

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 284

**Ad-hoc-Publizität,
Corporate-Governance-Dimension
und persönliche Haftung**

Von

Fabian Benedikt Schwarzfischer



Duncker & Humblot · Berlin

FABIAN BENEDIKT SCHWARZFISCHER

Ad-hoc-Publizität, Corporate-Governance-Dimension
und persönliche Haftung

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Jens Koch, Köln

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 284

Ad-hoc-Publizität, Corporate-Governance-Dimension und persönliche Haftung

Von

Fabian Benedikt Schwarzfischer



Duncker & Humblot · Berlin

Die Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Regensburg
hat diese Arbeit im Jahr 2024 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2025 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: L101 Mediengestaltung, Fürstenwalde
Druck: Beltz Grafische Betriebe GmbH, Bad Langensalza
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-19502-2 (Print)
ISBN 978-3-428-59502-0 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☞

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,
12165 Berlin, Germany | E-Mail: info@duncker-humblot.de
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

Meiner Familie

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2024 von der Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Regensburg als Dissertation angenommen. Die Arbeit befindet sich im Wesentlichen auf dem Stand Februar 2024; bis zur Drucklegung konnten zum Teil noch später veröffentlichte Rechtsprechung und Literatur bis einschließlich Februar 2025 Berücksichtigung finden.

Mein Dank für die umfassende Betreuung der Dissertation, die wertvollen inhaltlichen Anregungen und konstruktiven Diskurse, die erfahrungsreiche Zeit an seinem Lehrstuhl sowie die zügige Korrektur der Arbeit gilt meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Alexander Hellgardt, B.A., LL.M. (Harvard).

Herrn Professor Dr. Carsten Herresthal, LL.M. (Duke), danke ich für die zügige Zweitbegutachtung der Doktorarbeit und die hierbei ergangenen hilfreichen Anmerkungen.

Meinen beiden Gutachtern danke ich für die Nominierung sowie dem Alumniverein der Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Regensburg für die Auszeichnung dieser Arbeit mit dem Juratisbona-Preis für herausragende Doktorarbeiten.

Überdies möchte ich mich bei den Herausgebern für die Aufnahme in die Schriftenreihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“ bedanken.

Mein weiterer Dank gilt den Mitarbeitern des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Unternehmensrecht und Grundlagen des Rechts für die angenehme Arbeitsatmosphäre, die ich in bester Erinnerung behalten werde. Ein besonderer Dank gilt daneben Dr. Maximilian Huchel, der mir seit vielen Jahren als guter Freund mit Rat und Tat zur Seite steht, sowie Julia Grimm und Lisa Schegg für die Unterstützung in der Endphase der Anfertigung.

Der größte Dank gilt jedoch meinen Eltern, die mich auf meinem gesamten bisherigen Lebensweg bedingungslos unterstützt und gefördert haben, sowie meiner Ehefrau Viktoriia, ohne deren Rückhalt und Verständnis für die langjährigen mit der Anfertigung verbundenen Entbehrungen diese Arbeit nicht möglich gewesen wäre.

Ihnen allen ist diese Doktorarbeit gewidmet.

München, im Februar 2025

Fabian Benedikt Schwarzfischer

Inhaltsübersicht

Kapitel 1

Untersuchungsgegenstand und thematische Eingrenzung	51
A. Darstellung des Untersuchungsgegenstandes	51
B. Darstellung des nachfolgenden Vorgehens	56

Kapitel 2

Der gesetzliche Rahmen der Ad-hoc-Publizitätspflicht	60
A. Veröffentlichungspflichtigkeit von Insiderinformationen	60
I. Vorliegen einer Insiderinformation	61
1. Allgemeine tatbestandliche Voraussetzungen von Insiderinformationen	62
2. Zwischenschritte als Insiderinformation	62
II. Ausgewählte Konstellationen der Veröffentlichungspflicht von Zwischenschritten	66
1. Unternehmensspezifische Insiderinformationen: Compliance- und Rechtsverstöße	66
2. Organwalterspezifische Insiderinformationen	71
B. Voraussetzungen der Veröffentlichungspflicht	75
I. Unmittelbarkeit des Betreffens	76
1. Vorliegen unmittelbaren Betreffens	76
2. Unmittelbares Betreffen in Konzernsachverhalten	82
II. Unverzüglichkeit der Veröffentlichung	86
1. Verständnis des Unverzüglichkeitskriteriums	86
2. Relevanz des Unverzüglichkeitskriteriums	94
III. Zwischenergebnis zu den Voraussetzungen der Veröffentlichungspflicht	95
C. Interne Schranke der Veröffentlichungspflicht: Möglichkeit des Aufschubes der Veröffentlichung, Art. 17 Abs. 4 MAR	95
I. Regelungsintention der Schranke	96
1. Struktur des Aufschubtatbestandes	96
2. Möglicher Bedeutungsverlust durch den Listing Act	97
II. Konturierung des berechtigten Emittenteninteresses	98
1. Begrifflichkeit und Bedeutung des „Emittenteninteresses“	99
2. Alternativkonzepte zur Bestimmung des Emittenteninteresses	106

