktische Pflichten der Marktteilnehmer .....                          | 237    |
| § 9 Anspruchsberechtigte .....   | 340    |
| § 10 Haftpflichtige .....  | 365    |
| § 11 Verschulden .....   | 451    |
| § 12 Schaden .....   | 492    |
| § 13 Kausalität .....  | 518    |
| § 14 Verjährung .....  | 533    |
| § 15 Prozessrechtliche Aspekte .....   | 539    |
| D. Zusammenfassung und Ausblick .....  | 551    |
| § 16 Zusammenfassung der Kernaussagen .....                                  | 551    |
| § 17 Ausblick .....  | 560    |
| Literaturverzeichnis .....   | 563    |
| Sachverzeichnis .....  | 625    |





|     |   |    |
|-----|---|----|
| b)  | Rechtsdogmatische Einordnung der Prospekthaftung<br>in der Literatur .....  | 18 |
| aa) | Vertragsrechtliche Einordnungsansätze .....   | 18 |
| bb) | Deliktsrechtliche Einordnungsansätze.....   | 19 |
| cc) | Vertrauenshaftungsrechtliche Einordnungsansätze.....  | 20 |
| c)  | Prospekthaftung als deliktischer Tatbestand.....  | 20 |
| aa) | Entwicklung der herrschenden Meinung.....   | 21 |
| bb) | Vereinheitlichungstendenzen .....   | 22 |
| cc) | Probleme des Vertrauenshaftungskonzepts.....  | 23 |
| dd) | Prospekthaftung als Spezialdeliktsrecht.....  | 25 |
| ee) | Deliktsrechtliche Struktur der Prospekthaftung .....  | 26 |
| 2.  | Sekundärmarkt: Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität<br>(§§ 37b, 37c WpHG) .....  | 27 |
| a)  | Entwicklung der Haftung für fehlerhafte<br>Ad-hoc-Publizität .....  | 28 |
| aa) | Zusammenbruch des „Neuen Marktes“ .....   | 28 |
| bb) | Viertes Finanzmarktförderungsgesetz .....   | 29 |
| cc) | Anlegerschutzverbesserungsgesetz .....  | 31 |
| dd) | Gescheitertes Kapitalmarktinformationshaftungs-<br>gesetz .....   | 32 |
| b)  | Rechtsdogmatische Einordnung der Ad-hoc-<br>Publizitätshaftung in der Literatur .....   | 32 |
| c)  | §§ 37b und 37c WpHG als deliktische Tatbestände .....   | 33 |
| aa) | Vereinheitlichung der Haftungsbegründung am<br>Primär- und Sekundärmarkt .....  | 33 |
| bb) | Schwächen rechtsgeschäftlicher Begründungs-<br>ansätze .....  | 34 |
| cc) | §§ 37b, 37c WpHG als Spezialdeliktsrecht.....   | 35 |
| 3.  | Übernahmerecht: Haftung für fehlerhafte Angebotsunter-<br>lagen (§ 12 WpÜG) und Finanzierungsbestätigungen<br>(§ 13 Abs. 2 WpÜG)..... | 36 |
| a)  | Hintergrund der übernahmerechtlichen Haftungs-<br>tatbestände.....  | 37 |
| b)  | Rechtsdogmatische Einordnung der übernahme-<br>rechtlichen Haftung in der Literatur.....  | 39 |
| aa) | Einordnung von § 12 WpÜG.....   | 39 |
| bb) | Einordnung von § 13 Abs. 2 WpÜG .....   | 40 |
| c)  | §§ 12 und 13 Abs. 2 WpÜG als deliktische<br>Tatbestände .....   | 41 |
| aa) | § 12 WpÜG als spezialdeliktsrechtlicher<br>Tatbestand.....  | 41 |
| bb) | § 13 Abs. 2 WpÜG als spezialdeliktsrechtlicher<br>Tatbestand.....   | 42 |

|   |    |
|---|----|
| II. Allgemeines Deliktsrecht .....  | 44 |
| 1. Haftung für die Verletzung absoluter Rechte (§ 823<br>Abs. 1 BGB) .....      | 44 |
| 2. Haftung für die Verletzung von Schutzgesetzen (§ 823<br>Abs. 2 BGB) .....    | 46 |
| a) Schutzgesetzeigenschaft nach der Rechtsprechung<br>des BGH .....             | 47 |
| b) Schutzgesetzeigenschaft nach der Literatur .....                             | 48 |
| c) Schutzgesetze im Kapitalmarktrecht: Das WpHG als<br>pars pro toto .....      | 49 |
| aa) Bedeutung von § 15 Abs. 6 WpHG und § 4 Abs. 2<br>WpHG a.F. ....             | 49 |
| bb) Ansätze für ein Gesamtkonzept .....   | 50 |
| 3. Kreditgefährdung (§ 824 BGB) .....   | 52 |
| a) Kapitalmarkt als Anwendungsbereich für § 824 BGB .....                       | 52 |
| aa) Haftung der Anleiheemittenten nach § 824 BGB? .....                         | 52 |
| bb) § 824 BGB und Ratingagenturen .....   | 53 |
| cc) Keine Ansprüche für Anleihegläubiger .....                                  | 55 |
| dd) Rechtfertigung nach § 824 Abs. 2 BGB .....                                  | 55 |
| b) § 824 BGB im System des (Kapitalmarkt-)<br>Deliktsrechts .....               | 56 |
| aa) Stellung des § 824 BGB in der Dogmatik des<br>Deliktsrechts .....           | 56 |
| bb) Kapitalmarktrechtspolitische Wertungen des<br>§ 824 BGB .....               | 58 |
| 4. Haftung für sittenwidrige Schädigung (§ 826 BGB) .....                       | 58 |
| a) § 826 BGB im Kapitalmarktrecht .....   | 58 |
| aa) Sittenwidrigkeit im Falle fehlerhafter<br>Kapitalmarktpublizität .....      | 59 |
| bb) Subjektiver Tatbestand .....  | 62 |
| cc) Ersatzfähiger Schaden .....   | 64 |
| b) Probleme der kapitalmarktrechtlichen Anwendung<br>von § 826 BGB .....        | 64 |
| aa) Gesetzesverletzung als Grundlage der<br>Sittenwidrigkeit .....              | 65 |
| bb) Umfunktionierung des Vorsatzes zur groben<br>Fahrlässigkeit .....           | 66 |
| cc) Vermengung von § 826 BGB und § 823 Abs. 2<br>BGB .....                      | 67 |
| dd) Verlust des Schutzzwecks der Norm als<br>Haftungsbegrenzungskriterium ..... | 67 |
| c) § 826 BGB in einem entwickelten<br>Kapitalmarktdeliktsrecht .....            | 69 |

|  |    |
|--|----|
| III. Anlegerschützendes Kapitalmarktstrafrecht.....  | 71 |
| 1. Betrugsdelikte .....  | 71 |
| a) § 263 StGB.....   | 71 |
| b) § 264a StGB.....  | 73 |
| c) § 265b StGB.....  | 74 |
| 2. Insiderdelikte (§ 38 Abs. 1 WpHG).....  | 74 |
| 3. Marktmanipulation (§ 38 Abs. 2 WpHG).....   | 75 |
| 4. Verleitung zur Börsenspekulation (§§ 26, 49 BörsG) .....                                | 77 |
| 5. Falsche Angaben bzw. unrichtige Darstellung<br>(§ 331 HGB; § 400 AktG; § 17 PublG)..... | 77 |
| <br>§ 3 Grundstrukturen des US-amerikanischen Kapitalmarktdeliktsrechts .....              | 79 |
| I. Primärmarktrechtliche Haftung.....  | 80 |
| 1. Haftung nach sec. 12 Securities Act.....  | 80 |
| a) Tatbestand von sec. 12(a)(1) Securities Act .....                                       | 81 |
| b) Tatbestand von sec. 12(a)(2) Securities Act .....                                       | 82 |
| c) Gemeinsame Tatbestandsmerkmale und Rechtsfolgen.....                                    | 83 |
| 2. Haftung nach sec. 11 Securities Act.....  | 84 |
| a) Tatbestand .....  | 84 |
| b) Anspruchsberechtigte.....   | 84 |
| c) Haftpflichtige .....  | 85 |
| d) Subjektiver Tatbestand.....   | 85 |
| e) Umfang der Ersatzpflicht und Kausalität.....  | 86 |
| 3. Weitere Anspruchsgrundlagen.....  | 86 |
| a) Haftung nach sec. 17(a) Securities Act? .....   | 86 |
| b) Haftung nach Rule 10b-5 am Primärmarkt.....   | 86 |
| 4. Zusammenfassung .....   | 87 |
| II. Sekundärmarktrechtliche Haftung.....   | 88 |
| 1. Haftung für fehlerhafte Regelpublizität.....  | 89 |
| a) Regelpublizität .....   | 89 |
| b) Haftung nach sec. 18 Securities Exchange Act.....                                       | 90 |
| c) Haftung nach Rule 10b-5 .....   | 91 |
| aa) Implied Remedy und Inhalt von Rule 10b-5 .....   | 91 |
| bb) Falschdarstellung bezüglich wesentlicher<br>Umstände.....                              | 92 |
| cc) Subjektiver Tatbestand .....   | 92 |
| dd) Anspruchsberechtigte und Haftpflichtige.....   | 93 |
| ee) Haftungsbegründende Kausalität (fraud-on-the-<br>market-theory) .....                  | 94 |
| ff) Umfang der Haftung.....  | 96 |
| gg) Haftungsausfüllende Kausalität.....  | 97 |
| 2. Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität.....  | 98 |
| a) Haftung für inhaltlich fehlerhafte Meldungen .....                                      | 98 |

|   |     |
|---|-----|
| b) Haftung für unterlassene Veröffentlichungen.....                                     | 98  |
| 3. Sonstige Haftung am Sekundärmarkt.....   | 100 |
| a) Haftung nach Sec. 9(e) Securities Exchange Act.....                                  | 100 |
| b) Haftung nach sec. 16(b) Securities Exchange Act/<br>sec. 306 Sarbanes-Oxley Act..... | 100 |
| 4. Zusammenfassung.....   | 101 |
| III. Übernahmerechtliche Haftung.....   | 101 |
| 1. Übernahmerechtliche Informationspflichten.....                                       | 102 |
| 2. Haftung für fehlerhafte Informationen bei Übernahmen.....                            | 102 |
| 3. Zusammenfassung.....   | 104 |
| IV. Zwischenergebnis.....   | 104 |
| § 4 Ökonomische Grundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts.....                           | 106 |
| I. Marktteilnehmer am Kapitalmarkt und ihr Verhältnis<br>zueinander.....                | 107 |
| 1. Unternehmen.....   | 107 |
| 2. Anleger.....   | 108 |
| 3. Derivative Finanzinstrumente.....  | 109 |
| II. Struktur organisierter Kapitalmärkte.....   | 109 |
| 1. Primärmarkt.....   | 109 |
| 2. Sekundärmarkt.....   | 110 |
| III. Ökonomische Grundlagen der Haftung am Primärmarkt.....                             | 111 |
| 1. Funktion des Primärmarkts.....   | 111 |
| 2. Underpricing und Hot Issue Markets.....  | 113 |
| 3. Auswirkungen für die Unternehmensfinanzierung.....                                   | 115 |
| a) Modigliani-Miller: Irrelevanz der Finanzierung für<br>Unternehmenswert.....          | 115 |
| b) Pecking-Order-Theorie: Eigenkapital als teure<br>Finanzierung.....                   | 115 |
| c) Timing the Market.....   | 116 |
| d) Folgerungen.....   | 117 |
| IV. Ökonomische Grundlagen der Haftung am Sekundärmarkt.....                            | 118 |
| 1. Funktionen des Sekundärmarkts.....   | 119 |
| a) Liquiditätssicherung.....  | 119 |
| b) Portfoliooptimierung.....  | 120 |
| 2. Portfoliotheorie und Marktgleichgewichtsmodelle.....                                 | 121 |
| a) Portfoliotheorie: Risiko und Diversifikation.....                                    | 121 |
| b) Capital Asset Pricing Model.....   | 122 |
| c) Arbitrage Pricing Theory.....  | 123 |
| 3. Informationseffizienz: Efficient Capital Market<br>Hypothesis.....                   | 123 |
| a) Theoretische Grundlagen.....   | 123 |
| aa) Grade der Informationseffizienz.....  | 124 |

|   |     |
|---|-----|
| bb) Relative Informationseffizienz .....  | 124 |
| cc) Informationseffizienz und irrationale Anleger .....                         | 125 |
| dd) Informationseffizienz und Liquidität.....                                   | 126 |
| b) Empirische Überprüfungen .....   | 127 |
| c) Schlussfolgerung .....   | 129 |
| 4. Behavioral Finance .....   | 130 |
| a) Ausgangspunkt Marktanomalien .....   | 130 |
| b) Verhaltenspsychologische Erklärungsansätze:<br>Prospect Theory .....         | 131 |
| c) Grenzen der Arbitrage.....   | 132 |
| d) Einwände und Verwertbarkeit der Erkenntnisse.....                            | 133 |
| 5. Bedeutung des Sekundärmarkts für die Emittenten.....                         | 134 |
| a) Rückwirkungen auf den Primärmarkt .....                                      | 135 |
| b) Auswirkungen auf Investitionsentscheidungen des<br>Emittenten .....          | 135 |
| c) Ineffiziente Kapitalmärkte und Investitionsverhalten<br>der Emittenten ..... | 138 |
| 6. Schäden bei Falschinformation des Sekundärmarkts .....                       | 140 |
| a) Zusammenhang zwischen Fehlinformationen und<br>Handeln der Anleger .....     | 140 |
| b) Divergenz von Anlegerschäden und sozialen Schäden.....                       | 140 |
| c) Fehlender Schaden auch auf Ebene des einzelnen<br>Anlegers? .....            | 141 |
| d) Einwände: Schädlichkeit von Fehlinformation für<br>Anleger und Markt .....   | 142 |
| V. Kapitalmarkt und Unternehmenskontrolle .....                                 | 143 |
| 1. Separation of Ownership and Control .....                                    | 144 |
| 2. Corporate Governance .....   | 145 |
| 3. Shareholder Value als Maßstab der Unternehmensführung .....                  | 147 |
| a) Shareholder Value aus ökonomischer Sicht.....                                | 147 |
| b) Shareholder Value als Kontroll- und<br>Anreizmechanismus .....               | 149 |
| c) Probleme des Shareholder Value-Konzepts.....                                 | 150 |
| 4. Interne und externe Mittel zur Kontrolle der<br>Unternehmensführung .....    | 151 |
| a) Exit und Voice .....   | 151 |
| b) Interne und externe Corporate Governance .....                               | 152 |
| c) Path Dependence und Konvergenz der Systeme.....                              | 153 |
| d) Verhältnis von externer und interner Corporate<br>Governance .....           | 154 |
| 5. Unternehmenskontrolle am Primärmarkt.....                                    | 155 |
| a) Erklärungsbedarf beim IPO .....  | 155 |
| b) Erklärungsbedarf bei der Kapitalerhöhung.....                                | 156 |



|      |   |     |
|------|---|-----|
| c)   | Primärmarkt als Markt zur Allokation von Unternehmenskontrolle .....      | 157 |
| 6.   | Unternehmenskontrolle am Sekundärmarkt .....                              | 157 |
| a)   | Unternehmenskontrolle durch Marktreaktionen .....                         | 157 |
| b)   | Bedeutung von Kapitalmarktinformationen für die Kursbildung .....         | 159 |
| c)   | Börsenkurs als Zweckmäßigkeitsskontrolle .....                            | 159 |
| d)   | Reaktionsmöglichkeiten der Anleger .....                                  | 160 |
| e)   | Unternehmenskontrolle bei ineffizienten Sekundärmärkten .....             | 160 |
| 7.   | Markt für Unternehmenskontrolle .....                                     | 161 |
| a)   | Konzept des Marktes für Unternehmenskontrolle .....                       | 161 |
| b)   | Handelnde Personen am Markt für Unternehmenskontrolle .....               | 162 |
| c)   | Einfluss von ineffizienten Sekundärmärkten auf den Übernahmemarkt .....   | 163 |
| d)   | Praktische Bedeutung des Marktes für Unternehmenskontrolle .....          | 163 |
| VI.  | Zwischenfazit .....   | 164 |
| <br> |   |     |
| B.   | Sonderdeliktsrecht des Kapitalmarkts .....                                | 165 |
| § 5  | Geschützte Rechtsgüter .....  | 165 |
| I.   | Anlegerschutz .....   | 166 |
| 1.   | Schutz des individuellen Anlegers .....                                   | 167 |
| a)   | Marktteilnahme als Anknüpfungspunkt des Kapitalmarktrechts .....          | 167 |
| b)   | Begriff des Anlegers .....  | 167 |
| c)   | Schutzbedürfnisse der Anleger .....                                       | 168 |
| aa)  | Professionelle Anleger .....  | 169 |
| bb)  | Privatanleger .....   | 169 |
| (1)  | Schutz im Verhältnis zu Intermediären .....                               | 170 |
| (2)  | Schutz im Verhältnis zu Emittenten .....                                  | 171 |
| cc)  | Schlussfolgerungen .....  | 172 |
| 2.   | Schutz des Publikums .....  | 172 |
| a)   | Begriff des Publikums .....   | 172 |
| b)   | Zivilrechtlicher Schutz des Publikums .....                               | 173 |
| c)   | Publikumsschutz als Kernaufgabe des Kapitalmarktdeliktsrechts .....       | 174 |
| d)   | Kein kapitalmarktdeliktsrechtlicher Schutz von Anlageentscheidungen ..... | 176 |