3. Das Emittenteninteresse im Konzern	110
4. Die „Berechtigung“ des Emittenteninteresses	114
5. Fallgruppen berechtigten Emittenteninteresses	126
6. Zwischenergebnis: Auslegung des berechtigten Emittenteninteresses	131
III. Fehlende Eignung zur Irreführung der Öffentlichkeit, Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR	131
IV. Sicherstellungsmöglichkeit der Geheimhaltung, Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR	133
V. Erfordernis einer Aufschubentscheidung	134
1. Verankerung des Entscheidungserfordernisses im Normwortlaut	135
2. Irrelevanz fehlender Verankerung in Durchführungs-VO Nr. 2016/1055	136
3. Bestätigung durch Telos der Aufschubmöglichkeit	136
4. Zugrundelegung im „Gelt“-Rückverweisungsbeschluss des Bundesgerichtshofes	139
5. Zwischenergebnis: Erfordernis der Aufschubentscheidung	139
VI. Sachliche Reichweite der Aufschubentscheidung	139
1. Ausnahmecharakter der Aufschubmöglichkeit	140
2. Vorliegen eines Entscheidungsspielraums und dogmatische Einordnung	143
3. Reichweite gerichtlicher Überprüfung	149
D. Existenz externer Schranken der Veröffentlichungspflicht	151
I. Spezialgesetzlicher Ausschluss der Veröffentlichungspflicht	152
II. Schranke des Persönlichkeitsrechts	152
1. Reichweite des Schutzes	153
2. Auflösung des Konflikts zwischen Veröffentlichungspflicht und Persönlichkeitsrecht	153
3. Datenschutzrechtliche Kontrollüberlegung	156
III. Schranke des Selbstbelastungsverbotes	157
1. Anwendungsbereich des Selbstbelastungsverbotes	158
2. Konturierung des Selbstbelastungsverbotes	163
3. Unanwendbarkeit des Selbstbelastungsverbotes auf die Ad-hoc-Publizitätspflicht	168
4. Ergebnis: Irrelevanz des Selbstbelastungsverbotes	175

Kapitel 3

Unionsrechtliche Vorgaben der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität 176

A. Sanktionsregime der Marktmissbrauchsverordnung	178
B. Verwaltungsrechtliche Sanktionen für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	179
I. Verwaltungsrechtliche Sanktionen für Emittenten	179

II. Verwaltungsrechtliche Sanktionen für Organwalter	181
III. Zwischenergebnis: Fehlende Steigerung des Sanktionsrisikos	182
C. Strafrechtliche Sanktionen für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	182
D. Zivilrechtliche Sanktionen für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	185
I. Leitlinien der Haftungskonzeption des Europäischen Gerichtshofes	188
1. Konzeption funktionaler Subjektivierung	188
2. Durchsetzung des Unionsrechts und <i>effet utile</i>	193
3. Zwischenergebnis: Maßgeblichkeit funktionaler Subjektivierung	194
II. Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes zur privaten Rechtsdurchsetzung	194
1. Kartellrechtliche Rechtsprechung zu Art. 101, 102 AEUV	195
2. Übertragbarkeit auf Verordnungen: „ <i>Muñoz</i> “-Entscheidung	229
3. Abweichende Rechtsprechungsentwicklungen	235
III. Zusammenfassung der Grundaussagen des Europäischen Gerichtshofes	247
1. Erfordernis privater Rechtsdurchsetzung	248
2. Funktion privater Rechtsdurchsetzung	248
3. Reichweite privater Rechtsdurchsetzung	249
IV. Übertragung der Grundsätze auf die Ad-hoc-Publizität	249
1. Übertragbarkeit der Rechtsprechungsgrundsätze	250
2. Einwände gegen die Übertragbarkeit	251