|      |   |     |
|------|---|-----|
| 3.   | Vom Anleger- zum Funktionenschutz: Marktschutz durch<br>Marktteilnehmerschutz ..... | 177 |
| II.  | Funktionenschutz.....   | 180 |
| 1.   | Herkömmliche Dimensionen des Schutzes.....  | 181 |
| a)   | Institutionelle Effizienz.....  | 181 |
| b)   | Operationale Effizienz .....  | 182 |
| c)   | Allokative Effizienz .....  | 183 |
| 2.   | Funktionenschutz und Marktanomalien .....   | 184 |
| a)   | Auswirkungen von Marktanomalien auf Funktionen<br>des Kapitalmarkts.....            | 184 |
| b)   | Rechtliche Behandlung von Marktanomalien.....                                       | 185 |
| 3.   | Corporate Governance als Funktionenschutz .....                                     | 186 |
| a)   | Funktionsfähigkeit des Marktes und der dort notierten<br>Unternehmen .....          | 187 |
| b)   | Wechselwirkungen zwischen Kapitalmarktregulierung<br>und Corporate Governance ..... | 188 |
| c)   | Folgerungen für das Kapitalmarktdeliktsrecht.....                                   | 189 |
| III. | Schutzkonzept des Übernahmerechts .....   | 190 |
| 1.   | Mögliche Schutzgüter .....  | 190 |
| 2.   | Schutz eines „substituierten Preisbildungsprozesses“ .....                          | 191 |
| a)   | Übernahmeprämie als Teilhabe am vom Bieter<br>generierten Mehrwert.....             | 191 |
| b)   | Übernahmeprozess als Aushandeln der Höhe der<br>Übernahmeprämie .....               | 192 |
| aa)  | Grund und Ziel der besonderen<br>übernahmerechtlichen Regulierung.....              | 192 |
| bb)  | Lösungsansätze des Übernahmerechts .....  | 193 |
| 3.   | Fazit: Anleger- und Funktionenschutz im<br>Übernahmerecht.....                      | 194 |
| IV.  | Verhältnis von Anleger- und Funktionenschutz.....                                   | 194 |
| 1.   | Zielkonflikte im Anlegerschutz .....  | 195 |
| a)   | Aktuelle und potentielle Anleger .....  | 195 |
| b)   | Eigenkapitalgeber und Fremdkapitalgeber .....                                       | 196 |
| c)   | Schlussfolgerung .....  | 197 |
| 2.   | Anleger- vs. Funktionenschutz? .....  | 197 |
| § 6  | Deliktsrecht zum Anleger- und Funktionenschutz.....                                 | 199 |
| I.   | Rechtfertigung zwingenden Haftungsrechts .....                                      | 199 |
| 1.   | Ineffizienz deliktischer Haftung?.....  | 199 |
| 2.   | Ökonomische Vorteilhaftigkeit einer zwingenden<br>Regulierung.....                  | 200 |
| a)   | Rechtfertigung zwingender Publizitäts- und<br>Verhaltenspflichten .....             | 200 |

|   |     |
|---|-----|
| b) Rechtfertigung einer deliktischen Haftung .....  | 202 |
| 3. Schlussfolgerungen .....   | 203 |
| II. Kapitalmarkthaftung als Haftung für reine<br>Vermögensschäden .....   | 204 |
| 1. Numerus clausus der deliktsrechtlich geschützten Rechte? .....   | 204 |
| a) Verabsolutierung der Grundentscheidung gegen<br>umfassenden Vermögensschutz .....  | 204 |
| b) Einwände gegen den Ausschluss von<br>Vermögensschäden aus dem Deliktsrecht .....   | 205 |
| c) Zwischenfazit .....  | 206 |
| 2. Haftungsbegrenzung und Haftungsvorhersehbarkeit als<br>Rechtfertigung eingeschränkten deliktsrechtlichen<br>Schutzes ..... | 207 |
| 3. Haftung für reine Vermögensschäden aus ökonomischer<br>Sicht .....   | 208 |
| 4. Einordnung des Kapitalmarktdeliktsrechts in das Gefüge<br>der deliktischen Haftung für reine Vermögensschäden .....        | 210 |
| a) Unstreitige Ausgangspunkte .....   | 210 |
| b) Sonderrechtsspezifische Bestimmung des<br>Haftungsumfanges .....   | 210 |
| § 7 Gesetzliches Sonderrechtsverhältnis der Kapitalmarktteilnehmer .....  | 213 |
| I. Konzept gesetzlicher Sonderrechtsverhältnisse .....  | 213 |
| 1. Rechtsdogmatische Konzeptionen .....   | 214 |
| a) Theorie der Vertrauenshaftung (Canaris) .....  | 214 |
| b) Gesetzliches Schuldverhältnis auf Anlegerschutz<br>(Hopt) .....  | 214 |
| c) Sonderverbindung kraft Leistung (Picker) .....   | 215 |
| d) Unternehmerische Außenhaftung (Hirte) .....  | 215 |
| 2. Gesetzliche Sonderrechtsverhältnisse im positiven Recht .....  | 216 |
| a) Culpa in Contrahendo .....   | 216 |
| b) Geschäftsführung ohne Auftrag .....  | 217 |
| c) Eigentümer-Besitzer-Verhältnis .....   | 218 |
| 3. Kriterien für die Entstehung gesetzlicher<br>Sonderrechtsverhältnisse .....  | 218 |
| a) Bedürfnis für eine Sonderregelung .....  | 219 |
| b) Tatsächliches Näheverhältnis .....   | 219 |
| II. Herleitung und Struktur des kapitalmarktrechtlichen<br>Sonderrechtsverhältnisses .....                                    | 220 |
| 1. Bedürfnis für ein kapitalmarktrechtliches<br>Sonderrechtsverhältnis .....  | 220 |
| 2. Regelungskonzeption .....  | 221 |

|      |   |     |
|------|---|-----|
| a)   | Funktional gleichwertiger Schutz vor<br>Pflichtverletzungen .....   | 221 |
| b)   | Gewährleistung einer Zweckmäßigkeitkontrolle<br>unternehmerischer Entscheidungen durch den Markt.....   | 223 |
| 3.   | Rechtliche Ausgestaltung .....  | 224 |
| a)   | Kein generelles haftungsrechtliches<br>Marktmanipulationsverbot.....  | 225 |
| b)   | Grundsatz: Haftung für die Verletzung gesetzlicher<br>Pflichten .....   | 226 |
| c)   | Europarechtliche Rückbindung.....   | 226 |
| 4.   | Struktur des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechts-<br>verhältnisses als Haftung für die Verletzung von<br>gesetzlich präformierten Näheverhältnissen..... | 228 |
| a)   | Gleichlauf von wirtschaftlichen und juristischen<br>Näheverhältnissen .....   | 228 |
| b)   | Kompensation verringerter Einflussmöglichkeiten.....  | 229 |
| 5.   | Inhalt und Umfang des Sonderrechtsverhältnisses .....   | 230 |
| a)   | Erfassung sämtlicher<br>Kapitalmarktfinanzierungsvarianten.....   | 230 |
| b)   | Abstufungen des Schutzniveaus.....  | 232 |
| c)   | Kein kapitalmarktdeliktsrechtlicher Schutz beim<br>Delisting .....  | 235 |
| III. | Schutzgesetzeigenschaft im Rahmen des Kapitalmarkt-<br>deliktsrechts.....   | 235 |
| C.   | Besonderer Teil.....  | 237 |
| § 8  | Deliktische Pflichten der Marktteilnehmer .....   | 237 |
| I.   | Standardisierte Informationspflichten .....   | 237 |
| 1.   | Informationspflichten des Emittenten am Primärmarkt.....  | 238 |
| a)   | Prospektpflicht .....   | 239 |
| aa)  | Prospektpflichten und ihre haftungsrechtliche<br>Relevanz .....   | 239 |
| (1)  | Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts .....  | 239 |
| (2)  | Prospektpflichtbefreiende Dokumente .....   | 240 |
| (3)  | Pflicht zur Prospektaktualisierung.....   | 241 |
| (4)  | Endgültige Bedingungen des Angebots.....  | 244 |
| bb)  | Fehlerhaftigkeit einer Prospektveröffentlichung.....  | 245 |
| b)   | Pflicht zur Ad-hoc-Publizität am Primärmarkt .....  | 247 |
| 2.   | Sekundärmarktrechtliche Publizitätspflichten des<br>Emittenten.....   | 248 |
| a)   | Regelpublizität .....   | 248 |

|     |   |     |
|-----|---|-----|
| aa) | Überblick über die kapitalmarktrechtliche<br>Regelpublizität.....         | 248 |
| bb) | Haftungsrechtliche Relevanz der Regelpublizität .....                     | 251 |
| cc) | Fehlerhaftigkeit der Regelpublizität .....                                | 253 |
|     | (1) Keine Haftung für unterlassene<br>Veröffentlichungen .....            | 253 |
|     | (2) Haftung für falsche oder unvollständige<br>Veröffentlichungen .....   | 254 |
|     | (3) Pflicht zur Aktualisierung der<br>Entsprechenserklärung.....          | 254 |
| b)  | Ad-hoc-Publizität.....  | 255 |
| aa) | Allgemeine und spezielle Ad-hoc-<br>Publizitätspflichten.....             | 255 |
| bb) | Haftungsrechtliche Relevanz der Ad-hoc-<br>Publizität.....                | 257 |
| cc) | Haftung für unterlassene oder verspätete Ad-hoc-<br>Publizität.....       | 258 |
|     | (1) Haftungsrechtliche Bestimmung des<br>Veröffentlichungszeitpunkts..... | 258 |
|     | (2) Vorliegen eines (zukünftigen) Umstands .....                          | 259 |
|     | (3) Kursbeeinflussungseignung und tatsächliche<br>Kursbeeinflussung ..... | 261 |
|     | (4) Ausnahmen von der Veröffentlichungspflicht.....                       | 262 |
|     | (5) Ad-hoc-Publizitätspflicht bei krasser<br>Überbewertung der Aktie..... | 263 |
| dd) | Haftung für inhaltlich falsche Ad-hoc-<br>Mitteilungen .....              | 265 |
| c)  | Beteiligungspublizität .....  | 266 |
| aa) | Überblick über die kapitalmarktrechtliche<br>Beteiligungspublizität.....  | 266 |
| bb) | Haftungsrechtliche Relevanz der<br>Beteiligungspublizität.....            | 267 |
| cc) | Fehlerhaftigkeit der Beteiligungspublizität .....                         | 268 |
| 3.  | Übernahmerechtliche Publizitätspflichten.....                             | 268 |
| a)  | Angebotsunterlage .....   | 269 |
| aa) | Inhalt und Funktion der Angebotsunterlage.....                            | 269 |
| bb) | Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen.....                           | 272 |
|     | (1) Barangebote .....   | 272 |
|     | (2) Tauschangebote .....  | 272 |
|     | (3) Falschangaben über die Absichten des Bieters.....                     | 273 |
| b)  | Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines<br>Angebots .....      | 273 |
| aa) | Inhalt und Funktion der Veröffentlichungspflicht.....                     | 273 |

|  |     |
|--|-----|
| (1) Verhältnis zur allgemeinen Ad-hoc-Publizität.....                | 274 |
| (2) Kein Kursrelevanzanfordernis.....                                | 275 |
| bb) Haftungsrechtliche Relevanz.....                                 | 276 |
| c) Veröffentlichungen über den Stand der<br>Annahmeerklärungen.....  | 277 |
| aa) Inhalt und Funktion der Veröffentlichungspflicht.....            | 277 |
| bb) Haftungsrechtliche Relevanz.....                                 | 278 |
| d) Veröffentlichung von Neben- und Nacherwerben.....                 | 279 |
| e) Pflicht zur Aktualisierung der Angebotsunterlage.....             | 280 |
| f) Informationspflichten der Zielgesellschaft.....                   | 281 |
| aa) Inhalt und Funktion der Stellungnahme nach § 27<br>WpÜG.....     | 281 |
| (1) Ausrichtung am Informationsbedürfnis der<br>Aktionäre.....       | 282 |
| (2) Stellungnahme zu Art und Höhe der<br>Gegenleistung.....          | 283 |
| (3) Sonstige Informationspflichten.....                              | 284 |
| (4) Erleichterungen bei einfachen<br>Erwerbsangeboten.....           | 284 |
| bb) Haftungsrechtliche Relevanz der Stellungnahme.....               | 285 |
| cc) Fehlerhaftigkeit der Stellungnahme.....                          | 286 |
| 4. Informationspflichten der Organmitglieder.....                    | 287 |
| a) Directors' Dealings.....  | 288 |
| aa) Inhalt und Funktion der Veröffentlichungspflicht.....            | 288 |
| bb) Haftungsrechtliche Relevanz.....                                 | 290 |
| cc) Fehlerhaftigkeit der Veröffentlichung.....                       | 291 |
| dd) Gewinnabschöpfung?.....  | 291 |
| b) Annahmeabsicht im Übernahmerecht.....                             | 292 |
| 5. Informationspflichten der Anleger.....                            | 292 |
| a) Ausgestaltung der Meldepflichten der Anleger.....                 | 293 |
| b) Haftungsrechtliche Relevanz.....                                  | 295 |
| 6. Informationspflichten der Marktintermediäre.....                  | 295 |
| a) Einbeziehung von Intermediären in die<br>Kapitalmarkthaftung..... | 295 |
| aa) Differenzierung zwischen Markt- und<br>Anlegerintermediären..... | 295 |
| bb) Marktintermediäre als Gatekeepers.....                           | 296 |
| b) Emissionsbegleiter.....   | 298 |
| aa) Prospekthaftung der Emissionsbank.....                           | 298 |
| bb) Erstellung von Comfort Letters durch<br>Wirtschaftsprüfer.....   | 298 |
| c) Abschlussprüfer.....  | 300 |

|      |  |     |
|------|--|-----|
| aa)  | Kapitalmarktrechtliche Funktion des Bestätigungsvermerks.....  | 300 |
| bb)  | Prospekthaftung des Abschlussprüfers.....  | 300 |
| cc)  | Sekundärmarkthaftung des Abschlussprüfers .....  | 303 |
| dd)  | Sorgfaltspflichten des Abschlussprüfers .....  | 305 |
| d)   | Finanzanalysten.....   | 305 |
| aa)  | Begriff und Erscheinungsformen der Finanzanalyse .....   | 305 |
| bb)  | Besondere Pflichten der Sell-Side Analysten.....   | 306 |
| cc)  | Haftungsrechtliche Relevanz der Finanzanalyse.....   | 307 |
| dd)  | Fehlerhafte Finanzanalyse: Haftung für Prognosen und Werturteile.....                                | 309 |
| e)   | Ratingagenturen .....  | 310 |
| aa)  | Begriff und Bedeutung des Ratings.....   | 310 |
| bb)  | Haftungsrechtliche Relevanz.....   | 311 |
| (1)  | Fehlende gesetzliche Regulierung .....   | 311 |
| (2)  | Differenzierung zwischen solicited und unsolicited Ratings.....                                      | 312 |
| f)   | Finanzierungsbestätigung im Übernahmerecht.....  | 313 |
| 7.   | Haftung für freiwillig erteilte standardisierte Informationen .....                                  | 314 |
| a)   | Haftungsrechtliche Privilegierung freiwilliger Informationen? .....                                  | 314 |
| b)   | Keine grundsätzliche Privilegierung.....   | 314 |
| c)   | Gleichlauf mit den gesetzlichen Publizitätspflichten.....  | 315 |
| II.  | Individuelle Informations- und Beratungspflichten .....  | 316 |
| 1.   | Aufgabe und Funktion der Anlegerintermediäre.....  | 316 |
| 2.   | Abgrenzung zur deliktischen Haftung für die Verletzung von Informations- und Beratungspflichten..... | 317 |
| III. | Pflichten aus Insiderstellung .....  | 317 |
| 1.   | Tatbestand und rechtliche Folgen der Insiderstellung.....  | 318 |
| a)   | Insiderpapiere.....  | 318 |
| b)   | Insiderinformation.....  | 319 |
| c)   | Verbote des § 14 Abs. 1 WpHG .....   | 319 |
| aa)  | Inhalt und Regelungszweck.....   | 319 |
| bb)  | Ausgestaltung und Ausnahmen .....  | 320 |
| d)   | Unternehmensinsider .....  | 321 |
| 2.   | Schädigungen durch Insiderhandel.....  | 323 |
| a)   | Ausgangspunkt: Volkswirtschaftliche Schädlichkeit des Insiderhandels.....                            | 323 |
| b)   | These von der fehlenden Schadenskausalität des Insiderhandels .....                                  | 323 |

|     |   |     |
|-----|---|-----|
| c)  | Konkretisierung der durch Insiderhandel verursachten Schäden .....    | 324 |
| aa) | Kursauswirkungen des Insiderhandels .....                             | 324 |
| bb) | Gesamtwirtschaftliche Nachteile des Insiderhandels .....              | 325 |
| d)  | Fazit .....   | 326 |
| 3.  | Folgerungen für die kapitalmarktdeliktsrechtliche Haftung .....       | 326 |
| 4.  | Zivilrechtliche Erfassung von Insiderrechtsverstößen .....            | 327 |
| a)  | Gewinnhaftung von Insidern .....                                      | 327 |
| b)  | Persönliche Informationspflichthaftung bei Insiderhandel .....        | 328 |
| IV. | Kapitalmarktbezogene Handlungs- und Unterlassungspflichten .....      | 328 |
| 1.  | Verbotene Geschäfte (§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG) .....              | 328 |
| a)  | Ausgestaltung des Tatbestands und Ausnahmen .....                     | 328 |
| b)  | Haftungsrechtliche Relevanz .....                                     | 330 |
| 2.  | Verbot von Täuschungshandlungen (§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG) .....  | 331 |
| a)  | Ausgestaltung des Tatbestands .....                                   | 331 |
| b)  | Haftungsrechtliche Relevanz .....                                     | 332 |
| 3.  | Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots .....                      | 332 |
| a)  | Tatbestand des Pflichtangebots .....                                  | 332 |
| b)  | Zivilrechtliche Relevanz einer Verletzung der Angebotspflicht .....   | 333 |
| c)  | Recht auf Erhalt eines Angebots als negatorischer Anspruch .....      | 335 |
| 4.  | Verhaltenspflichten der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten ..... | 335 |
| a)  | Neutralitätspflicht der Verwaltung der Zielgesellschaft .....         | 335 |
| b)  | Haftungsrechtliche Relevanz .....                                     | 337 |
| 5.  | Allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungspflicht? .....     | 338 |
| § 9 | Anspruchsberechtigte .....  | 340 |
| I.  | Handel mit Finanzinstrumenten als Anknüpfungspunkt .....              | 340 |
| 1.  | Anspruchsberechtigung bei der spezialgesetzlichen Haftung .....       | 340 |
| a)  | Transaktionserfordernis als Anspruchsvoraussetzung .....              | 340 |
| b)  | Kritik am Transaktionserfordernis .....                               | 341 |
| c)  | Funktion des Transaktionserfordernisses .....                         | 342 |
| aa) | Zusammenhang mit dem Schutzzweck der Kapitalmarkthaftung .....        | 342 |