Kapitel 4

**Zielsetzung der Ad-hoc-Publizität
im Gesamtgefüge der Kapitalmarktpublizität** 280

A. Das kapitalmarktrechtliche Informationsparadigma	280
B. Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht	282
I. Marktschutz	284
1. Die Funktionsfähigkeit von Kapitalmärkten	284
2. Marktfunktionsschutz durch Schutz der Informationshändler	302
3. Maßnahmen zur Gewährleistung der Funktionsfähigkeit	306
4. Kosten der Marktteilnahme für Emittenten	311
5. Zwischenergebnis: Zielsetzung des Schutzes von Informationshändlern	320
II. Anlegerschutz	321
1. Begriffliche Konturierung des Anlegerschutzes	321
2. Wirkungsweise des Anlegerschutzes	322

Kapitel 5

Die Corporate-Governance-Dimension der Ad-hoc-Publizität	325
A. Grundgedanke, Wirkweise und sachliche Rechtfertigung der Corporate-Governance-Dimension	325
I. Grundgedanke der Corporate-Governance-Dimension	326
1. Begrifflichkeit der Corporate-Governance-Dimension	327
2. Implikationen der Börsennotierung	329
3. Differenzierung zwischen interner und externer Corporate Governance	329
II. Wirkweise und Konsequenzen der Corporate-Governance-Dimension	338
1. Konkrete Wirkweise der Corporate-Governance-Dimension	339
2. Konsequenzen der Corporate-Governance-Dimension	340
3. Auswirkungen moderner Aktionärsstrukturen	344
III. Sachliche Rechtfertigung der Corporate-Governance-Dimension	351
1. Pauschale Ablehnung der Corporate-Governance-Dimension	351
2. Ablehnung der Steuerungswirkung	356
3. Zwischenergebnis: Existenz einer Corporate-Governance-Dimension	360
B. Bestehen einer Wissensorganisationspflicht im Rahmen der Ad-hoc-Publizitätspflicht	360
I. Existenz einer Wissensorganisationspflicht als Kristallisationspunkt der Corporate-Governance-Dimension	361
1. Defizite der klassischen kognitiven Betrachtungsweise	361
2. Erfordernis einer organisationspezifischen Betrachtungsweise	362
3. Zwischenergebnis: Notwendigkeit organisationspezifischer Betrachtung	364
II. Ablehnung einer Wissensorganisationspflicht durch Annahme positiven Kenntniserfordernisses	364
1. Konzeption des tatbestandlichen Kenntniserfordernisses	365
2. Konzeption des sanktionalen Kenntniserfordernisses	409
III. Ablehnung einer Wissensorganisationspflicht durch Konzeption konsequenter Objektivierung	442
1. Grundaussagen der Konzeption konsequenter Objektivierung	443
2. Kritik der Konzeption der konsequenten Objektivierung	446
IV. Fazit: Existenz einer Wissensorganisationspflicht	469
C. Dogmatische Verankerung der Wissensorganisationspflicht	469
I. Verankerung auf der Sanktionsebene	470
1. Ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktion, § 120 Abs. 15 Nr. 6 WpHG	470
2. Schadensersatzhaftung gemäß §§ 97, 98 WpHG	471
3. Schadensersatzhaftung gemäß § 826 BGB	472
II. Verankerung auf der Tatbestandsebene	472

1. Herstellung unionsweiter Einheitlichkeit	473
2. Herstellung sanktionsspezifischer Einheitlichkeit	474
3. Irrelevanz des Gedankens der „gespaltenen Auslegung“	475
D. Konkretisierungsbezugspunkt der Wissensorganisationspflicht	477
I. Konkretisierung durch nationales Gesellschaftsrecht	477
II. Konkretisierung anhand des Unverzüglichkeitskriteriums des Art. 17	
Abs. 1 MAR	479
1. Verständnis der Unverzüglichkeit	479
2. Sachrelevanz der Unverzüglichkeit	479
3. Einwände gegen die Bezugnahme auf das Unverzüglichkeitskriterium	486
4. Zwischenergebnis: Bezugspunkt Unverzüglichkeitskriterium	489

Kapitel 6

**Sachliche Reichweite der Corporate-Governance-Dimension
des Emittenten**

A. Wissensverantwortung des Emittenten	491
I. Funktionales Verständnis der Wissensverantwortung	491
1. Verständnis der Wissensverantwortung	492
2. Zugrundelegung der Wissensverantwortung in Art. 17 MAR	498
II. Irrelevanz hierarchischer Kategorisierung	500
1. Vornahme hierarchischer Kategorisierung im deutschen Recht	500
2. Fehlende Relevanz für das Unionsrecht	501
III. Folgen ordnungsgemäßer Wissensorganisation	503
1. Begrenzung der Wissensverantwortung	503
2. Ablehnung unbegrenzter Wissensverantwortlichkeit	507
IV. Zwischenergebnis: Reichweite der Wissensverantwortlichkeit	508
B. Wissensverantwortung im Konzern	508
I. Unionsrechtliches Konzernverständnis	509
1. Absenz einer Konzernklausel	509
2. Informationsanspruch aus Art. 17 MAR	509
3. Anwendung der kartellrechtlichen Figur der „wirtschaftlichen Ein- heit“	511
II. Leitlinien der Wissensverantwortung im Konzern	512
1. Wissensverantwortung des herrschenden Unternehmens	513
2. Wissensverantwortung des beherrschten Unternehmens	515
C. Schranken der Wissensverantwortung	516
I. Selbstbelastungsverbot	516
1. Einbettung in den Regelungsrahmen	517
2. Unionsrechtliche Relevanz des Selbstbelastungsverbot	517
3. Mitgliedstaatliche Relevanz des Selbstbelastungsverbot	520

4. Auswirkungen auf die Wissensverantwortung des Emittenten	531
II. Aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht	531
1. Irrelevanz der Verschwiegenheitspflicht im Konzernverbund	532
2. Verschwiegenheitspflicht und <i>effet utile</i> des Art. 17 MAR	533
III. Recht auf Vergessen	535

Kapitel 7

Auswahl des Haftungsadressaten	537
A. Bedeutung und Verhältnis von Emittenten- und Individualhaftung	537
I. Bedeutung der Auswahl des Haftungsadressaten	538
II. Verhältnis von Emittenten- und Individualhaftung	539
1. Möglichkeiten der Ausgestaltung	539
2. Konsequenzen der Ausgestaltung	541
B. Primat der Emittentenhaftung	542
I. Dogmatische Rechtfertigung der Unternehmens- respektive Emittenten- haftung	543
1. Fehlender Verstoß gegen Grundrechte der Aktionäre	543
2. Fehlende Quotenverschiebung	552
II. Rechtfertigung unter Kompensationsgesichtspunkten	553
1. Relevanz von Kompensationsgesichtspunkten	553
2. Solvenzbezogene Erwägungen	554
3. Übertragung auf fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	556
3. Zwischenergebnis zur Rechtfertigung unter Kompensationsgesichts- punkten	570
III. Rechtfertigung unter Präventionsgesichtspunkten	571
1. Rechtsträgerschaft und Verhaltenssteuerung	573
2. Implementierung eines wirkungsvollen Kontrollsystems	576
3. Anreiz zur effektiven Wissensorganisation	577
IV. Zwischenergebnis: Primat der Emittentenhaftung	578
C. Erfordernis der Individualhaftung	578
I. Organwalterspezifische Auswirkungen	579
1. Fehlende Vergleichbarkeit des Reputationsverlustes	580
2. Fehlende Vergleichbarkeit der Abberufung	581
II. Versagen der Emittentenhaftung	581
1. Vornahme der Fallgruppenbildung	582
2. Korrektur unzureichender Sanktionswirkung	584
3. Unzureichende Sanktionswirkung bei kapitalmarktrechtlichen Aus- prägungen des Prinzipal-Agenten-Konflikts	586
4. Betrachtung ausgewählter Haftungskonstellationen	592
III. Einschränkungen der Präventionswirkung durch Versicherbarkeit?	595
1. Möglichkeit der Versicherbarkeit	595

2. Fehlender Entfall der Präventionswirkung	595
3. Relevanz der Versicherbarkeit des Selbstbehaltes	597
D. Fazit zur Auswahl des Haftungsadressaten	598