|   |     |
|---|-----|
| bb) Transaktionserfordernis bei Schutz der Willensfreiheit .....              | 343 |
| cc) Transaktionserfordernis im Übernahmerecht .....                           | 344 |
| 2. Anspruchsberechtigung im allgemeinen Deliktsrecht .....                    | 345 |
| a) Primärmarkthaftung .....   | 345 |
| b) Sekundärmarkthaftung .....   | 346 |
| c) Übernahmerechtliche Haftung .....  | 347 |
| aa) Haftung des Bieters .....   | 347 |
| bb) Haftung der Verwaltung der Zielgesellschaft .....                         | 347 |
| 3. Transaktionserfordernis als Baustein des Kapitalmarktdeliktsrechts .....   | 349 |
| II. Zeitliche Begrenzung der anspruchsberechtigenden Transaktionen .....      | 349 |
| 1. Beginn der Anspruchsberechtigung .....                                     | 349 |
| a) Primärmarkthaftung .....   | 349 |
| b) Sekundärmarkthaftung .....   | 351 |
| aa) Haftung für unterlassene Ad-hoc-Publizität .....                          | 351 |
| bb) Haftung für inhaltlich fehlerhafte Sekundärmarktpublizität .....          | 352 |
| c) Übernahmerechtliche Haftung .....  | 352 |
| 2. Ende der Anspruchsberechtigung .....                                       | 353 |
| a) Primärmarkthaftung .....   | 353 |
| aa) Haftung für Wertpapierprospekte .....                                     | 354 |
| bb) Haftung für Vermögensanlagenverkaufsprospekte .....                       | 355 |
| cc) Fazit .....   | 356 |
| b) Sekundärmarkthaftung .....   | 356 |
| c) Übernahmerechtliche Haftung .....  | 358 |
| III. Aktivlegitimation in Sonderkonstellationen .....                         | 359 |
| 1. Aktivlegitimation bei Weiterveräußerung des Finanzinstruments .....        | 359 |
| a) Primärmarkthaftung .....   | 359 |
| b) Sekundärmarkthaftung .....   | 360 |
| 2. Haftung für nicht unterscheidbare Gattungsstücke .....                     | 362 |
| 3. Aktivlegitimation bei Handel mit derivativen Finanzinstrumenten .....      | 363 |
| § 10 Haftpflichtige .....   | 365 |
| I. Ökonomische Grundlagen .....   | 365 |
| 1. Funktionen der Haftung .....   | 365 |
| 2. Rolle der Kapitalmarkthaftung für Schadensprävention und -allokation ..... | 366 |
| a) Schadensallokation .....   | 367 |
| aa) Haftung oder Selbstversicherung .....                                     | 367 |

|  |     |
|--|-----|
| bb) Haftung des Organwalters oder des Emittenten .....   | 368 |
| (1) Grundsatz .....  | 368 |
| (2) Bei drohender Insolvenz des Emittenten .....   | 369 |
| b) Schadensprävention .....  | 370 |
| c) Schlussfolgerungen und weiteres Vorgehen .....  | 371 |
| 3. Optimale Anreize für Unternehmensleiter am<br>Primärmarkt .....   | 371 |
| a) Ausgangspunkt: Informationsasymmetrien am<br>Primärmarkt .....  | 371 |
| aa) Motive für die Kapitalaufnahme .....   | 372 |
| bb) Unternehmensfinanzierung als Prinzipal-Agent-<br>Konflikt.....   | 373 |
| cc) Opportunismus und informationsbedingtes<br>Marktversagen .....   | 373 |
| dd) Strategien zur Verhinderung<br>informationsbedingten Marktversagens .....  | 374 |
| b) Persönliche Haftung als Signaling bei<br>Informationsasymmetrien .....  | 375 |
| aa) Zusammenhang von Kapitalaufnahme und<br>Unternehmenskontrolle .....  | 376 |
| bb) Interessenkonflikte des Organwalters bei der<br>Kapitalaufnahme.....   | 376 |
| (1) Verdeckung von Missmanagement.....   | 377 |
| (2) Eigene Beteiligungsinteressen .....  | 377 |
| cc) Zwischenfazit .....  | 378 |
| c) Gefahr der Überabschreckung durch Primärmarkt-<br>haftung .....   | 379 |
| aa) Führt Haftung zu einem unteroptimalen<br>Veröffentlichungsniveau?.....   | 379 |
| bb) Unteroptimales Veröffentlichungsniveau bei<br>Rechtsunsicherheit? Analyse der Rechtsprechung<br>zur Börsenprospekthaftung..... | 380 |
| d) Überabschreckung risikoaverser Manager bei<br>persönlicher Haftung? .....   | 382 |
| 4. Optimale Anreize für Unternehmensleiter am<br>Sekundärmarkt .....   | 383 |
| a) Ökonomisch relevante Schäden .....  | 384 |
| aa) Übermäßige Abschreckung aufgrund geringer<br>sozialer Schäden? .....   | 384 |
| bb) Ungenauigkeit in der Messung der sozialen<br>Schäden.....  | 385 |
| b) Anreize zur Fehlinformation des Sekundärmarktes im<br>Allgemeinen .....   | 386 |

|     |  |     |
|-----|--|-----|
| aa) | Häufige Gründe für Fehlinformationen.....  | 386 |
| bb) | Das Zusammenspiel von<br>Kapitalmarktinformation, sonstiger<br>Unternehmenskommunikation und der<br>Unternehmensorganisation ..... | 387 |
| c)  | Persönliche Haftung zur Abschreckung von<br>Fehlinformationen.....   | 388 |
| aa) | “Last-period“-Problem .....  | 388 |
| bb) | Fehlinformationen zur Selbstbereicherung.....  | 389 |
| d)  | Anreize zur Fehlinformation bei<br>Kapitalmarktineffizienzen.....  | 390 |
| aa) | Erwartungshaltungen aufgrund überhöhter<br>Börsenkurse .....   | 390 |
| bb) | Anreize der Organwalter bei fehlgeleiteten<br>Erwartungen der Anleger .....  | 390 |
| e)  | Überabschreckung durch persönliche Haftung am<br>Sekundärmarkt? .....  | 391 |
| aa) | Unerwünschte Effekte einer persönlichen<br>Kapitalmarkthaftung.....  | 391 |
| bb) | Lösungsmöglichkeiten und Bewertung .....   | 392 |
| 5.  | D&O-Versicherung.....  | 393 |
| 6.  | Zwischenergebnis .....   | 394 |
| II. | Emittentenhaftung .....  | 395 |
| 1.  | Emittentenhaftung im allgemeinen Delikts- und<br>Gesellschaftsrecht .....  | 395 |
| a)  | Deliktsrechtliche Analyse der Emittentenhaftung .....  | 395 |
| aa) | Regelungszweck von § 31 BGB.....   | 395 |
| bb) | Ausweitung des § 31 BGB zur Schließung der<br>Lücken des § 831 BGB.....  | 396 |
| cc) | Deliktische Haftung für unternehmensbezogene<br>Pflichten.....   | 397 |
| b)  | Gesellschaftsrechtliche Analyse der<br>Emittentenhaftung.....  | 398 |
| aa) | Emittentenhaftung und Gesellschafterschutz .....   | 398 |
| (1) | Die Situation des geschädigten<br>Anlegergesellschafters .....   | 399 |
| (2) | Die Situation der übrigen Gesellschafter .....   | 399 |
| (3) | Sonderfall Publikumpersonengesellschaft .....  | 400 |
| bb) | Emittentenhaftung und Gläubigerschutz .....  | 401 |
| (1) | Vereinbarkeit mit dem Verbot der<br>Einlagenrückgewähr nach § 57 AktG .....  | 401 |
| (2) | Unvereinbarkeit mit dem Verbot des Erwerbs<br>eigener Aktien.....  | 405 |

|      |   |     |
|------|---|-----|
|      | (3) Sonderfall Publikumpersonengesellschaft .....                                 | 406 |
|      | (4) Emittentenhaftung und Insolvenz .....   | 407 |
| 2.   | Emittentenhaftung im kapitalmarktrechtlichen<br>Sonderrechtsverhältnis.....       | 409 |
|      | a) Funktion der Emittentenhaftung für die<br>Verhaltenssteuerung.....             | 409 |
|      | b) Funktion der Emittentenhaftung für die<br>Schadensallokation.....              | 411 |
| III. | Organhaftung.....   | 411 |
| 1.   | Organaußenhaftung im allgemeinen Deliktsrecht .....                               | 412 |
|      | a) Deliktsrechtliche Analyse .....  | 412 |
|      | aa) Grundkonstellationen deliktischer<br>Organaußenhaftung .....                  | 412 |
|      | bb) Außenhaftung bei Verletzung von Organisations-<br>und Kontrollpflichten ..... | 413 |
|      | cc) Organaußenhaftung bei Verletzung<br>unternehmensbezogener Pflichten.....      | 414 |
|      | dd) Organaußenhaftung als Gehilfenhaftung?.....                                   | 415 |
|      | b) Gesellschaftsrechtliche Analyse.....   | 417 |
|      | aa) Binnen- und Außenpflichten des Organwalters .....                             | 417 |
|      | bb) Folgerungen für die deliktsrechtliche<br>Außenhaftung .....                   | 420 |
|      | (1) Grundsatz: nur Außenpflichten begründen<br>Außenhaftung.....                  | 420 |
|      | (2) Ausnahme: Erstreckung von Binnenpflichten<br>ins Außenverhältnis .....        | 421 |
| 2.   | Organhaftung im Rahmen spezialgesetzlicher<br>Anspruchsgrundlagen .....           | 422 |
|      | a) Prospekthaftung der Organmitglieder .....                                      | 422 |
|      | aa) Börsengesetzliche Prospekthaftung.....  | 422 |
|      | (1) Entstehungsgeschichtlicher Hintergrund .....                                  | 422 |
|      | (2) Meinungsstand zur Prospekthaftung der<br>Organwalter .....                    | 423 |
|      | (3) Persönliche Haftung aufgrund von § 44<br>Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG .....        | 424 |
|      | (4) Persönliche Haftung aufgrund von § 44<br>Abs. 1 S. 1 Nr. 2 BörsG .....        | 427 |
|      | bb) Bürgerlichrechtliche Prospekthaftung.....                                     | 427 |
|      | cc) Investmentrechtliche Prospekthaftung .....                                    | 429 |
|      | b) Haftung der Organmitglieder nach §§ 37b, 37c WpHG .....                        | 429 |
|      | c) Übernahmerechtliche Haftung der Organmitglieder.....                           | 429 |
|      | d) Reformbestrebungen .....   | 431 |

|   |     |
|---|-----|
| 3. Organpflichten im kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis.....    | 432 |
| a) Grundsatz .....  | 432 |
| b) Kumulative Haftung mit dem Emittenten.....                               | 434 |
| c) Beeinträchtigung marktbasierter Corporate Governance-Mechanismen.....    | 435 |
| d) Verletzung einer kapitalmarktrechtlichen Treuepflicht .....              | 436 |
| aa) Unternehmerisches Ermessen und Rechenschaftspflichten.....              | 436 |
| bb) Übertragbarkeit gesellschaftsrechtlicher Treuepflichten.....            | 437 |
| cc) Ansatzpunkt Überwachungsfunktion öffentlicher Kapitalmärkte .....       | 439 |
| dd) Fallgruppen der Verletzung kapitalmarktrechtlicher Treuepflichten ..... | 440 |
| e) Grenzen der Organaußenhaftung .....                                      | 441 |
| aa) Möglichkeit der tatsächlichen Verhaltenssteuerung .....                 | 441 |
| bb) Besonderheiten bei Geschäftsverteilung .....                            | 441 |
| IV. Haftung Dritter .....   | 442 |
| 1. Haftung von Investoren, insbesondere des Bieters im Übernahmerecht.....  | 442 |
| 2. Haftung der Marktintermediäre .....                                      | 443 |
| 3. Haftung sonstiger Dritter .....  | 444 |
| V. Verhältnis mehrerer Haftpflichtiger .....                                | 445 |
| 1. Grundsatz der gesamtschuldnerischen Haftung.....                         | 445 |
| 2. Rechtslage bei Insolvenz des Emittenten und der Organwalter .....        | 446 |
| a) Ausgangspunkt: Ein geschädigter Anleger .....                            | 447 |
| aa) Ein insolventer Schuldner.....  | 447 |
| bb) Mehrere insolvente Schuldner.....                                       | 447 |
| b) Rechtslage bei einer Vielzahl anspruchsberechtigter Anleger.....         | 448 |
| aa) Problemfall Doppelinsolvenz.....  | 448 |
| bb) Anspruch auf Ausgleich der Quotenminderung? .....                       | 449 |
| c) Rechtslage bei Einführung eines Nachrangs der Aktionärsansprüche.....    | 450 |
| § 11 Verschulden .....  | 451 |
| I. Allgemeines Deliktsrecht und gesetzliche Sonderrechtsverhältnisse.....   | 451 |
| 1. Grundsatz der Vorsatzhaftung für reine Vermögensschäden? .....           | 451 |

|  |     |
|--|-----|
| a) Vorsatzdogma .....  | 451 |
| b) Kritik .....  | 452 |
| aa) Berechtigung für generalklauselartige Tatbestände .....  | 452 |
| bb) Grundsatz der allgemeinen Fahrlässigkeitshaftung<br>im Deliktsrecht .....  | 452 |
| c) Wege der Haftungsbegrenzung jenseits des<br>Vorsatzdogmas .....   | 453 |
| 2. Verschuldensmaßstab bei gesetzlich begründeten<br>Sonderbeziehungen .....   | 454 |
| a) Culpa in Contrahendo .....  | 454 |
| b) Geschäftsführung ohne Auftrag .....   | 455 |
| c) Eigentümer-Besitzer-Verhältnis .....  | 456 |
| d) Schlussfolgerungen .....  | 456 |
| II. Ökonomische Bestimmung des optimalen<br>Verschuldensmaßstabs .....   | 457 |
| III. Kapitalmarktrechtliche Besonderheiten .....   | 458 |
| 1. Meinungsstand .....   | 458 |
| 2. Verschulden bei den spezialgesetzlichen<br>Kapitalmarktdelikten .....   | 459 |
| 3. Anonyme Struktur der Kapitalmärkte .....  | 460 |
| 4. Grundsatz der Haftung für grobe Fahrlässigkeit .....  | 460 |
| a) Verhältnis der Spezialdelikte zur allgemeinen Haftung .....   | 460 |
| b) Vergleich mit dem Ordnungswidrigkeitenrecht .....   | 461 |
| c) Besonderheiten der Kapitalmarkthaftung .....  | 462 |
| d) Anreizstruktur bei grober im Vergleich zu einfacher<br>Fahrlässigkeit .....   | 462 |
| e) Situationsspezifische Abweichungen? .....   | 464 |
| aa) Keine Differenzierung zwischen Primär- und<br>Sekundärmärkten .....  | 464 |
| bb) Keine Unterscheidung zwischen Regel- und<br>Anlasspublizität .....   | 466 |
| cc) Keine grundsätzliche Privilegierung mündlicher<br>Äußerungen .....   | 468 |
| dd) Differenzierung zwischen<br>Informationspflichtverletzungen und sonstigen<br>marktmanipulierenden Handlungen .....               | 469 |
| ee) Verschuldensunabhängige Haftung bei fehlendem<br>Prospekt .....  | 470 |
| 5. Sorgfaltspflichten des Emittenten und der Organe als<br>Ausfluss des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechts-<br>verhältnisses ..... | 472 |
| a) Herleitung der Sorgfaltspflichten .....   | 472 |
| b) Differenzierung zwischen Emittent und Organen .....   | 473 |

|     |   |     |
|-----|---|-----|
| c)  | Sorgfaltspflichten des Emittenten .....   | 473 |
| aa) | Steuerungseffekte durch Emittentenhaftung .....   | 473 |
| bb) | Originäre Sorgfaltspflichten des Emittenten .....   | 474 |
| cc) | Kreis der haftungsrelevanten Personen .....   | 475 |
| d)  | Sorgfaltspflichten der Organmitglieder.....   | 475 |
| IV. | Exemplarische Fallgruppen der Sorgfaltspflichten .....  | 476 |
| 1.  | Verhinderung des pflichtwidrigen Unterlassens einer<br>Ad-hoc-Mitteilung: Kapitalmarktbezogene Compliance-<br>Organisation.....   | 476 |
| a)  | Eignung der Ad-hoc-Publizität zur exemplarischen<br>Darstellung kapitalmarktrechtlicher Compliance-<br>Anforderungen .....        | 477 |
| b)  | Pflicht zur Errichtung einer Compliance-Organisation.....   | 477 |
| c)  | Inhaltliche Anforderungen an kapitalmarktrechtliche<br>Compliance .....   | 479 |
| d)  | Folgerungen für den Entlastungsbeweis .....   | 480 |
| aa) | Compliance-Organisation als Voraussetzung einer<br>Entlastung .....   | 480 |
| bb) | Pflichtverletzungen bei bestehender Compliance-<br>Organisation .....   | 480 |
| cc) | Entlastung bei Vorliegen eines<br>Befreiungstatbestands.....  | 481 |
| 2.  | Pflichten bei außerordentlicher Überbewertung der<br>eigenen Aktien .....   | 481 |
| a)  | Pflicht zur Überprüfung der Angemessenheit des<br>Börsenkurses .....  | 482 |
| b)  | Pflicht zur Veröffentlichung einer erheblichen<br>Bewertungsdifferenz .....   | 483 |
| 3.  | Sorgfaltspflichten bei mündlichen Äußerungen .....  | 483 |
| a)  | Äußerungen auf der Hauptversammlung .....   | 484 |
| b)  | Sonstige mündliche Äußerungen .....   | 485 |
| 4.  | Sorgfaltspflichten der Emissionsbegleiter .....   | 486 |
| a)  | Wissenszurechnung bei der Wertpapieremission .....  | 486 |
| b)  | Pflicht zur Überprüfung der zur Verfügung gestellten<br>Informationen.....  | 488 |
| 5.  | Stellungnahme der Verwaltung der Zielgesellschaft bei<br>Übernahmeangeboten: Pflicht zur Einholung von Fairness<br>Opinions?..... | 489 |
| a)  | Begriff und Inhalt der Fairness Opinion .....   | 489 |
| b)  | Stand der Diskussion.....   | 490 |
| c)  | Entlastungsfunktion der Fairness Opinion.....   | 491 |