Kapitel 8

Vorliegen eines gestuften Haftungskonzepts im geltenden Recht	600
A. Unionsrechtliche Zulässigkeit eines gestuften Haftungskonzepts	602
I. Datenschutzrechtliche Figur der „gemeinsamen Verantwortlichkeit“	602
1. Verständnis der gemeinsamen Verantwortlichkeit in der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes	603
2. Fehlverständnis abweichender deutscher Rechtsprechung	607
3. Zwischenergebnis: Vorliegen eines gestuften Haftungskonzepts	610
II. Kartellrechtliches Unternehmensverständnis	610
1. Unternehmensbegriff in Art. 101 AEUV und § 33a GWB	611
2. Bestätigung durch Schlussanträge in der Rechtssache „ <i>Lietuvos notary rūmai</i> “	615
III. Übertragbarkeit auf die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	618
1. Verallgemeinerbarkeit der Aussagen	618
2. Bedeutung des Rechtsträgerprinzips und der Haftungskonzentration	619
B. Verbandsrechtliche Möglichkeit eines gestuften Haftungskonzepts	620
I. Ablehnung des Verständnisses des § 31 BGB als Überleitungsnorm fremder Haftung	621
1. These des Erfordernisses einer Anknüpfungstat	621
2. Irrelevanz des Vorliegens einer Anknüpfungstat	622
II. § 31 BGB und das gestufte Haftungskonzept	625
1. Reichweite der Zuordnung zur juristischen Person	625
2. Fehlendes Einschränkungserfordernis für unmittelbare Verletzungshandlungen	626
3. Zwischenergebnis	628
C. Existenz eines gestuften Haftungskonzepts im Binnenverhältnis	629
I. Fehlende Existenz einer Legalitätspflicht von Organwaltern	629
1. Begriffsverständnis der Legalitätspflicht	630
2. Fehlen einer dogmatischen Rechtfertigung für die Annahme einer Legalitätspflicht	631
3. Verwerfungen der Annahme einer Legalitätspflicht	634
II. Konsequenz des Fehlens einer Legalitätspflicht	642
D. Existenz eines gestuften Haftungskonzepts im Außenverhältnis	643
I. Vereinbarkeit mit Schadensersatzhaftung nach § 830 BGB	643
1. Fehlende Adressatenschaft von Organwaltern	644

2. Fehlende Einstufungsmöglichkeit als Beteiligter des Publizitätspflichtverstoßes	645
II. Fehlender Schutzgesetzcharakter der Binnenhaftung gemäß § 93 Abs. 2 AktG	646
III. Vereinbarkeit mit Grundsätzen der Schadensersatzhaftung für unternehmensbezogene Pflichtverletzungen	646
1. „Baustoff“-Entscheidung des Bundesgerichtshofes	647
2. „Kirch/Breuer“-Entscheidung des Bundesgerichtshofes	651
E. Ergebnis: Existenz eines gestuften Haftungskonzepts	653

Kapitel 9

Binnenhaftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	655
A. Regelungsrahmen der Binnenhaftung gemäß § 93 Abs. 2 AktG	655
I. Vorliegen einer Pflichtaufgabe mit Entscheidungsspielraum	656
1. Verallgemeinerbarkeit der Kategorisierung der Aufschubentscheidung	656
2. Differenzierungserfordernis bei Pflichtaufgaben mit Entscheidungsspielraum	659
3. Zwischenergebnis: Bejahung einer Pflichtaufgabe mit Entscheidungsspielraum	661
II. Vorliegen einer angemessenen Informationsgrundlage	662
1. Notwendigkeit des Vorliegens einer angemessenen Informationsgrundlage	662
2. Allgemeine Voraussetzungen des Handelns auf angemessener Informationsgrundlage	663
3. Konkretisierung für die Ad-hoc-Publizitätspflicht	664
III. Handeln im Unternehmensinteresse	669
1. Allgemeine Voraussetzungen des Handelns im Unternehmensinteresse	669
2. Ausgestaltung im Rahmen der Ad-hoc-Publizitätspflicht	671
IV. Zusammenfassung	674
B. Durchsetzung der Binnenhaftung	675
I. Durchsetzung der Binnenhaftung durch den Aufsichtsrat	675
1. Konzeption der Anspruchsverfolgung auf Grundlage der „ARAG/Garmenbeck“-Entscheidung	675
2. Zwischenergebnis zur Anspruchsverfolgung durch den Aufsichtsrat	691
II. Durchsetzung der Binnenhaftung durch Aktionäre	691
1. Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen gemäß § 147 AktG	691
2. Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen nach § 148 AktG	693
C. Vereinbarkeit mit den unionsrechtlichen Haftungsanforderungen	695
I. Durchsetzung der Binnenhaftung durch den Aufsichtsrat	695
1. Defizite der Haftungsdurchsetzung durch den Aufsichtsrat	696

2. Konzeptionelle Vorteile der Haftungsdurchsetzung durch den Aufsichtsrat	697
II. Durchsetzung der Binnenhaftung durch Aktionäre	699
1. Schwächen der Anspruchsverfolgung nach § 147 AktG	700
2. Schwächen der Anspruchsverfolgung nach § 148 AktG	701
III. Konzeptionelle Limitationen des Binnenhaftungskonzepts	702
1. Fehlende Erfassung nützlicher Pflichtverletzungen und Auswirkungen des gestuften Haftungskonzepts	702
2. Regelungsidentität auf Ebene des Unionsrechts	704
IV. Zwischenergebnis	705

Kapitel 10

Außenhaftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität 707

A. Anspruchsgrundlagen der Außenhaftung	707
I. Ablehnung einer Schadensersatzhaftung nach § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit Art. 17 MAR	709
1. Argumente für die Annahme einer Schadensersatzhaftung aus Schutzgesetzverletzung	709
2. Fehlende Überzeugungskraft der vorgebrachten Argumente	710
II. Schadensersatzhaftung nach § 826 BGB	712
1. Marktordnungstauglichkeit des § 826 BGB	713
2. Anwendbarkeit des gestuften Haftungskonzepts	716
3. Zwischenergebnis	719
III. Konkrete Ausgestaltung der Außenhaftung gemäß § 826 BGB	720
1. Sachverhalt der „Infomatec I ^f “-Entscheidung	721
2. Die rechtliche Würdigung durch den Bundesgerichtshof	722
IV. Eingeschränkte Verallgemeinerungsfähigkeit der „Infomatec“-Grundsätze	723
1. Singularität der „Infomatec“-Geschehnisse	724
2. Dissonanzen zur Emittentenhaftung nach §§ 97, 98 WpHG	726
3. Haftungsrechtliche Konzeption seit Implementierung der Marktmissbrauchsverordnung	728
4. Fehlerhafte Fokussierung auf kompensatorische Erwägungen	729
B. Vereinbarkeit mit den unionsrechtlichen Haftungsanforderungen	730
I. Grundsätzliche Vereinbarkeit der Schadensersatzhaftung gemäß § 826 BGB mit den unionsrechtlichen Haftungsanforderungen	730
1. Zweifel an der grundsätzlichen Vereinbarkeit	730
2. Fehlgehen der Zweifel an der grundsätzlichen Vereinbarkeit mit dem Unionsrecht	731
II. Verständnis der Sittenwidrigkeit	732
1. Sittenwidrigkeitsbezogenes Differenzierungserfordernis	733

2. Konkretisierung der Sittenwidrigkeit für handelnde Organwalter	734
3. Zwischenergebnis	750
III. Existenz des Vorsatzerfordernisses	751
1. Konturierung durch den Bundesgerichtshof	751
2. Vereinbarkeit mit den unionsrechtlichen Haftungsanforderungen	751
IV. Kausalitätsanforderungen und ersatzfähiger Schaden	753
1. Unionsrechtlicher Hintergrund	753
2. Ersatzfähiger Schaden	753
3. Kausalitätsanforderungen	754
V. Zwischenergebnis	759

Kapitel II

Zusammenfassung der Thesen der Arbeit	760
A. Der gesetzliche Rahmen der Ad-hoc-Publizitätspflicht	760
B. Unionsrechtliche Vorgaben der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität . .	762
C. Zielsetzungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht unter Berücksichtigung der Corporate-Governance-Dimension	763
D. Sachliche Reichweite der Corporate-Governance-Dimension: Wissensverant- wortung des Emittenten	765
E. Auswahl des Haftungsadressaten	765
F. Existenz eines gestuften Haftungskonzepts	766
G. Binnenhaftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	768
H. Außenhaftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	768
Literaturverzeichnis	770
Annex	816
Stichwortverzeichnis	819

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1

Untersuchungsgegenstand und thematische Eingrenzung	51
A. Darstellung des Untersuchungsgegenstandes	51
B. Darstellung des nachfolgenden Vorgehens	56

Kapitel 2

Der gesetzliche Rahmen der Ad-hoc-Publizitätspflicht	60
A. Veröffentlichungspflichtigkeit von Insiderinformationen	60
I. Vorliegen einer Insiderinformation	61
1. Allgemeine tatbestandliche Voraussetzungen von Insiderinformationen	62
2. Zwischenschritte als Insiderinformation	62
a) Differenzierungserfordernis im Hinblick auf Zwischenschritte	63
b) Änderungen durch den Listing Act	64
II. Ausgewählte Konstellationen der Veröffentlichungspflicht von Zwischenschritten	66
1. Unternehmensspezifische Insiderinformationen: Compliance- und Rechtsverstöße	66
a) Insiderrechtliche Bedeutsamkeit	67
b) Fehlverständnis der Kategorisierung als Zwischenschritt	68
c) Irrelevanz der Aufdeckungswahrscheinlichkeit	69
2. Organwalterspezifische Insiderinformationen	71
a) Unternehmenswechsel von Organwaltern	73
b) Erkrankungen von Organwaltern	74
c) Fehlverhalten von Organwaltern	74
B. Voraussetzungen der Veröffentlichungspflicht	75
I. Unmittelbarkeit des Betreffens	76
1. Vorliegen unmittelbaren Betreffens	76
a) Betreffen des Emittenten	77
b) Unmittelbarkeit des Betreffens	78
aa) Relevanz der Unmittelbarkeit	78
bb) Vorliegen der Unmittelbarkeit	80
2. Unmittelbares Betreffen in Konzernsachverhalten	82