|  |     |
|--|-----|
| § 12 Schaden .....   | 492 |
| I. Zusammenhang zwischen geschütztem Rechtsgut und Schadensumfang .....      | 492 |
| 1. Grundsatz der Naturalrestitution .....                                    | 492 |
| 2. Bezugspunkt des negativen Interesses .....                                | 493 |
| a) Grundsatz: Schutz der Integrität des Preisbildungsmechanismus .....       | 493 |
| b) Ausnahme bei § 826 BGB? .....   | 494 |
| 3. Geschütztes Interesse im Übernahmerecht .....                             | 496 |
| a) Schutz des substituierten Preisbildungsprozesses .....                    | 496 |
| b) Bezugspunkt Übernahmeprämie .....   | 497 |
| II. Begrenzung des Schadensumfangs? .....                                    | 498 |
| 1. Volkswirtschaftliche Schäden vs. Individualschäden .....                  | 498 |
| 2. Haftungs-Caps bei Haftung aus Gründen der Verhaltenssteuerung .....       | 498 |
| a) Rechtspolitische Notwendigkeit eines Haftungs-Caps .....                  | 498 |
| b) Verteilungsverfahren zur Durchführung der Haftungsbeschränkung .....      | 500 |
| c) Kein Haftungs-Cap de lege lata .....                                      | 500 |
| III. Einzelheiten der Schadensberechnung .....                               | 501 |
| 1. Primärmarkt .....   | 501 |
| a) Differenzschaden als Grundmodell .....                                    | 501 |
| b) Rückabwicklung bei fehlendem funktionierendem Sekundärmarkt .....         | 502 |
| c) Schadensberechnung bei der Prospekthaftung .....                          | 503 |
| d) Sonstige Fehlinformationen am Primärmarkt .....                           | 504 |
| 2. Sekundärmarkt .....   | 504 |
| a) Ausgangspunkt §§ 37b, 37c WpHG .....                                      | 504 |
| b) Berechnung der Kursdifferenz .....  | 505 |
| aa) Kursdifferenz auf informationseffizienten Sekundärmärkten .....          | 505 |
| bb) Kursdifferenz auf sonstigen Umlaufmärkten .....                          | 507 |
| c) Schadensberechnung bei Marktanomalien .....                               | 508 |
| aa) Problemstellung .....  | 509 |
| bb) Ausnahmsweise Rückabwicklung .....                                       | 510 |
| 3. Übernahmerecht .....  | 510 |
| a) Faktoren für die Höhe der Übernahmeprämie .....                           | 510 |
| b) Art der Schädigung im Übernahmerecht .....                                | 511 |
| c) Spieltheoretische Grundlegung der Schadensberechnung .....                | 511 |
| d) Mögliche Einwände .....   | 513 |
| e) Funktionsweise des Preisbildungsprozesses in der Übernahmesituation ..... | 514 |



|  |     |
|--|-----|
| f) Einzelheiten der Schadensberechnung im<br>Übernahmerecht .....                | 515 |
| aa) Theoretische Bestimmung des relevanten<br>Schadens .....                     | 515 |
| bb) Berechnung des Schadens .....  | 516 |
| g) Besonderheiten bei Tauschangeboten .....                                      | 517 |
| h) Schadensberechnung bei pflichtwidriger<br>Angebotsvereitelung .....           | 517 |
| § 13 Kausalität .....  | 518 |
| I. Haftungsbegründende Kausalität .....  | 519 |
| 1. Abhängigkeit der Kausalität vom geschützten Rechtsgut .....                   | 519 |
| a) Schadensrechtliche Grundlagen .....   | 519 |
| b) Beeinträchtigung der Willensfreiheit oder des<br>Preisbildungsprozesses ..... | 519 |
| 2. Haftungsbegründende Kausalität in normalen<br>Marktphasen .....               | 521 |
| a) Preisbildung am Sekundärmarkt .....   | 521 |
| b) Preisbildung am Primärmarkt .....   | 522 |
| c) Preisbildung im Übernahmerecht .....  | 523 |
| 3. Haftungsbegründende Kausalität in Sondersituationen .....                     | 523 |
| a) Vertrieb von Anlagen ohne funktionsfähigen<br>Sekundärmarkt .....             | 524 |
| aa) Anlagestimmung .....   | 524 |
| bb) Kausalität bei der bürgerlichrechtlichen<br>Prospekthaftung .....            | 525 |
| b) Fehlinformationen bei Marktanomalien .....                                    | 526 |
| aa) Problemstellung .....  | 526 |
| bb) Kapitalmarktinformationen und irrationale<br>Überbewertungen .....           | 527 |
| cc) Anlagestimmung am Sekundärmarkt nach der<br>BGH-Rechtsprechung .....         | 527 |
| dd) “Hot Markets” als Ausdruck einer<br>Anlagestimmung .....                     | 528 |
| ee) Abgrenzung zur unterlassenen Warnung bei<br>krasser Überbewertung .....      | 529 |
| II. Haftungsausfüllende Kausalität und Mitverschulden .....                      | 529 |
| 1. Haftungsausfüllende Kausalität .....  | 529 |
| a) Erfordernis eines Kursverlusts .....  | 530 |
| b) Anderweitige Kursverluste und Entfallen der<br>Kursrelevanz .....             | 530 |
| 2. Mitverschulden .....  | 531 |

|  |     |
|--|-----|
| a) Schadensbegründendes Mitverschulden .....                                 | 531 |
| b) Schadensminderungspflicht .....   | 532 |
| § 14 Verjährung .....  | 533 |
| I. Grundlagen .....  | 533 |
| II. Besonderheiten der Kapitalmarkthaftung .....                             | 534 |
| 1. Spezialgesetzliche Verjährungsregeln .....                                | 534 |
| a) Kurze absolute Verjährungsfristen .....                                   | 534 |
| b) Gründe für eine Sonderregelung im<br>Kapitalmarktdeliktsrecht .....       | 535 |
| c) Kapitalschutz bei Emittentenhaftung .....                                 | 536 |
| 2. Einheitliches Verjährungsregime im<br>Kapitalmarktdeliktsrecht .....      | 537 |
| § 15 Prozessrechtliche Aspekte .....   | 539 |
| I. Beweisfragen .....  | 539 |
| 1. Beweisregeln im allgemeinen Deliktsrecht .....                            | 539 |
| 2. Beweisregeln im Kapitalmarktdeliktsrecht .....                            | 540 |
| a) Pflichtverletzung .....   | 540 |
| b) Verschulden .....   | 540 |
| c) Schaden und Kausalität .....  | 541 |
| aa) Beweisregeln in normalen Marktphasen .....                               | 541 |
| bb) Beweisregeln in Sondersituationen .....                                  | 544 |
| (1) Vertrieb von Anlagen ohne funktionsfähigen<br>Sekundärmarkt .....        | 544 |
| (2) Fehlinformationen bei Marktanomalien .....                               | 545 |
| II. Geltendmachung der Rechte .....  | 546 |
| 1. Ursachen und Folgen mangelnder Durchsetzung der<br>Anlegeransprüche ..... | 546 |
| 2. Abhilfe durch besondere Verfahrensarten .....                             | 548 |
| D. Zusammenfassung und Ausblick .....  | 551 |
| § 16 Zusammenfassung der Kernaussagen .....                                  | 551 |
| I. Allgemeiner Teil .....  | 551 |
| 1. Rechtsgrundlagen .....  | 551 |
| 2. US-amerikanisches Kapitalmarktdeliktsrecht .....                          | 552 |
| 3. Ökonomische Grundlagen .....  | 552 |
| II. Sonderdeliktsrecht des Kapitalmarkts .....                               | 553 |
| 1. Geschützte Rechtsgüter .....  | 553 |
| 2. Anleger- und Funktionenschutz durch Deliktsrecht .....                    | 553 |

|   |     |
|---|-----|
| 3. Gesetzliches Sonderrechtsverhältnis des Kapitalmarkts..... | 554 |
| III. Besonderer Teil .....                                    | 555 |
| 1. Kapitalmarktdeliktsrechtliche Pflichten .....              | 555 |
| 2. Anspruchsberechtigung .....                                | 556 |
| 3. Haftpflichtige .....                                       | 556 |
| 4. Verschuldensanforderungen .....                            | 557 |
| 5. Schadensberechnung.....                                    | 557 |
| 6. Kausalität .....   | 558 |
| 7. Verjährung .....   | 558 |
| 8. Prozessrecht der Kapitalmarktdelikte .....                 | 558 |
| § 17 Ausblick .....   | 560 |
| Literaturverzeichnis .....                                    | 563 |
| Sachverzeichnis .....   | 625 |



# Abkürzungsverzeichnis

|                          |   |
|--------------------------|---|
| a.A.                     | anderer Ansicht   |
| a.a.O.                   | am angegebenen Ort  |
| ABl.                     | Amtsblatt   |
| ABGB                     | Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch (Österreich)                                |
| Abs.                     | Absatz (Absätze)  |
| AcP                      | Archiv für die civilistische Praxis   |
| a.E.                     | am Ende   |
| AER                      | The American Economic Review  |
| a.F.                     | alte Fassung  |
| AG                       | Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft/Amtsgericht                           |
| AGB                      | Allgemeine Geschäftsbedingungen   |
| AktG                     | Aktiengesetz  |
| allg.                    | allgemein(e/en/er)  |
| a.M.                     | andere Meinung/am Main  |
| Anh.                     | Anhang  |
| Anm.                     | Anmerkung   |
| AnSVG                    | Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anleger-schutzverbesserungsgesetz) |
| Ariz. L. Rev.            | Arizona Law Review  |
| Art.                     | Artikel   |
| Aufl.                    | Auflage   |
| AuslInvestG/AuslInvestmG | Auslandsinvestment-Gesetz   |
| BaFin                    | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, früher<br>BAWe                 |
| BB                       | Betriebs-Berater  |
| Bd.                      | Band  |
| Bearb.                   | Bearbeiter/Bearbeitung  |
| Begr.                    | Begründer/Begründung  |
| Bell J. Econ.            | The Bell Journal of Economics   |
| Berkeley Bus. L. J.      | Berkeley Business Law Journal   |
| Berl. J. Soziol.         | Berliner Journal für Soziologie   |
| Beschl.                  | Beschluss   |
| BFuP                     | Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis                                    |
| BGB                      | Bürgerliches Gesetzbuch   |
| BGBI.                    | Bundesgesetzblatt   |
| BGH                      | Bundesgerichtshof   |
| BGHZ                     | Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshofes in Zivil-sachen                   |
| BilMoG                   | Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechts-modernisierungsgesetz) |
| BKR                      | Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht                                     |
| BörsenO                  | Börsenordnung   |

|                    |   |
|--------------------|---|
| BörsG(-E)          | (Entwurf zum) Börsengesetz                                  |
| BörsZulV/BörsZulVO | Börsenzulassungs-Verordnung                                 |
| BR-Drucks.         | Drucksachen des Bundesrats                                  |
| BT-Drucks.         | Drucksachen des Deutschen Bundestages                       |
| Bus. Law.          | The Business Lawyer   |
| BVerfG             | Bundesverfassungsgericht                                    |
| BYU L. Rev.        | Brigham Young University Law Review                         |
| bzw.               | beziehungsweise   |
| Cal. L. Rev.       | California Law Review                                       |
| CAPM               | capital asset pricing model                                 |
| Cardozo L. Rev.    | Cardozo Law Review  |
| CEO                | chief executive officer                                     |
| cert.              | certiorari  |
| CFA                | Chartered Financial Analyst                                 |
| CFO                | Chief Financial Officer                                     |
| ch.                | chapter(s)  |
| cic                | culpa in contrahendo  |
| Cir.               | Circuit   |
| C.L.J.             | Cambridge Law Journal                                       |
| Co.                | Company/Companion   |
| Colum. L. Rev.     | Columbia Law Review   |
| Cornell L. Rev.    | Cornell Law Review  |
| Corp.              | Corporation   |
| DAI                | Deutsches Aktieninstitut e.V.                               |
| DB                 | Der Betrieb   |
| DBW                | Die Betriebswirtschaft                                      |
| D.C.               | District of Columbia  |
| DCGK               | Deutscher Corporate Governance Kodex                        |
| Del. J. Corp. L.   | Delaware Journal of Corporate Law                           |
| ders.              | derselbe  |
| d.h.               | das heißt   |
| dies.              | dieselbe(n)   |
| Diss.              | Dissertation  |
| DJT                | Deutscher Juristentag                                       |
| DM                 | Deutsche Mark   |
| D. Minn.           | United States District Court, District of Minnesota         |
| D&O                | Directors and Officers                                      |
| Dock               | Docket  |
| DRS                | Deutsche Rechnungslegungs Standards                         |
| DStR               | Deutsches Steuerrecht                                       |
| Duke L. J.         | Duke Law Journal  |
| DVFA               | Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management |
| DZWir              | Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht    |
| ...-E              | Entwurf   |
| ebd.               | ebenda  |
| EBLR               | European Business Law Review                                |
| EBOR               | European Business Organization Law Review                   |
| EC                 | European Community  |
| ECB                | The European Central Bank                                   |
| ECFR               | European Company and Financial Law Review                   |
| ECMH               | Efficient Capital Market Hypothesis                         |

|                      |  |
|----------------------|--|
| Econ J.              | The Economic Journal   |
| Ed./ed./eds.         | Edition/Editor(s)  |
| E.D.N.Y.             | United States District Court, Eastern District of New York                             |
| E.D. Pa.             | United States District Court, Eastern District of Pennsylvania                         |
| EG                   | Europäische Gemeinschaft(en)   |
| EGHGB                | Einführungsgesetz zum Handelsgesetzbuch  |
| ERIC                 | Earnings less Risk Free Interest Charge  |
| et al.               | et alii  |
| etc.                 | et cetera  |
| et seq.              | et sequens/et sequentia  |
| EU                   | Europäische Union/European Union   |
| EuGH                 | Gerichtshof der Europäischen Gemeinschaften  |
| Europ. Econ. Rev.    | European Economic Review   |
| Europ. Fin. Manage.  | European Financial Management  |
| Europ. J. L. & Econ. | European Journal of Law and Economics  |
| Europ. Manage. Rev.  | European Management Review   |
| e.V.                 | eingetragener Verein   |
| EVA                  | Economic Value Added   |
| EWG                  | Europäische Wirtschaftsgemeinschaft  |
| EWiR                 | Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht  |
| EUR                  | Europäischer Wirtschaftsraum   |
| f./ff.               | folgende   |
| F.2d                 | Federal Reporter, Second Series  |
| F.3d                 | Federal Reporter, Third Series   |
| FAZ                  | Frankfurter Allgemeine Zeitung   |
| FB                   | Finanz-Betrieb   |
| FG                   | Freundesgabe   |
| Fin. Anal. J.        | Financial Analysts Journal   |
| Fin. Manage.         | Financial Management   |
| FMFG                 | Finanzmarktförderungsgesetz  |
| Fn/FN                | Fußnote(n)   |
| Fordham L. Rev.      | Fordham Law Review   |
| FR                   | Federal Register   |
| FRUG                 | Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz   |
| FS                   | Festschrift  |
| FSAP                 | Financial Services Action Plan (EU)  |
| F. Supp.             | Federal Supplement   |
| F. Supp.2d           | Federal Supplement, Second Series  |
| FWB                  | Frankfurter Wertpapierbörse  |
| ...G                 | ...gesetz  |
| GAAP                 | General Accepted Accounting Principles   |
| GbR                  | Gesellschaft bürgerlichen Rechts   |
| gem.                 | gemäß  |
| Geo. Wash. L. Rev.   | The George Washington Law Review   |
| GesRZ                | Der Gesellschafter – Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht (Österreich) |
| ggf.                 | gegebenenfalls   |
| GmbH                 | Gesellschaft mit beschränkter Haftung  |
| GmbHG                | Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung                          |
| GmbHR                | GmbHRundschau  |

|  |   |
|--|---|
| grds.                                      | grundsätzlich   |
| Großkomm.                                  | Großkommentar   |
| GRUR                                       | Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht                            |
| GWB  | Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen                                |
| Habil.                                     | Habilitationsschrift  |
| Harv. J. L. & Tech.                        | Harvard Journal of Law & Technology                                   |
| Harv. L. Rev.                              | Harvard Law Review  |
| HAVE                                       | Haftung und Versicherung (Österreich)                                 |
| h.c.                                       | honoris causa   |
| Hdb.                                       | Handbuch  |
| HGB(-E)                                    | (Entwurf zum) Handelsgesetzbuch                                       |
| HK   | Kammer für Handelssachen  |
| h.M.                                       | Herrschende Meinung   |
| Hrsg.                                      | Herausgeber   |
| hrsg.                                      | herausgegeben   |
| HWF  | Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens                             |
| IAS  | International Accounting Standards                                    |
| ibid.                                      | ibidem  |
| i.d.F.                                     | in der Fassung  |
| i.E.                                       | im Ergebnis   |
| i.e.                                       | id est  |
| IFRS                                       | International Financial Reporting Standards                           |
| Inc.                                       | Incorporation   |
| insbes.                                    | insbesondere  |
| InsO                                       | Insolvenzordnung  |
| Int. Fin. Markets, Inst.<br>and Money      | Journal of International Financial Markets, Institutions &<br>Money   |
| Int'l Rev. L. & Econ.                      | International Review of Law and Economics                             |
| Int'l. Econ. Rev.                          | International Economic Review   |
| InvG                                       | Investmentgesetz  |
| IOSCO                                      | International Organisation of Securities Commissions                  |
| IPO  | Initial Public Offering   |
| i.S.                                       | im Sinne  |
| i.S.d.                                     | im Sinne des (der)  |
| i.S.v.                                     | im Sinne von  |
| i.V.                                       | in Verbindung   |
| i.V.m.                                     | in Verbindung mit   |
| J.   | Journal/Judge   |
| J. Acc. & Econ.                            | Journal of Accounting and Economics                                   |
| J. Acc. Res.                               | Journal of Accounting Research  |
| Jahrb. Junger Zivilrechtswiss.             | Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler                            |
| J. Appl. Corp. Fin.                        | Journal of Applied Corporate Finance                                  |
| J. Bus.                                    | The Journal of Business   |
| J. Bus. Vent.                              | Journal of Business Venturing   |
| J. Corp. Fin.                              | Journal of Corporate Finance  |
| J. Corp. L.                                | Journal of Corporation Law  |
| J. Econ. & Bus.                            | Journal of Economics and Business                                     |
| J. Econ. Persp.                            | The Journal of Economic Perspectives                                  |
| J. Econ. Th.                               | Journal of Economic Theory  |
| J. Exp. Psych.: Hum. Percep.<br>& Perform. | Journal of Experimental Psychology: Human<br>Perception & Performance |
| J. Fin.                                    | The Journal of Finance  |