a)	Konkretisierung unmittelbaren Betroffens im Konzern	82
b)	Konstellationen der Veröffentlichungspflicht im Konzern	82
aa)	Ausschließliche Börsennotierung der Konzernmutter	83
bb)	Ausschließliche Börsennotierung einer Konzerntochter	84
c)	Erfordernis mehrfacher Veröffentlichungen	85
II.	Unverzüglichkeit der Veröffentlichung	86
1.	Verständnis des Unverzöglichkeitskriteriums	86
a)	Objektivierung durch „sofortige“ Veröffentlichungspflicht	87
b)	Mitgliedstaatliches Verständnis: Veröffentlichung „ohne schuldhaftes Zögern“	87
c)	Unionsrechtliches Verständnis: „so bald wie möglich“	90
aa)	Vollharmonisierender Charakter der Ad-hoc-Publizitätspflicht	90
bb)	Wortlaut der Ad-hoc-Publizitätspflicht	91
cc)	Systematische Erwägung	92
d)	Bedeutung des Verständnisses des Unverzöglichkeitskriteriums	93
2.	Relevanz des Unverzöglichkeitskriteriums	94
III.	Zwischenergebnis zu den Voraussetzungen der Veröffentlichungspflicht	95
C.	Interne Schranke der Veröffentlichungspflicht: Möglichkeit des Aufschubes der Veröffentlichung, Art. 17 Abs. 4 MAR	95
I.	Regelungsintention der Schranke	96
1.	Struktur des Aufschubtatbestandes	96
2.	Möglicher Bedeutungsverlust durch den Listing Act	97
II.	Konturierung des berechtigten Emittenteninteresses	98
1.	Begrifflichkeit und Bedeutung des „Emittenteninteresses“	99
a)	Anknüpfung an das aktienrechtliche Gesellschaftsinteresse	100
b)	Emittenteninteresse als originäres Interesse des Emittenten	100
c)	Emittenteninteresse als kollektives Aktionärsinteresse	101
aa)	Erwägungsgrund 50 lit. a) der Marktmissbrauchsverordnung	102
(1)	Fehlende Beschränkung auf Sanierungskontext	102
(2)	Fehlende inhaltliche Divergenz in Erwägungsgrund 50 der Marktmissbrauchsverordnung	103
bb)	Telos des Aufschubs der Ad-hoc-Publizitätspflicht	104
cc)	Fehlende Berufungsmöglichkeit auf Heterogenität der Aktionärsinteressen	104
d)	Konkretisierung des kollektiven Aktionärsinteresses	105
2.	Alternativkonzepte zur Bestimmung des Emittenteninteresses	106
a)	Abstellen auf Interesse der Informationshändler	107
aa)	Argumentationsgang der Fokussierung auf Interessen der Informationshändler	107
bb)	Fehlendes Bezugserfordernis auf Interessen der Informationshändler	108
b)	Erfordernis des Gleichlaufes von Emittenten- und Marktinteresse	109
c)	Zwischenergebnis	110