|                        |  |
|------------------------|--|
| J. Fin. Econ.          | Journal of Financial Economics   |
| J. Fin. & Quant. Anal. | The Journal of Financial and Quantitative Analysis   |
| Jg.                    | Jahrgang   |
| JIBFL                  | Butterworths Journal of International Banking and Financial Law  |
| JITE                   | Journal of Institutional and Theoretical Economics   |
| J. L. & Econ.          | The Journal of Law & Economics   |
| J. L. Econ. & Org.     | The Journal of Law, Economics, & Organization  |
| J. Legal Stud.         | The Journal of Legal Studies   |
| J. Manage. & Gov.      | Journal of Management and Governance   |
| J. Mon. Econ.          | Journal of Monetary Economics  |
| J. Pol. Econ.          | Journal of Political Economy   |
| J. Portfol. Manage.    | The Journal of Portfolio Management  |
| Jr.                    | Junior   |
| J. Royal Stat. Soc.    | Journal of the Royal Statistical Society   |
| JZ                     | Juristenzeitung  |
| KAGG                   | Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften  |
| KapInHaG(-E)           | (Diskussionentwurf eines) Gesetz(es) zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz) |
| KapMuG                 | Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten (Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz)                                    |
| Karlsru. Komm.         | Karlsruher Kommentar   |
| KG                     | Kommanditgesellschaft  |
| KK-AktG                | Kölner Kommentar zum Aktiengesetz  |
| KK-WpHG                | Kölner Kommentar zum WpHG  |
| KK-WpÜG                | Kölner Kommentar zum WpÜG  |
| KMG                    | Kapitalmarktgesetze  |
| KMRK                   | Kapitalmarktrechts-Kommentar   |
| KOM                    | Kommission der Europäischen Gemeinschaften   |
| KWG                    | Kreditwesengesetz  |
| L.                     | Law  |
| Law & Contemp. Probs   | Law and Contemporary Problems  |
| Leg.-Per.              | Legislatur Periode   |
| LG                     | Landgericht  |
| lit.                   | litera   |
| LLC                    | Limited Liability Company  |
| LLP                    | Limited liability partnership  |
| LMK                    | Lindenmaier-Möhring Kommentierte BGH-Rechtsprechung  |
| loc. cit.              | loco citato  |
| L.P.                   | Limited partnership  |
| L. Rev.                | Law Review   |
| Ltd.                   | private limited company  |
| M.                     | Main   |
| m.                     | mit  |
| MA/Mass.               | Massachusetts  |
| M & A                  | Mergers & Acquisitions   |
| Mich. L. Rev.          | Michigan Law Review  |
| MiFID                  | Markets in Financial Instruments Directive   |
| Minn.                  | Minnesota  |
| MTN                    | Medium Term Notes  |

|                        |  |
|------------------------|--|
| MüKo-AktG              | Münchener Kommentar zum Aktiengesetz   |
| MüKo-BGB               | Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch  |
| MüKo-HGB               | Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch  |
| MüKo-InsO              | Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung   |
| m.w.                   | mit weiteren   |
| m.w.N.                 | mit weiteren Nachweisen  |
| N.D. Cal.              | United States District Court, Northern District of California                                |
| N.D. Ga.               | United States District Court, Northern District of Georgia                                   |
| N.D. Ill.              | United States District Court, Northern District of Illinois                                  |
| n.F.                   | neue Fassung   |
| NJW                    | Neue Juristische Wochenschrift   |
| NK                     | Nomos Kommentar  |
| No.                    | Number   |
| Nov.                   | November   |
| Nr(n).                 | Nummer(n)  |
| NStZ                   | Neue Zeitschrift für Strafrecht  |
| Nw. J. Int'l L. & Bus. | Northwestern Journal of International Law & Business   |
| NYSE                   | New York Stock Exchange  |
| N.Y.U. L. Rev.         | New York University Law Review   |
| NZG                    | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht  |
| ÖBA                    | Österreichisches Bankarchiv  |
| OGAW                   | Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren  |
| Ohio St. L. J.         | Ohio State Law Journal   |
| OLG                    | Oberlandesgericht  |
| OWiG                   | Gesetz über Ordnungswidrigkeiten   |
| Oxford J. Legal Stud.  | Oxford Journal of Legal Studies  |
| p.                     | page   |
| PBFJ                   | Pacific-Basin Finance Journal  |
| Psych. Bull.           | Psychological Bulletin   |
| PublG                  | Publizitätsgesetz (Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen) |
| Q. J. Econ.            | The Quarterly Journal of Economics   |
| RegE                   | Regierungsentwurf  |
| Rev.                   | Review   |
| Rev. Econ. St.         | The Review of Economic Studies   |
| Rev. Econ. & Stat.     | The Review of Economics and Statistics   |
| Rev. Fin.              | Review of Finance  |
| Rev. Fin. Stud.        | The Review of Financial Studies  |
| RGBL                   | Reichsgesetzblatt  |
| RGRK                   | Reichsgerichtsrätekommentar  |
| RGZ                    | Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen   |
| RIW                    | Recht der Internationalen Wirtschaft   |
| RL                     | Richtlinie   |
| Rn.                    | Randnummer(n)  |
| Rs.                    | Rechtssache (EuGH)   |
| Rspr.                  | Rechtsprechung   |
| Rutgers L. Rev.        | Rutgers Law Review   |
| S.                     | Seite(n)/Satz (Sätze)  |
| s.                     | siehe  |
| SA                     | Securities Act   |
| s.a.                   | siehe auch   |

|                    |  |
|--------------------|--|
| S.Ct.              | Supreme Court Reporter   |
| S.D. Ind.          | United States District Court, Southern District of Indiana                 |
| S.D. Tex.          | United States District Court, Southern District of Texas                   |
| S.D.N.Y.           | United States District Court, Southern District of New York                |
| SEA                | Securities Exchange Act  |
| SEC                | U.S. Securities and Exchange Commission                                    |
| S.E.C.             | SEC Release  |
| sec.               | section  |
| Sec. Reg. L. J.    | Securities Regulation Law Journal  |
| SH                 | Sonderheft   |
| Sloan Mange. Rev.  | Sloan Management Review  |
| s.o.               | siehe oben   |
| SOA                | Sarbanes-Oxley Act   |
| sog.               | sogenannt(e/en/er/es)  |
| Sonderbeil.        | Sonderbeilage  |
| Sp.                | Spalte   |
| ssrn               | Social Science Research Network  |
| St.                | Sankt/Saint  |
| st.                | ständige   |
| Stan. L. Rev.      | Stanford Law Review  |
| Stenogr.           | Stenographisch   |
| Stetson L. Rev.    | Stetson Law Review   |
| StGB               | Strafgesetzbuch  |
| St. John's L. Rev. | St. John's Law Review  |
| StR                | Revisionen in Strafsachen (BGH)  |
| str.               | streitig   |
| Sup. Ct. Rev.      | The Supreme Court Review   |
| Suppl.             | Supplement   |
| SVertO             | Schiffahrtsrechtliche Verteilungsordnung                                   |
| TM                 | Trade Mark   |
| TransPRLDV         | Transparenzrichtlinie-Durchführungsverordnung                              |
| TransPuG           | Transparenz- und Publizitätsgesetz   |
| TUG                | Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz                                     |
| u.a.               | und andere/unter anderem   |
| U. Chi. L. Rev.    | University of Chicago Law Review   |
| U. Cin. L. Rev.    | University of Cincinnati Law Review  |
| UCLA L. Rev.       | University California at Los Angeles Law Review                            |
| u. d. T.           | unter dem Titel  |
| U. Ill. L. Rev.    | University of Illinois Law Review  |
| UK                 | United Kingdom   |
| UMAG               | Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts |
| unstr.             | unstreitig   |
| U. Pa. L. Rev.     | University of Pennsylvania Law Review                                      |
| Urt.               | Urteil   |
| US                 | United States  |
| U.S.               | United States/United States Reports (Supreme Court)                        |
| USA                | United States of America   |
| U.S. GAAP          | United States General Accepted Accounting Principles                       |
| usw.               | und so weiter  |
| UWG                | Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb                                     |

|                        |   |
|------------------------|---|
| v.                     | versus/vom/von  |
| Va. L. Rev.            | Virginia Law Review   |
| Vand. L. Rev.          | Vanderbilt Law Review   |
| VerkProspG(-E)         | (Entwurf zum) Verkaufsprospektgesetz  |
| VerkProspV/VerkProspVO | Verkaufsprospekt-Verordnung   |
| VersR                  | Versicherungsrecht  |
| vgl.                   | vergleiche  |
| VO                     | Verordnung  |
| Vol.                   | Volume  |
| VorstOG                | Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen                              |
| vs.                    | versus  |
| VwGO                   | Verwaltungsgerichtsordnung  |
| VwVfG                  | Verwaltungsverfahrensgesetz   |
| Wake Forest L. Rev.    | Wake Forest Law Review  |
| Wash. & Lee L. Rev.    | Washington and Lee Law Review   |
| Wash. U. L. Q.         | Washington University Law Quarterly (seit 2006: Washington University Law Review) |
| WL                     | Westlaw   |
| WM                     | Wertpapier-Mitteilungen   |
| WPg                    | Die Wirtschaftsprüfung  |
| WpHG(-E)               | (Entwurf zum) Wertpapierhandelsgesetz   |
| WpPG                   | Wertpapierprospektgesetz  |
| WpÜG                   | Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz  |
| WpÜG-AngebotsVO        | WpÜG-Angebotsverordnung   |
| WuB                    | Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht                              |
| Yale L. J.             | Yale Law Journal  |
| z.B.                   | zum Beispiel  |
| ZBB                    | Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaftsrecht                                |
| ZfB                    | Zeitschrift für Betriebswirtschaft  |
| zfbf                   | Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung                   |
| ZGR                    | Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht                              |
| ZHR                    | Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht                     |
| Ziff.                  | Ziffer  |
| ZInsO                  | Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht  |
| ZIP                    | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht  |
| zit.                   | zitiert   |
| ZPO                    | Zivilprozessordnung   |
| ZR                     | Revisionen in Zivilsachen und Berufungen in Patentnichtigkeitsverfahren (BGH)     |
| ZRP                    | Zeitschrift für Rechtspolitik   |
| ZSR                    | Zeitschrift für schweizerisches Recht   |
| ZStW                   | Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft                               |
| zugl.                  | zugleich  |
| zust.                  | zustimmend  |
| ZVglRWiss              | Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft                                  |

# Einleitung

Zur Kapitalmarkthaftung ist eigentlich alles gesagt. Es gibt kaum einen Aspekt in dieser Untersuchung, der nicht bereits einmal Gegenstand einer eigenständigen Dissertation oder eines Aufsatzes gewesen ist. Dies gilt insbesondere für die spezialgesetzlich geregelten Haftungstatbestände Prospekthaftung, Ad-hoc-Publizitätshaftung und Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen. Selbst Einzelaspekte wie die Schadensberechnung am Sekundärmarkt, die haftungsbegründende Kausalität oder die Vereinbarkeit mit der Kapitalerhaltung in der Aktiengesellschaft sind bereits im Einzelnen untersucht worden. Warum dann eine Arbeit mit dem Titel „Kapitalmarktdeliktsrecht“? Welche neuen Aspekte sollten hier noch zutage zu fördern sein, die sich nicht in der Darstellung von Streitständen längst bekannter Kontroversen erschöpfen?

Trotz dieses Befundes wird aber in aktuellen Publikationen fachkundiger Autoren immer wieder bemängelt, „dass es de lege lata immer noch kein stimmiges Konzept der Informationshaftung am Kapitalmarkt gibt“,<sup>1</sup> dass „eine feinnervigere Schutzgesetzdogmatik, die über die vereinfachende Gegenüberstellung von Funktionen- und Individualschutz hinausgeht,“ noch ausstehe<sup>2</sup> oder dass man bei der Frage, unter welchen Umständen eine persönliche Prospekthaftung der Organwalter anzunehmen sei, über die „grobfingerige Formel des geschäftlichen Eigeninteresses“ nicht hinausgekommen sei.<sup>3</sup> Es scheint daher eine Art von Fragestellung zu geben, die bei einer an den Einzelproblemen orientierten Darstellung nicht in den Blick rückt, da sie nicht so recht zum jeweiligen Spezialthema gehörig erscheinen mag. Zwar gibt es zuletzt vermehrt Aufsätze, die sich der Problemstellung einer Gesamtsystematisierung der Kapitalmarkthaftung im deliktsrechtlichen Kontext annehmen,<sup>4</sup> und auch de lege ferenda und vor dem Hintergrund europäischer Dimensionen ist die Fragestellung be-

---

<sup>1</sup> *Teichmann*, in: *Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts* (2007), S. 149, 160.

<sup>2</sup> *Fleischer*, in: *ders., Hdb. d. Vorstandsrechts* (2006), § 14 Rn. 21.

<sup>3</sup> *Fleischer*, *BKR* 2003, 608.

<sup>4</sup> Siehe zuletzt *Bachmann*, in: *Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts* (2007), S. 93 ff.; zuvor bereits *Ekkenga*, *ZIP* 2004, 781.

reits monographisch beleuchtet worden.<sup>5</sup> Diese Untersuchungen lassen jedoch sämtlich das Übernahmerecht außerhalb der Betrachtung und beschränken sich zudem auf die Haftung für fehlerhafte Informationen. Es erscheint aber lohnend, das ganze Bild in den Blick zu nehmen, um von einer Gesamtsicht aus Rückschlüsse für die Einzelprobleme ziehen zu können.

Obwohl die Einzeltatbestände dieses Rechtsgebietes gut beackert und bereits Dissertationen zu nahezu jedem Einzelaspekt dieser Arbeit erhältlich sind, erscheint es daher dennoch eine erfolgversprechende Aufgabe, das Mosaik zusammzusetzen und ein Gesamtbild sichtbar zu machen.

## § 1 Untersuchungsgegenstand

Gegenstand dieser Untersuchung ist die außervertragliche Schadensersatzhaftung am Kapitalmarkt. Damit soll ganz bewusst ein weiter Bogen gespannt werden, der sowohl die spezialgesetzlichen Haftungstatbestände der Prospekthaftung (§ 44 BörsG; §§ 13, 13a VerkProspG; § 127 InvG), der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität (§§ 37b, 37c WpHG) und der übernahmerechtlichen Haftung (§§ 12, 13 Abs. 2 WpÜG) umfasst, die von der Rechtsprechung entwickelte sogenannte bürgerlichrechtliche Prospekthaftung einbezieht und dies alles zurück bindet an die Grundlagen des deliktischen Haftungssystems des Zivilrechts, das auch als solches in letzter Zeit vermehrt für die Zusammenhänge des Kapitalmarkts fruchtbar gemacht worden ist.<sup>6</sup>

Kapitalmarktdeliktsrecht in diesem Sinne stellt ein eigenständiges Teilgebiet des Zivilrechts dar, das seine Ingredienzien aus dem öffentlich-rechtlich ausgeprägten und großenteils europarechtlich präformierten Kapitalmarktrecht,<sup>7</sup> aber auch aus dem allgemeinen Bürgerlichen Recht bezieht.

---

<sup>5</sup> *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005).

<sup>6</sup> Siehe insbesondere BGHZ 160, 134 (Infomatec).

<sup>7</sup> Zum europäischen Kapitalmarktrecht *Hopt*, in: Grundmann, Systembildung und Systemlücken (2000), S. 307. Monographisch *Heinze*, Europäisches Kapitalmarktrecht – Das Recht des Primärmarktes (1999); *Elster*, Europäisches Kapitalmarktrecht – Das Recht des Sekundärmarktes (2002).

## I. Kapitalmarktrecht und Deliktsrecht

### 1. Begrifflichkeiten

#### a) Kapitalmarktrecht

Das „Kapitalmarktrecht“ ist definiert worden als die Gesamtheit der Grundsätze und Normen, die sich mit dem öffentlichen Vertrieb und Umlauf von Unternehmensbeteiligungen und fungiblen Kapitalmarktpapieren befassen, um den Individualschutz der Kapitalanleger und den Funktionenschutz von Kapitalmarkt und Wirtschaft zu gewährleisten.<sup>8</sup>

Anknüpfend an diesen weiten Begriff des Kapitalmarktrechts soll sich die Untersuchung nicht etwa auf das Recht der am regulierten Markt (§§ 32 ff. BörsG) bzw. organisierten Markt (§ 2 Abs. 5 WpHG) notierten Emittenten beschränken, sondern vielmehr jegliche Form der öffentlichen Unternehmensfinanzierung und standardisierten Kapitalanlage erfassen. Dies umfasst die Vermögensanlagen im Sinne von § 8f VerkProspG, aber auch davon nicht erfasste Finanzprodukte zu Anlagezwecken, wie etwa partiarische Darlehen oder ähnliches. Da sich die Untersuchung auf die deliktische Haftung beschränkt, ergibt sich implizit ein Ausschluss solcher Beteiligungsvereinbarungen, in denen aufgrund der Möglichkeit individualvertraglicher Abreden sämtliche Rechtsbeziehungen der privatautonomen Gestaltung unterliegen. Damit scheiden Venture-Capital-Verträge, Private Equity-Beteiligungsverträge und Projektfinanzierungsvereinbarungen aus dem Untersuchungsbereich aus.<sup>9</sup>

Ebenfalls außen vor bleiben die Rechtsprobleme, die sich aus mit einer Kapitalanlage verfolgten Anlagezwecken wie der Altersvorsorge ergeben.<sup>10</sup> Auch das für die Auswahl der Kapitalanlagen in der Praxis oftmals entscheidende Steuerrecht ist nicht Gegenstand des Kapitalmarktrechts im hier zugrunde gelegten Sinne.

#### b) Deliktsrecht

Das „Deliktsrecht“ als zusammenfassende Bezeichnung für eine gesetzliche Verpflichtung zum Schadensausgleich wird bereits seit *Aristoteles* vom Vertragsrecht unterschieden und seit dem römischen Recht auch rechtssystematisch als eigenständiges Gebiet behandelt.<sup>11</sup> Im Einzelnen

---

<sup>8</sup> Hopt, ZHR 141 (1977), 389, 431.

<sup>9</sup> Dazu etwa Klein, Projektfinanzierung (2004); Sester, Projektfinanzierungsvereinbarungen (2004).

<sup>10</sup> Dazu demnächst umfassend Roth, Altersvorsorge, Habil. Hamburg (2008).

<sup>11</sup> *Aristoteles*, Nikomachische Ethik, 1131a: „Es gibt nämlich einen freiwilligen Verkehr und einen unfreiwilligen. Zum freiwilligen Verkehre gehören z. B. Kauf, Verkauf, Darlehen, Bürgschaft, Nießbrauch, Hinterlegung, Miete. Hier spricht man von freiwilligem Verkehr, weil das Prinzip der genannten Verträge beiderseits der freie Wille

lassen sich zwei Hauptabgrenzungsmerkmale unterscheiden: Die Gesetzlichkeit des Verpflichtungsgrundes im Unterschied zur vertragsrechtlichen, privatautonom eingegangenen Primärpflicht auf der einen Seite. Auf der anderen Seite ergibt sich eine Konkretisierung durch die Rechtsfolge der Schadensersatzpflicht, die sich insbesondere von der Primärverpflichtung, aber auch vom Bereicherungsrecht abgrenzen lässt.

Bei der Abgrenzung zwischen Vertrags- und Deliktsrecht geht es nicht so sehr um die Frage des Geltungsgrundes der Haftung, denn auch die vertragliche Schadensersatzpflicht tritt kraft Gesetzes als Pflicht zur Wiedergutmachung ein und findet ihre Rechtfertigung nicht in dem vertraglichen Leistungsversprechen.<sup>12</sup> Ansatzpunkt der Abgrenzung ist vielmehr der Geltungsgrund der verletzten Pflicht. Nach dem BGH soll die unerlaubte Handlung dadurch gekennzeichnet sein, dass der Täter durch sein Verhalten gegen eine Pflicht verstößt, die jeder kraft Gesetzes zu beachten hat und die dem Schutz von jedermann dient. Dagegen gehe es im Vertragsrecht um besondere, nur im Verhältnis der Parteien untereinander bestehende Rechte und Pflichten.<sup>13</sup> Gerade vor dem Hintergrund der hiesigen Themenstellung erscheint es aber zu eng, dem Deliktsrecht nur solche Pflichten zuzurechnen, die jeder zu beachten hat und die jedermann dienen. Vielmehr gibt es auch Spezialdelikte, die besondere qualifizierende Voraussetzungen an den Täter oder auch den geschützten Personenkreis stellen, insoweit jedoch wiederum generell-abstrakte Pflichten aufstellen. Das wesentliche Abgrenzungsmoment deliktischer zu vertraglicher Haftung scheint daher die Verletzung gesetzlicher Pflichten im Gegensatz zur Verletzung privatautonom eingegangener Pflichten zu sein.

Ein weiteres wichtiges Unterscheidungsmerkmal liegt in der Rechtsfolge: Gesetzliche Pflichten können eine Reihe von Rechtsfolgen zeitigen. Als deliktische Haftung gilt nur die Schadensersatzpflicht in Abgrenzung zur negatorischen Haftung (§§ 985, 1004 BGB) und zum Bereicherungsrecht.<sup>14</sup> Ziel des Schadensersatzes ist es, den durch das schadensstiftende Geschehen verursachten Zustand aus der Welt zu schaffen.<sup>15</sup> Weiterhin ist

---

ist. Zu dem unfreiwilligen Verkehr gehören teils heimliche Handlungen, wie Diebstahl, Ehebruch, Giftmischerei, Kupperei, Sklavenverführung, Meuchelmord, falsches Zeugnis, teils gewaltsame, wie Misshandlung, Freiheitsberaubung, Totschlag, Raub, Verstümmelung, Scheltreden, Herabwürdigung.“ (Übersetzung Eugen Rolfes). Dazu *Jansen*, Die Struktur des Haftungsrechts (2003), S. 77 ff.

Die rechtssystematische Verwendung dieser Unterscheidung als Abgrenzung geht auf *Gaius*, Institutiones III, 88 zurück; dazu *Zimmermann*, The Law of Obligations (1990/2006), p. 10 et seq.

<sup>12</sup> So überzeugend *Picker*, AcP 183 (1983), 369, 393 ff.

<sup>13</sup> BGH NJW 1992, 1511, 1512.

<sup>14</sup> Vgl. *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2<sup>13</sup> (1994), § 67 I 1. b) (S. 128); § 86 I 1. a) (S. 673). Siehe auch *Picker*, JZ 1987, 1041, 1956.

<sup>15</sup> *Schiemann*, in: Staudinger (2004), § 249 Rn. 2.



das Deliktsrecht des BGB als Einstandspflicht für schuldhaftes Unrecht konzipiert.<sup>16</sup> Inwieweit darüber hinaus die Gefährdungshaftung ebenfalls als Teil des Deliktsrechts gelten darf, ist umstritten,<sup>17</sup> für den vorliegenden Zusammenhang jedoch ohne Belang.

## 2. Europarechtliche Grundlagen

Zwischen dem Kapitalmarktrecht und dem Deliktsrecht bestehen auf vielerlei Ebenen Spannungen und Friktionen. So kann bereits bei einem Blick in die Rechtsquellen festgestellt werden, dass das Kapitalmarktrecht zu den Rechtsgebieten gehört, die am weitesten europäisiert und internationalisiert sind, während im Bereich des Deliktsrechts noch keine europäischen Rechtsakte bestehen.

Das europäische Kapitalmarktrecht bestehend aus der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG,<sup>18</sup> der Prospektrichtlinie 2003/71/EG,<sup>19</sup> der Übernahmerichtlinie 2004/25/EG,<sup>20</sup> der Finanzmarktrichtlinie („MiFiD“) 2004/39/EG,<sup>21</sup> der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG,<sup>22</sup> den noch geltenden Teilen der Börsenzulassungsrichtlinie 2001/34/EG<sup>23</sup> und der OGAW-

---

<sup>16</sup> *Canaris*, VersR 2005, 577.

<sup>17</sup> Siehe *Jansen*, Die Struktur des Haftungsrechts (2003), S. 614 ff.; dagegen *Canaris*, VersR 2005, 577, 578 ff.

<sup>18</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU L 96, S. 16.

<sup>19</sup> Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EU L 345, S. 64.

<sup>20</sup> Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. EU 142, S. 12.

<sup>21</sup> Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EU L 145, S. 1. Die gebräuchliche Abkürzung MiFiD steht für „Markets in Financial Instruments Directive“.

<sup>22</sup> Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EU L 390, S. 38.

<sup>23</sup> Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Mai 2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen, ABl. EG L 184, S. 1. Zum noch verbleibenden Geltungsbereich (insbesondere Art. 42 bis 63) siehe Erwägungsgrund 38 zur Transparenzrichtlinie 2004/109/EG.

Richtlinie 85/611/EWG<sup>24</sup> bildet die Grundlage der deutschen Kapitalmarktgesetze BörsG, WpPG, WpHG, WpÜG und InvG. Dabei handelt es sich bei der Finanzmarkt-, der Marktmissbrauchs-, der Prospekt- und der Transparenzrichtlinie bereits jeweils um die aufgrund des *Financial Services Action Plans*<sup>25</sup> erlassene zweite Richtliniengeneration.<sup>26</sup> Diese Richtlinien wurden zudem sämtlich im sogenannten *Lamfalussy*-Verfahren<sup>27</sup> erlassen und durch eine Reihe von Durchführungsakten (Richtlinien und Verordnungen) auf europäischer Ebene konkretisiert. Das Kapitalmarktrecht ist daher nahe an der Vollharmonisierung.<sup>28</sup>

Darüber hinaus findet im Rahmen der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) auch auf internationaler Ebene eine weitgehende Abgleichung der Kapitalmarktstandards statt.

Dieser Befund gilt allerdings nicht für das Kapitalmarkthaftungsrecht. Hinsichtlich der Kapitalmarkthaftung ergeht sich der europäische Richtlinienggeber in weit gefassten allgemeinen Vorgaben, wie derjenigen, dass die Mitgliedstaaten sicherzustellen haben, dass „je nach Fall“ zumindest der Emittent oder eine von einer ganzen Reihe von Personen für die in einem Prospekt enthaltenen Angaben haftet<sup>29</sup> oder dass die Verantwortung für die vorgeschriebene Zusammenstellung und Veröffentlichung der Informationen zumindest beim Emittenten oder wiederum bei einer aus einer Reihe von anderen Personen liegt und dass die mitgliedstaatlichen Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Haftung auf die verantwortlichen Personen anwendbar sind<sup>30</sup> oder sogar, dass die Mitgliedstaaten die „Sanktionen“ festlegen, die bei einem Verstoß gegen die einzelstaatlichen Vorschriften zur Umsetzung der europäischen Vorgaben zu verhängen sind,

---

<sup>24</sup> Richtlinie des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. EWG L 375, S. 3.

<sup>25</sup> Mitteilung der Kommission „Finanzdienstleistungen – Umsetzung des Finanzmarktraumens: Aktionsplan“ vom 11. Mai 1999, KOM(1999) 232.

<sup>26</sup> Zu den Entwicklungslinien des europäischen Kapitalmarktrechts *Binder/Broichhausen*, ZBB 2006, 85, 89 ff. Zum derzeitigen europäischen Stand *Caspari*, NZG 2005, 98; *Klöhn*, in: Langenbucher, *Europarechtliche Bezüge des Privatrechts*<sup>2</sup> (2008), S. 281, 294 ff.

<sup>27</sup> Dabei handelt es sich um ein vierstufiges Rechtsetzungsverfahren. Siehe den Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte unter dem Vorsitz von Baron *Alexandre Lamfalussy* vom 15.2.2001, S. 10. Für eine Zwischenbilanz zum Lamfalussy-Prozess siehe *Schmolke*, NZG 2005, 912.

<sup>28</sup> Für den Bereich des hier interessierenden Kapitalmarktrechts sind auch in den nächsten Jahren – mit Ausnahme des Bereichs der Investmentfonds, dazu Weißbuch für den Ausbau des Binnenmarktraumens für Investmentfonds, KOM(2006) 686 – keine weiteren Gesetzgebungsinitiativen auf europäischer Ebene geplant, siehe Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005-2010, KOM(2005) 629.

<sup>29</sup> Art. 6 Abs. 1 S. 1 Prospektrichtlinie 2003/71/EG.

<sup>30</sup> Art. 7 Transparenzrichtlinie 2004/109/EG.

und alle „geeigneten Maßnahmen“ treffen, um deren Durchsetzung zu gewährleisten.<sup>31</sup> Diese Regelungsarmut auf europäischer Ebene verwundert nicht, wenn man sich verdeutlicht, dass ein europäisches Kapitalmarktdeliktsrecht auf zwei Säulen gegründet sein muss: Das weit entwickelte Kapitalmarktrecht, welches die haftungsbewehrten Pflichten definiert, bedarf der Ergänzung durch ein Regime der außervertraglichen Haftung.

Verglichen mit dem europäischen Kapitalmarktrecht befindet sich das europäische Deliktsrecht aber noch in den Kinderschuhen.<sup>32</sup> Zwei konkrete Rechtsvereinheitlichungsprojekte stellen die „Principles of European Tort Law“ der European Group on Tort Law sowie die „Principles of Non-Contractual Liability Arising out of Damage Caused to Another“ der Study Group on a European Civil Code dar. Dabei handelt es sich aber nur um erste Schritte auf dem Weg zu einem europäischen Deliktsrecht.<sup>33</sup>

Damit muss eine Untersuchung zum Kapitalmarktdeliktsrecht zwar vielfältige Bezüge zu den europarechtlichen Grundlagen der behandelten Einzelpflichten herstellen, bleibt aber hinsichtlich der zu behandelnden Haftungstatbestände einstweilen auf das nationale Recht beschränkt.

### 3. Gesetzesreformen

Inhaltlich ist das Kapitalmarktrecht einem stetigen Wandel unterworfen, der manche bereits von einer „Kapitalmarktreform in Permanenz“ reden lässt.<sup>34</sup> Demgegenüber hat das Deliktsrecht zwar einige „Wandlungen“ durchlaufen,<sup>35</sup> ist in seinem Normengefüge aber seit Inkrafttreten des BGB nahezu unverändert geblieben. Dadurch ist das Haftungsrecht jedoch bis in die Einzelheiten durch die Lehre und Rechtsprechung erkundet und ausgestaltet worden, während viele Bereiche des (reformierten) Kapitalmarktrechts noch der Aufarbeitung harren.

Auch dieser Gegensatz ist für das Vorhaben zu berücksichtigen. Er lässt sich weder nach der einen noch nach der anderen Seite auflösen, kann aber zu einer Befruchtung der Diskussion führen, indem die althergebrachten Prinzipien des Deliktsrechts an die Anforderungen des modernen Wirtschaftslebens herangeführt werden und andererseits bewährte Strukturen

---

<sup>31</sup> Art. 17 S. 1 Übernahmerichtlinie 2004/25/EG.

<sup>32</sup> Überblick über die Entwicklung bei *Zimmermann*, in: ders., Grundstrukturen des europäischen Deliktsrechts (2003), S. 19, 21 f. Zum Stand der Diskussion zuletzt *Jansen*, in: Bussani, European Tort Law (2007), p. 15.

<sup>33</sup> Vgl. *Spier*, in: European Group on Tort Law, Principles of European Tort Law (2005), p. 12, 16 et seq. Zum Entwurf eines gemeinsamen Referenzrahmens siehe *Eidenmüller/Faust/Grigoleit/Jansen/Wagner/Zimmermann*, JZ 2008, 529, insbesondere S. 539 ff.

<sup>34</sup> *Spindler*, NJW 2004, 3449. Zuvor bereits *Zöllner*, AG 1994, 336 („Aktienrechtsreform in Permanenz“).

<sup>35</sup> *von Caemmerer*, in: FS 100 Jahre DJT (1960), Bd. II, S. 49.

nutzbar gemacht werden können, um neue und neueste Rechtsentwicklung einer rechtssicheren Auslegung zuzuführen.

#### *4. Einschränkungen der Themenstellung*

Kapitalmarktrecht und Deliktsrecht stehen daher auf den ersten Blick unverbunden nebeneinander. Diese beiden recht gegensätzlichen Rechtsgebiete miteinander in Einklang zu bringen, soll im Folgenden versucht werden. Thematische Begrenzungen sind bei einem derart weit gespannten Thema unvermeidlich. Auch werden die Ausführungen am einzelnen Beispiel häufig *pars pro toto* gelten müssen.

Die notwendigen Begrenzungen sollen aber im Laufe der Untersuchung aus dem jeweiligen Gegenstand nach Sachkriterien entwickelt und nicht bereits vor die Klammer der eigentlichen Darstellung gezogen werden.

## *II. Gang der Untersuchung*

Die Untersuchung beginnt mit einem Allgemeinen Teil, in welchem die Grundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts zusammengetragen werden sollen. Dabei wird eine Dreiteilung in Rechtsdogmatik, Rechtsvergleichung und (Rechts-)Ökonomie vorgenommen, die sich als Leitfaden durch die weitere Arbeit zieht: Zunächst erfolgt eine Bestandsaufnahme der Rechtsgrundlagen des deutschen Kapitalmarktdeliktsrechts (§ 2). Sodann wird dieser eine Darstellung des US-amerikanischen Kapitalmarktdeliktsrecht gegenübergestellt, mit dem Ziel, die Struktur eines entwickelten Kapitalmarkthaftungsrechts aufzuzeigen (§ 3). Komplettiert wird die Trias durch eine Darstellung der ökonomischen Grundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts, um den Fragen nachzugehen, in welches Umfeld sich die Kapitalmarkthaftung einzuordnen und welche Zwecke sie dabei zu erfüllen hat (§ 4).

Aufbauend auf die so gelegten Grundlagen soll im Mittelteil ein umfassendes Konzept der Kapitalmarkthaftung entwickelt werden, das die spezialgesetzlichen Kapitalmarkthaftungstatbestände und das allgemeine Deliktsrecht vor dem Hintergrund der US-amerikanischen Erfahrungen und im Hinblick auf die ökonomische Zielsetzung zu einem einheitlichen Modell zusammenbringt (§§ 5 bis 7).

Im abschließenden Besonderen Teil der Arbeit werden sodann die Konsequenzen dieses Kapitalmarkthaftungsmodells für die Einzelfragen entlang dem Tatbestandsaufbau deliktischer Haftung am Kapitalmarkt entfaltet (§§ 8 bis 15).

## A. Allgemeiner Teil

Im Allgemeinen Teil dieser Arbeit soll im Wege der induktiven Erschließung geklärt werden, was unter „Kapitalmarktdeliktsrecht“ zu verstehen ist. Den Beginn bildet eine Darstellung der Rechtsgrundlagen des deutschen Rechts (§ 2). Dieser wird sodann eine Darstellung des US-amerikanischen Kapitalmarkthaftungsrechts gegenüber gestellt, um den Vergleichsmaßstab eines entwickelten und weltweit anerkannten Haftungsregimes zu gewinnen (§ 3). Nach dieser rechtlichen und rechtsvergleichenden Fundierung soll die Frage des Warum aufgeworfen werden, indem die ökonomischen Grundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts dargestellt und daraus der Sinn und Zweck einer solchen Haftung entwickelt werden (§ 4).

### § 2 Rechtsgrundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts

Ein Rechtsgebiet grenzt sich ab durch die Vorschriften, die es konstituieren. In diesem Sinne soll zu Beginn des Allgemeinen Teils eine Bestandsaufnahme all jener Normen vorgenommen werden, die außervertragliche Schadensersatzansprüche der Anleger am Kapitalmarkt begründen können. Die Darstellung beginnt mit den spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen, die in den diversen Kapitalmarktgesetzen enthalten sind (unter I.). In einem zweiten Teil werden die Vorschriften des allgemeinen Deliktsrechts auf ihre „Kapitalmarkttauglichkeit“ hin untersucht (unter II.). Zum Schluss sollen wegen der besonderen Sachnähe die Tatbestände des Kapitalmarktstrafrechts dargestellt und auf ihren Schutzgesetzcharakter im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB untersucht werden (unter III.).

#### *I. Spezialgesetzliche Anspruchsgrundlagen*

Im Bereich der Anspruchsgrundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts sind zuerst die diversen Spezialtatbestände der Kapitalmarktgesetze, das sind: BörsG, InvG, VerkProspG, WpHG und WpÜG zu nennen. Es mag auf den ersten Blick verwundern, dass diese Anspruchsgrundlagen in einer Arbeit

über „Kapitalmarktdeliktsrecht“ einen solch prominenten Rang einnehmen. Wie aber im Folgenden zu zeigen sein wird, lässt sich der Haftungsgrund dieser Spezialtatbestände letztlich nur auf Basis eines deliktsrechtlichen Ansatzes befriedigend verstehen.

Die kapitalmarktrechtlichen Spezialtatbestände können ihrerseits nach verschiedenen Marktphasen aufgegliedert werden: Die Prospekthaftung am Primärmarkt (dazu unter 1.), die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Meldungen am Sekundärmarkt<sup>1</sup> (dazu unter 2.) und die Sondersituation der Übernahme einer börsennotierten Publikumsgesellschaft (dazu unter 3.).

### 1. Primärmarkt: Prospekthaftung (§ 44 BörsG, §§ 13, 13a VerkProspG, § 127 InvG)

Der älteste und wichtigste kapitalmarktrechtliche Haftungstatbestand ist die Prospekthaftung. Sie stellt das Muster dar, an dem sich alle späteren kapitalmarktrechtlichen Schadensersatzpflichten orientiert haben.<sup>2</sup>

#### a) Geschichte und Entwicklung der Prospekthaftung in Deutschland

##### aa) Börsengesetze von 1896 und 1908

Die Prospekthaftung wurde in Deutschland durch das BörsG 1896 erstmals gesetzlich statuiert.<sup>3</sup> Die Bewerbung von Aktien mittels Prospekten war zwar schon längere Zeit üblich gewesen<sup>4</sup> und es gab auch vereinzelt Ansätze, hieran im Falle fehlerhafter Prospekte haftungsrechtliche Folgen zu knüpfen,<sup>5</sup> von der gesicherten Existenz einer Prospekthaftung konnte je-

<sup>1</sup> Zum Begriff des Primär- und des Sekundärmarkts ausführlich unten S. 109 ff.

<sup>2</sup> Ganz deutlich ist dies bei § 12 WpÜG; vgl. Begr. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 42 f. wo mehrfach auf die Parallelvorschriften der Prospekthaftung verwiesen wird. Aber auch die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität lehnt sich vielfach an die Regelungen der Prospekthaftung an, vgl. Begr. RegE 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 94.

<sup>3</sup> Andere Länder kannten schon längere Zeit eine gesetzlich geregelte Prospekthaftung, so etwa England, wo bei einem hinter den Anforderungen von sec. 38 Companies Act 1867 zurückbleibenden Prospekt oder bei fehlerhaften Angaben die betrügerische Absicht fingiert wurde; dazu und zu der weiteren Rechtsentwicklung in England *Leyens/Magnus*, in: *Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 417, 440.

<sup>4</sup> *Assmann*, Prospekthaftung (1985), S. 41; *Hopt*, in: *Coing/Wilhelm, Wissenschaft und Kodifikation* (1980), Bd. V, S. 128, 154; *Meier*, Die Entstehung des Börsengesetzes (1992), S. 9; *Merkt*, Unternehmenspublizität (2001), S. 40, 76. Ende des 19. Jahrhunderts verlangten alle deutschen Börsen zwingend die Vorlage eines Börsenzulassungsprospekts, *Weber*, ZHR 45 (1896), 69, 79, siehe auch *Hopt*, ZHR 141 (1977), 389, 395.

<sup>5</sup> Siehe etwa den sog. Lucca-Pistoja-Aktienstreit; dazu ausführlich *Assmann*, Prospekthaftung (1985), S. 48 ff.

# Sachverzeichnis

- 10 %-Kapitalerhöhung 247
- 3. Finanzmarktförderungsgesetz 11,  
14 f., 349, 353, 359, 422, 424 f., 488,  
494
- 4. Finanzmarktförderungsgesetz 29 f.,  
75 f., 288, 305, 353, 429, 537
- Abschlussprüfer s.a. Wirtschaftsprüfer,  
300 ff., 443
  - Bestätigungsvermerk 296, 300, 302
  - Prospekthaftung 300 ff.
  - Sekundärmarkthaftung 303 f.
  - Sorgfaltspflichten 305
  - Sperrwirkung von § 323 HGB 301,  
303
- Acting in concert s. Pflichtangebot
- Ad-hoc-Publizität 27 ff., 247 f., 255 ff.
  - § 15 Abs. 6 WpHG 28, 32, 33, 35 f.,  
49 f., 64, 68, 267, 291, 429, 551
  - §§ 37b, 37c WpHG 27 ff., 258 ff.
  - Befreiung 262 f., 274, 387, 481
  - bei Überbewertung der Aktie 263 ff.,  
481 ff.
  - Bekanntwerden des Umstands  
356 ff.
  - besondere Veröffentlichungspflichten  
256, 267 f., 274 f.
  - deliktsrechtliche Einordnung 33 ff.,  
35 f.
  - Eintrittswahrscheinlichkeit 259 ff.
  - Entwicklung 27 ff.
  - falsche Meldung 265 f.
  - Gerüchte 263 f., 357 f., 392, 529
  - Haftung 257 ff.
  - Korrekturmeldung 357 f.
  - Kursbeeinflussung 261 f., 275 f.
  - Primärmarkt 247 f.
  - Rechtsdogmatische Einordnung  
32 ff.
  - Sorgfaltspflichten 476 ff., 480 f.
  - Umstand 259 ff.
  - und Insiderrecht 30, 255 f., 259 ff.,  
321
  - unterlassene Meldung 258 ff., 351 f.,  
476 ff.
  - US-Recht 98 ff.
  - Veröffentlichungszeitpunkt 258 f.,  
351 f.
  - Verschulden 459, 466 f.
  - vertragsrechtliche Erklärung 32,  
34 f.
  - Vertraulichkeit 262
  - Weiterveräußerung 360 ff.
- Aktienbewertung
  - Dividendenmodell 112
  - Kursbildung s.a. Börsenkurs,  
Informationseffizienz, 159, 521 ff.
  - Pflicht zur 482 f.
  - Veröffentlichungspflicht 483
- Aktienoptionsprogramm
  - Directors' Dealings 289
  - Insiderhandel 322, 440
  - virtuelle 290, 322, 440
- Aktionäre, aktive 160, 163 f., 267
- Akzessorische Gesellschafterhaftung  
400 f.
- Allokationseffizienz s. Effizienz
- Angebotsunterlage s.a.  
Übernahmerecht,  
Übernahmerechtliche Haftung, 37 f.,  
269 ff.
  - Absichten des Bieters 271, 273
  - Berichtigung 358 f.
  - Empfängerhorizont 270 ff.
  - fehlerhafte 272 f.
  - Haftung 39 f., 41 f., 272 ff.
  - Inhalt 270 f.
  - Nachtrag 280 f.
- Anlageberater s. Intermediär
- Anlagestimmung s. Kausalität
- Anlagevermittler s. Intermediär

- Anleger
  - Begriff 108, 167 f.
  - Institutionelle 108, 167 f., 169
  - Pflichten s. Beteiligungspublizität
  - Privatanleger 108, 167 f., 169 ff., 472
  - professionelle Kunden 168
  - qualifizierte 168, 203, 472
  - Verbraucher 170 f.
- Anlegerschutz 166 ff., 224
  - Anlageentscheidung 168 ff., 171, 175 f., 343 f.
  - Publikum 172 ff., 179, 238
  - Schutzbedürfnisse 168 ff.
  - Übernahmerecht 190 ff.
  - Verhältnis zum Funktionenschutz 177 ff., 194 ff., 197 f.
  - Vermögensschutz 168 f., 171, 174 ff.
  - Zielkonflikte 195 ff.
- Anlegerschutzverbesserungsgesetz 13, 17, 20, 26 f., 31, 33, 35, 238, 239, 318, 319, 355, 427, 464, 537
- Arbitrage 125 f., 132 f.
- Arbitrage Pricing Theory 123
- Aufsichtsrecht 177 ff., 547 f.
- Basisprospekt 244 f., 354
- Behavioral Finance s.a. Arbitrage, Funktionenschutz, 113 f., 130 ff.
  - Hot Market 114, 184, 263 ff., 509 f., 523, 526, 528 f., 532, 545
  - Kurzsichtigkeit der Kapitalmärkte 131 f., 139, 151, 163, 185, 314
  - Marktanomalien 130 f., 139 f., 184 ff., 189, 508 ff., 526 f., 545, 553
  - Prospect Theory 131 f.
  - Rechtliche Reaktionsmöglichkeiten 185 f., 195 ff., 263 ff.
  - Rückwirkungen auf Investitionsverhalten 138 ff., 160 f.
  - Timing the Market 116 f.
- Beratungspflichten 296, 316 f.
- Beteiligungspublizität 266 ff., 293 ff.
  - fehlerhafte 268
  - Haftung 267 f., 295
  - Pflichten der Anleger 293 ff.
  - Pflichten des Emittenten 266
- Betrug 71 ff.
  - Bereicherungsabsicht 72 f.
- Beweis 539 ff.
  - Absichten des Bieters 273, 540
  - bei Rückabwicklung 544 f.
  - Beweislast 539
  - haftungsausfüllende Kausalität 542 ff.
  - haftungsbegründende Kausalität 541 f.
  - Pflichtverletzung 540
  - Schadenshöhe 542 ff.
  - Verschulden 480 f., 491, 540
- Bieter 442 f.
- Bilanzzeit 89, 249, 252
- Bilanzrecht 77 f., 159, 248 ff., 251 f., 287, 300 f., 305, 389, 402 ff.
- Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz 250, 478
- Bookbuilding 110, 350, 355, 494, 522, 524
- Börsenkurs 151, 157 ff., 160, 185, 223, 233, 264 f., 276, 283 f., 385, 389, 390, 482 f., 485, 529, 530
- Börsenordnung 185, 233, 249, 250
- Börsenspekulation, Verbot der 77
- Broker s. Intermediär
- Cap s. Schaden
- Capital Asset Pricing Theory 122 f.
  - als Entscheidungskriterium 136 ff., 149, 158
- Comfort Letter 298 f.
- Compliance 410, 463, 470, 476 ff.
  - Inhaltliche Anforderungen 479 f.
  - Pflicht zur 477 ff.
- Corporate Governance Kodex 249, 250, 478
  - Aktualisierungspflicht 254 f.
  - Entsprechenserklärung 250, 254 f., 287
- Corporate Governance 143 ff., 186 ff., 201 f., 233
  - Exit und Voice 151 f.
  - Funktionenschutz 186 ff.
  - intern und extern 152 f., 154 f.
  - Konvergenz der Systeme 153 f.
  - Markt für Unternehmenskontrolle s. ebd.
  - Nexus of Contracts 145
  - Path Dependence 153 f.
  - Primärmarkt 155 ff., 376 ff.
  - Principal-Agent-Konflikt 114, 144, 151 f., 202
  - Sekundärmarkt 157 ff., 383 ff.



- Separation of Ownership and Control 144
- Zielkonflikt 146
- Zweckmäßigkeitkontrolle 159 f., 186, 223 f, 338 f., 435 f., 439 f.
- D&O-Versicherung s. Versicherung
- Deliktsrecht
  - *Baustoff*-Entscheidung 413 f.
  - Begriff 3 ff.
  - europäisches 7
  - *Kirch/Breuer*-Entscheidung 414 f.
  - persönliche Haftung 412 ff.
  - Rechtfertigung 199 ff., 202 f.
  - und Spezialtatbestände 221 ff., 232 ff., 460 f.
  - unternehmensbezogene Pflichten 397 f., 414 f., 432, 439
  - Verkehrspflichten s.a. Sorgfaltspflichten, 396 ff., 413 ff., 474
  - Zurechnung 395 ff., 412 f., 420 ff., 474 f., 486 ff.
- Delisting 235
- Derivative Finanzinstrumente 109, 244, 363 f.
- Directors' Dealings 256, 288 ff.
  - Aktienoptionsprogramme 289
  - Annahmeabsicht 292
  - fehlerhafte Meldung 291
  - Gewinnabschöpfung 291 f.
  - Inhalt 288
  - und Insiderhandel 289, 290, 321
  - US-Recht 288, 290
- Diversifikation 121 f., 142 f., 149 f.
- Dividendenmodell s. Aktienbewertung
- Effizienz s.a. Behavioral Finance, Informationseffizienz
  - Allokative 112, 183 f.
  - Institutionelle 181 f., 184, 317
  - Operationale 182 f.
- Einlagenrückgewähr s. Kapitalerhaltung
- Einpreisung s. Informationseffizienz
- Emissionsbank 298, 443
  - Prospekthaftung 298, 299, 422 f., 426, 486 ff.
  - Überprüfungspflichten 448 f.
  - Wissenszurechnung 486 ff.
- endgültige Bedingungen s.a. Basisprospekt, 244 f., 354
- Entsprechenserklärung s. Corporate Governance Kodex
- Ereignisstudie 128 f., 542 ff.
- Erwerb eigener Aktien 267, 405, 406
- Europarecht 5 ff., 222, 226 f.
  - Börsenzulassungsrichtlinie 5
  - Deliktsrecht 7
  - Financial Services Action Plan 6
  - Finanzmarktrichtlinie 5
  - Insiderrichtlinie 318, 320 f.
  - Kapitalrichtlinie 404, 405, 503
  - Lamfalussy-Verfahren 6
  - Marktmissbrauchs-Durchführungsverordnung 320, 329
  - Marktmissbrauchsrichtlinie 5, 318
  - OGAW-Richtlinie 5 f.
  - Prospekttrichtlinie 5 f., 226 f., 425 f.
  - Prospektverordnung 201, 232, 301
  - Transparenzrichtlinie 5 f., 227, 253
  - Übernahmerichtlinie 5 ff., 249
  - Verantwortlichkeit der Direktoren 561
- Event Study s. Ereignisstudie
- Fairness Opinion 284, 489 ff.
  - Begriff 489 f.
- Fehlerhafte Veröffentlichung 245 f., 253 ff., 265 f., 268, 272 f., 276 f., 278 f., 279, 286, 291, 309 f.
  - Beweis 540
- Finanzanalyse 305 ff.
  - Definition 305 f.
  - fehlerhafte 309 f.
  - Haftung 307 f.
  - Offenlegung von Interessenkonflikten 306, 308, 309 f.
  - Sell-Side 306
- Finanzierung 107 f., 115 ff., 155 ff.
  - Arten 107 f.
  - Kapitalkosten 115, 184, 201
  - *Modigliani-Miller* 115
  - Pecking Order 115 f.
  - Separationstheorem 121
- fraud-on-the-market-theory s. Kausalität
- Freiverkehr 111, 223, 232 ff., 250, 318 f.
- freiwillige Information 314 ff.
  - Marktmanipulation 315 f.
  - sittenwidrige Schädigung 314 ff.
- Funktionenschutz 177 ff., 180 ff.

- Corporate Governance als 186 ff.
- Marktanomalien 184 ff.
- Übernahmerecht 194
- Verhältnis zum Anlegerschutz 177 ff., 194 ff., 197 f.
- Gatekeeper 38 f., 296 f., 442, 444 f.
- Gehilfenhaftung 415 ff., 429, 444 f.
- Gerüchte s. Ad-hoc-Publizität
- Gesamtschuld 435, 445 f.
- Gewinnabschöpfung 291 f., 327
- Gleichbehandlungspflicht 338 f., 399
- Hauptversammlung 482 f.
- Holzmüller*-Entscheidung 45
- Ineffizienz s. Behavioral Finance
- Informationsasymmetrie 156, 371 ff.
  - informationsbedingtes Marktversagen 373 ff., 384
  - IPO 371 f.
  - Kapitalerhöhung 372
  - Screening 374 f.
  - Sekundärmarkt 384
  - Self Selection 375
  - Signaling 375 ff.
- Informationseffizienz s.a. Behavioral Finance, 113, 123 ff., 183
  - Einpreisung 128 f., 350
  - relative 124 f.
  - semistarke 124, 127 ff.
  - theoretische Grundlagen 123 ff.
  - Überprüfung 127 ff.
- Informationsmodell 237
- Initial Public Offering 109, 155 f.
- Insider 74 f., 143, 317 ff.
  - Aktienoptionsprogramme 322, 440
  - Freiverkehr 318 f.
  - Insiderdelikte 74 f., 319 ff.
  - Insiderinformation 31, 33, 74 f., 100, 126, 261 f., 264 f., 288 f., 318, 319 ff., 324 f., 331, 351, 357, 475, 477 ff., 482 f.
  - Insiderpapiere 318 f.
  - ökonomische Auswirkungen 143, 323 ff.
  - persönliche Haftung 328, 440
  - Unternehmensinsider 321 f.
- Insiderhandel 74 f., 129, 440
  - Ausnahmen vom Verbot 320 f.
  - Schutzgesetzzeigenschaft 75, 326 f.
- Insolvenz 369 f., 446 ff.
  - Doppelin insolvenz 448 f.
  - Folgen für Schadensallokation 369 f.
  - Gesamtschuldnerausgleich 447 ff.
  - Nachrang 408 f., 450
  - Pflichten des Insolvenzverwalters 408
- Interessenkonflikt 150, 161 f., 376 ff.
- Intermediär
  - Anlegerintermediär 295 f.
  - Informations- und Beratungspflichten 296, 316
  - Informationsintermediär 294
  - Marktintermediär 296 ff., 443 f.
- Investition 107 f.
  - Auswirkungen des Sekundärmarkts 135 ff.
- IOSCO 6
- Kapitalanlagebetrug 73 f.
- Kapitalanlegermusterverfahrensgesetz 548 ff.
- Kapitalerhaltung 398 ff., 503
  - Ausschüttung 404
  - durch kurze Verjährung 536
  - Einlagenrückgewähr 401 ff.
  - Erwerb eigener Aktien 405 f.
  - Gesellschafterschutz 399 f.
  - Publikumspersonengesellschaft 400 f., 406 f.
- Kapitalkosten 115
- Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz z 18, 32, 221, 301, 431 f., 468, 499, 560 f.
- Kapitalmarktrecht, Begriff 3
- Kausalität
  - Anlagestimmung 353, 522, 524 f., 527 ff.
  - Beweis 541 ff.
  - fraud-on-the-market-theory 79, 87, 90, 94 ff., 175, 519 f.
  - haftungsausfüllende 97, 360, 529 ff.
  - haftungsbegründende 519 ff.
  - Kursverlust 530 f.
  - Marktanomalien 526 ff.
  - normale Marktphasen 521 ff.
  - Primärmarkt 522 f.
  - Sekundärmarkt 521 f.
  - Übernahmerecht 523
  - und geschütztes Rechtsgut 519 f.
- Kreditgefährdung 52 ff.
  - Haftung von Ratingagenturen 53 ff.
  - Rechtfertigung 55 f.

- Rechtsdogmatische Stellung 56 ff.
- Kurzichtigkeit der Kapitalmärkte s. Behavioral Finance
- Markt für Unternehmenskontrolle s.a. Übernahme, 161 ff.
  - bei Kapitalmarktineffizienzen 163
  - praktische Bedeutung 163 f.
- Marktmanipulation 75 ff., 225
  - Auffangtatbestand 331 f.
  - Ausnahmen 329
  - handelsgestützte 328 ff.
  - Scalping 331 f.
  - Schutzgesetzeigenschaft 76 f., 225, 236, 311 f., 315, 329, 330, 332
  - Vorsatzerfordernis 330, 469 f.
- Marktmissbrauchsrichtlinie s. Europarecht
- Mitgliedschaftsrecht 44 ff.
- Mitverschulden 531 f.
- Motive für Fehlinformationen
  - bei Kapitalmarktineffizienz 390 f.
  - Primärmarkt 376 ff.
  - Sekundärmarkt 386 ff.
- MTN-Programm 245, 376
- Nachtrag
  - Angebotsunterlage 280 f.
  - Beteiligungspublizität 294
  - Billigung des Prospektnachtrags 242 ff.
  - Corporate Governance Kodex 254 f.
  - Prospekt 241 ff.
- Neuer Markt 28 f., 36, 58, 64, 114, 177, 188, 257, 305
- Öffentlichkeitsarbeit 387, 485 f.
- Ökonomische Analyse s.a. Informationsasymmetrie, Principal-Agent-Konflikt, Verhaltenssteuerung
  - Deliktsrecht 365 ff.
  - Emittentenhaftung 409 ff.
  - Organaußenhaftung 375 ff., 382 f., 388 ff., 391 ff.
  - Rationales Desinteresse 546 f.
  - Schadensallokation 367 ff., 411
  - Schadensprävention 370, 409 ff.
  - Sekundärmarktschäden 140 ff.
  - soziale Schäden 140, 142, 209 f., 384 ff., 498
  - Überabschreckung durch Haftung 379 ff., 382 f., 391 ff., 394
  - Vermögensschäden 208 ff.
- Verschuldensmaßstab 457 f., 462 ff.
- Organaußenhaftung 411 ff., 420 ff., 432 ff.
  - Binnenpflichten 421 f.
  - Deliktsrecht 412 f.
  - Gehilfenhaftung 415 ff., 429
  - Geschäftsverteilung 441 f., 476
  - Gesellschaftsrecht 417 ff.
  - kapitalmarktrechtliche Treuepflicht 433 f., 436 ff.
  - Ökonomische Analyse 375 ff., 382 f., 388 ff., 391 ff.
  - Organisations- und Kontrollpflichten 413 f.
  - Prospekthaftung 422 ff.
  - Sorgfaltspflicht 418
  - Übernahmerecht 429 ff.
- Organwalter s.a. Directors' Dealings
  - eigene Publizitätspflichten 287 ff.
- persönliche Haftung s. Organaußenhaftung
- Pflichtangebot 38, 191, 271, 272, 277, 279, 281, 293, 332 ff., 467
  - Acting in concert 332 f.
  - aufsichtsrechtliche Durchsetzung 334
  - Delisting 235
  - Kontrolle 332, 443
  - negatorischer Anspruch 335
  - zivilrechtlicher Anspruch 333 ff.
- Portfoliotheorie 120, 121 f.
- Primärmarkt 109 f.
  - Allokationsfunktion 111
  - Emissionsverfahren s.a. Bookbuilding, 109 f.
  - Funktion 111 ff.
  - Hot Issue Market 113 f.
  - Underpricing 113
- Principal-Agent-Konflikt 114, 144, 151 f., 202
- Prognosen 246, 273, 309
- Prospekthaftung 10 ff., 80 ff., 239 ff., 380 ff.
  - Aktualisierungspflicht 242 ff.
  - alte Stücke 15
  - Anspruchsberechtigung bei Fonds 355 f.
  - Berichtigung 241 f., 247
  - bössliches Verschweigen 11, 381

- bürgerlichrechtliche 15 ff., 18 f., 20 ff., 27, 37, 61, 203, 245, 285, 301, 356, 406, 422, 427 f., 458, 465, 525 f., 537, 544
- deliktsrechtliche Einordnung 19 f., 20 ff., 25 ff.
- Emissionsbank 298, 299, 422 f., 426, 486 ff.
- Empfängerhorizont 246
- endgültige Bedingungen 244 f., 354
- fehlender Prospekt 239, 470 ff.
- Generalklauseln 27, 240
- Gesamtverantwortung 300 ff.
- Geschichte 10 ff.
- investmentrechtliche 13, 19, 26, 240 ff., 244, 340, 349 f., 355 f., 429, 435 f., 459, 501 f., 531, 534, 540
- junge Stücke 12, 15
- Konvergenz der Tatbestände 22 f.
- nicht unterscheidbare Gattungsstücke 362
- Organaußenhaftung 422 ff.
- Prospektfehler 245 f.
- Rechtsdogmatische Einordnung 18 ff.
- Rechtsprechung 380 ff.
- Sechs-Monats-Frist 353 f., 355 f.
- US-Recht 80 ff.
- vertragsrechtliche Einordnung 18 f.
- Vertrauenshaftung 20, 21 f., 23 ff.
- Weiterveräußerung 359 f.
- Prospektpflicht 239 ff.
- befreiende Dokumente 240 f.
- Haftung bei fehlendem Prospekt 239, 470 ff.
- Prospektrichtlinie s. Europarecht
- Prospektverordnung s. Europarecht
- Publikum s. Anlegerschutz
- Rating 53 ff., 310 ff.
- Auxiliary Services 312, 444
- Begriff 310 f.
- Gebot der Richtigkeit und Vollständigkeit 54, 311
- Haftung 311 ff., 444
- solicited 312 f.
- unsolicited 312 f.
- Rationales Desinteresse 546 f.
- Rechtsgüter s. Anlegerschutz, Corporate Governance, Funktionenschutz
- Reform 7 f., 257 f., 561
- Regelpublizität 248 ff.
- fehlerhafte 253 f.
- Haftung 251 ff.
- Halbjahresfinanzbericht 249
- Jahresabschluss 248
- Jahresfinanzbericht 249
- Quartalsbericht 233
- US-Recht 89 f.
- Verschulden 466 f.
- VorstOG 248 f.
- Zwischenmitteilung der Geschäftsführung 249
- Regulierung, zwingende 200 ff.
- Risiko 120 f., 123, 149 f.
- systematisches 121 f., 123
- unsystematisches 122, 150
- Risikobegrenzungsgesetz 293 f., 332 f.
- Rule 10b-5 86 f., 91 ff., 103
- fraud-on-the-market-theory 94 ff.
- Geschichte 91, 105
- Schaden 96 f.
- subjektiver Tatbestand 92 f.
- Tatbestand 91 f.
- Übernahmerecht 103
- Scalping 331 f.
- Schaden
- Allokation 367 ff.
- Begrifflichkeit 494
- Berechnung 503, 505 ff., 507 f., 508 ff., 516 f.
- Beweis 541 ff.
- Cap 432, 498 ff.
- Differenzschadensersatz 493 ff., 501 f., 503, 505 ff., 507 f., 515 ff.
- Naturalrestitution 492 ff.
- Ökonomische Analyse von Sekundärmarktschäden 140 ff.
- Prävention s.a. Verhaltenssteuerung, 370
- Primärmarkt 501 ff.
- Rückabwicklung 502 f., 510
- Schadensminderungspflicht 532
- Sekundärmarkt 504 ff.
- sittenwidrige Schädigung 64, 494 ff.
- Skandalschaden 507, 544
- Übernahmerechtliche Haftung 496 f., 510 ff., 515 ff.
- Umverteilungsschaden 141
- US-Recht 83, 86, 92 f., 96 f.

- Verteilungsverfahren bei Cap 500
- Schutzgesetzeigenschaft 47 ff.
- Abschlussprüfung 303 f.
- Beteiligungspublizität 267, 295
- Bilanzrecht 251 f.
- Directors' Dealings 290 f.
- Entscheidung zur Übernahme 277
- Finanzanalyse 307 f.
- Informations- und Beratungspflichten 317
- Kapitalmarktrecht 49 ff., 235 f.
- Marktmanipulation 76 f., 225, 236, 311 f., 315, 329, 330, 332
- nach BGH-Rechtsprechung 47
- nach Literatur 48 f.
- Neben- und Nacherwerbe 279
- Regelpublizität 251 ff.
- Stand der Annahmeerklärungen 278
- Stellungnahme der Zielgesellschaft 285 f.
- Strafgesetze 49, 71, 73, 252
- Vermögensschäden 48 f.
- Schutzzweck s.a.
- Transaktionserfordernis
- Abschlussprüferhaftung 302
- Directors' Dealings 288
- Haftung 167 ff., 174 ff., 202 ff., 221 ff., 230 f.
- Haftung von Emittenten 171 f.
- Haftung von Intermediären 170 f.
- Publizitätspflichten 187
- Übernahmerecht 190 ff., 269 f., 271, 275 f.
- Schutzzweck der Norm 67 ff., 454, 495
- Sekundärmarkt 110 f.
- Auswirkung auf Investitionsentscheidungen 135 ff.
- Funktion 119 ff.
- Liquidität 119 f., 126, 183, 201
- Marktstruktur 111
- Rückwirkungen auf Primärmarkt 135
- Shareholder Value 147 ff.
- Anreize für Manager 149 ff.
- Debatte 147 f.
- EVA 149
- Probleme des Ansatzes 150 f.
- Stakeholder 147
- Sittenwidrige Schädigung 58 ff.
- Bedeutung im Kapitalmarktrecht 69 ff.
- Türöffnerfunktion 69 f.
- Sittenwidrigkeit 59 ff., 65 f.
- Ad-hoc-Mitteilung 59 f.
- Expertenhaftung 61
- falsche Auskunft 60
- Gesetzesverletzung 65
- Prospekt 61
- Unterlassen 61 f.
- Sonderrechtsverhältnis 213 ff.
- am Kapitalmarkt 220 ff.
- culpa in contrahendo 216 f., 454 f.
- Eigentümer-Besitzer-Verhältnis 218, 456
- Entstehung 218 ff.
- Geschäftsführung ohne Auftrag 217 f., 455 f.
- Informations- und Beratungspflichten 317
- Näheverhältnis 219 f., 228 f.
- Rechtsdogmatische Konzeptionen 214 ff.
- Sorgfaltspflichten 472 ff.
- Ad-hoc-Publizität 476 ff., 480 f.
- bei Überbewertung 481 ff.
- Emissionsbegleiter 486 ff.
- Emittent 410 f., 473 ff.
- Fairness Opinion 489 ff.
- Hauptversammlung 482 f.
- mündliche Äußerungen 483 ff.
- Organwalter 418 f., 473, 475 f.
- Prüfungspflichten 488 f.
- Unternehmerisches Ermessen 56, 144, 150, 223, 337, 377, 399, 410 f., 418 f., 436 f., 440, 472
- Squeeze-Out 278, 345
- Stellungnahme der Zielgesellschaft 281 ff.
- Empfängerhorizont 282 f., 287
- Fairness Opinion 284, 489 ff.
- fehlerhafte 287
- Gegenleistung 282, 283 f.
- Haftung 285 f.
- Stand Alone 283
- Synergieeffekte 283 f.
- Stimmrechtsmeldung s.
- Beteiligungspublizität
- Strafrecht 71 ff., 177 f., 415 ff., 420 f.
- Transaktionserfordernis 340 ff., 349, 393, 403
- Altanleger 341

- Primärmarkt 345 f.
- Sekundärmarkt 346 f.
- Übernahmerecht 344 f., 347 f.
- Zusammenhang mit Schutzzweck 342 f.
- Transaktionskosten 182
- Transparenzrichtlinie s. Europarecht
- Transparenzrichtlinie-  
Umsetzungsgesetz 227, 238, 253, 256, 293
- Treuepflicht 433 f., 436 ff.
- Überbewertung 118 f., 195 f., 481 ff.
- Übernahme
  - feindliche s.a. Markt für Unternehmenskontrolle, 163 f., 268, 281, 337, 437
  - substituierter Preisbildungsprozess 191 ff., 279, 344, 347, 358, 496 f., 511 ff.
- Übernahmerecht s.a.
  - Angebotsunterlage, Pflichtangebot, Stellungnahme der Zielgesellschaft, Übernahmerechtliche Haftung, 36 ff.
  - Annahmeabsicht 292
  - City Code 37, 39, 490
  - einfaches Erwerbsangebot 284
  - Entscheidung zur Übernahme 273 ff.
  - Entwicklung 37 ff.
  - Finanzierungsbestätigung 313, 443
  - Gefangenendilemma 192 f., 270 f., 277, 511
  - Neben- und Nacherwerbe 279 f.
  - Neutralitätspflicht 335 ff., 470, 517
  - Pflichtangebot s. ebd.
  - Publizitätspflichten 268 ff.
  - Schutzzweck 190 ff.
  - Stand der Annahmeerklärungen 277 ff.
  - Übernahmekodex 37
  - US-Recht 101 ff.
  - Zaungastregel 193
- Übernahmerechtliche Haftung 37 ff., 268 ff., 276 f., 278 f., 352, 358 f., 442 f.
  - § 12 WpÜG 39 f., 41 f., 272 f.
  - § 13 Abs. 2 WpÜG 40 f., 42 f., 313
  - Barangebote 272
  - Befreiung von Veröffentlichungspflicht 274
  - deliktsrechtliche Einordnung 41 ff.
  - Empfängerhorizont 270 ff., 282 f.
  - Falschangaben über Absichten 191 ff., 273, 279, 496 f., 511 ff.
  - fehlerhafte Angebotsunterlage 272 f.
  - Neutralitätspflicht 337 f.
  - Organaußenhaftung 429 ff.
  - Rechtsdogmatische Einordnung 39 ff.
  - Schaden 496 f., 510 ff., 515 ff.
  - Tauschangebote 272 f., 280, 517
  - Verschulden 459
- Übernehmerichtlinie s. Europarecht
- Unrichtige Darstellung 77 f.
- Unternehmenskontrolle s. Corporate Governance
- Unternehmensplanung 482
- Unternehmerisches Ermessen 56, 144, 150, 223, 337, 377, 399, 410 f., 418 f., 436 f., 440, 472
- US-Recht
  - Ad-hoc-Publizität 98 ff.
  - class actions 96
  - Directors’ Dealings 288, 290
  - Entwicklung 80
  - implied remedy 91, 104 f.
  - materiality 92
  - Prospekthaftung 80 ff.
  - Regelpublizität 89 f.
  - reliance 90, 94 f.
  - Rule 10b-5 s. ebd.
  - Sarbanes-Oxley Act 99, 100 f., 154, 479
  - scienter 93
  - sec. 11 SA 84 ff.
  - sec. 12 SA 80 ff., 102
  - sec. 13(d) SEA 102
  - sec. 14(d) SEA 102
  - sec. 14(e) SEA 103 f.
  - sec. 16(b) SEA 100 f.
  - sec. 17(a) SA 86
  - sec. 18 SEA 90
  - sec. 306 SOA 100 f.
  - sec. 9(e) SEA 100
  - Übernahmerecht 101 ff.
  - übernahmerechtliche Informationspflichten 102
- Verhaltenssteuerung s.a. Ökonomische Analyse, 211, 409 ff., 440, 473 f.
- Verjährung 533 ff.
  - Grundsatz 537 f.

- Kapitalschutz 536
- spezialgesetzliche 15, 534
- Vermögensschäden
- Deliktsrecht 204 ff.
- Einordnung der Kapitalmarkthaftung 210 ff.
- Haftungsbegrenzung 207 f.
- Kreditgefährdungstatbestand 56 ff.
- Ökonomische Analyse 208 ff.
- Rechtsvergleichung 206
- reine 204 ff.
- Schutzgesetzverletzung 210
- Vermögensverwalter s. Intermediär
- Verschulden
- Ad-hoc-Publizität 459, 466 f.
- Beweis 480 f., 491, 540
- Fahrlässigkeit 452 f., 462 ff.
- fehlender Prospekt 470 ff.
- grobe Fahrlässigkeit 459, 460 ff.
- Marktmanipulation 330, 469 f.
- mündliche Äußerungen 468 f.
- Ökonomische Analyse 457 f., 462 ff.
- Ordnungswidrigkeiten 461 f.
- Prospekthaftung 15, 17, 459
- Regelpublizität 466 f.
- Sittenwidrige Schädigung 62 f.
- Sonderrechtsverhältnis 454 ff.
- Sorgfaltspflichten s. ebd.
- Übernahmerechtliche Haftung 459
- US-Recht 82, 85 f.
- Vorsatz 62 f., 66, 210, 451 f., 469 f.
- Versicherung 367 f.
- D&O 368, 393 f.
- Vertrauen 180 f., 385, 428
- Vertrauenshaftung 20, 21 f., 23 ff., 33 f., 214
- Volatilität 182, 183, 201
- Wertpapierdienstleistung 316
- Wettbewerb 165
- Widerrufsrecht 171, 242 f.
- Wirtschaftsprüfer s.a. Abschlussprüfer, 298 f.