3. Das Emittenteninteresse im Konzern	110
a) Generelle Relevanz des Interesses verbundener Unternehmen . . .	111
aa) Vorliegen einer planwidrigen Regelungslücke	111
bb) Vorliegen einer Vergleichbarkeit der Interessenlagen	112
b) Situative Relevanz des Interesses verbundener Unternehmen	113
4. Die „Berechtigung“ des Emittenteninteresses	114
a) Mitgliedstaatlicher Anknüpfungspunkt, § 6 WpAV	114
aa) Fehlende Kompetenz des deutschen Gesetzgebers	115
bb) Verhältnis zu den Leitlinien der European Securities and Markets Authority	115
b) Unionsrechtliche Konturierung	116
aa) Abwägungserfordernis zwischen Emittenteninteresse und Marktinteresse	117
(1) Systematischer Vergleich der Erwägungsgründe 50, 52 der Marktmissbrauchsverordnung	117
(2) Systematischer Widerspruch zu Art. 17 Abs. 4 lit. b), lit. c) MAR	118
(3) Hervorrufung praktischer Verwerfungen	118
bb) Berechtigung als Ausfluss des allgemeinen Rechtsmiss- brauchsverbotes	119
(1) Zielsetzung des Schutzes von Geschäftschancen	119
(2) Vergleichsbetrachtung mit Insiderhandelsverbot	121
(3) Ökonomische Fundierung der Berechtigung	122
(4) Bedeutung der „Berechtigung“ des Emittenteninteresses	125
5. Fallgruppen berechtigten Emittenteninteresses	126
a) Schutz der Unternehmensreputation	126
b) Compliance- respektive Gesetzesverstöße	128
c) Missmanagement und Treupflichtverstöße	130
6. Zwischenergebnis: Auslegung des berechtigten Emittenteninteresses	131
III. Fehlende Eignung zur Irreführung der Öffentlichkeit, Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR	131
IV. Sicherstellungsmöglichkeit der Geheimhaltung, Art. 17 Abs. 4 lit. c) . . . MAR	133
V. Erfordernis einer Aufschubentscheidung	134
1. Verankerung des Entscheidungserfordernisses im Normwortlaut	135
2. Irrelevanz fehlender Verankerung in Durchführungs-VO Nr. 2016/1055	136
3. Bestätigung durch Telos der Aufschubmöglichkeit	136
4. Zugrundelegung im „Gelt“-Rückverweisungsbeschluss des Bundes- gerichtshofes	139
5. Zwischenergebnis: Erfordernis der Aufschubentscheidung	139
VI. Sachliche Reichweite der Aufschubentscheidung	139
1. Ausnahmecharakter der Aufschubmöglichkeit	140

a) Differenzierungserfordernis und Zugrundelegung eines weiten Verständnisses	140
b) Änderungen durch den Listing Act	142
2. Vorliegen eines Entscheidungsspielraums und dogmatische Einordnung	143
a) Vorliegen eines Entscheidungsspielraumes des Emittenten	144
b) Dogmatische Natur des Ermessensspielraumes	145
aa) Fehlende unmittelbare Anwendbarkeit der Business Judgment Rule	145
bb) Kategorisierung als Pflichtaufgabe mit Entscheidungsspielraum	146
3. Reichweite gerichtlicher Überprüfung	149
D. Existenz externer Schranken der Veröffentlichungspflicht	151
I. Spezialgesetzlicher Ausschluss der Veröffentlichungspflicht	152
II. Schranke des Persönlichkeitsrechts	152
1. Reichweite des Schutzes	153
2. Auflösung des Konflikts zwischen Veröffentlichungspflicht und Persönlichkeitsrecht	153
3. Datenschutzrechtliche Kontrollüberlegung	156
III. Schranke des Selbstbelastungsverbotes	157
1. Anwendungsbereich des Selbstbelastungsverbotes	158
a) Verschiedenheit der Rechtsprechungslinien	158
aa) Konzeption des Bundesverfassungsgerichtes	158
bb) Europäische Konzeptionen	159
b) Feststellung der anwendbaren Rechtsprechung	160
aa) Verhältnis zwischen Grundgesetz und Europäischer Menschenrechtskonvention	160
bb) Verhältnis zwischen Europäischer Grundrechtecharta und Europäischer Menschenrechtskonvention	161
cc) Ergebnis: Maßgeblichkeit der Europäischen Menschenrechtskonvention	163
2. Konturierung des Selbstbelastungsverbotes	163
a) Dogmatischer Anknüpfungspunkt	163
b) Vorliegen einer „strafrechtlichen Anklage“	164
aa) Vorliegen einer Anklage	165
bb) Zuordnung zum Strafrecht	165
c) Schlussfolgerungen für die Ad-hoc-Publizitätspflicht	167
3. Unanwendbarkeit des Selbstbelastungsverbotes auf die Ad-hoc-Publizitätspflicht	168
a) Nichteröffnung des Anwendungsbereiches	168
b) Hervorrufung konzeptioneller Verwerfungen	170
aa) Hervorrufung systemimmanenter Konflikte durch Freiwilligkeit der Pflichtenunterwerfung	170

bb) Faktische Vermarktungsermöglichung	172
c) Außerachtlassung der Beschränkungen der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes für Menschenrechte	173
aa) Abwägungsdogmatik des Europäischen Gerichtshofes für Menschenrechte	173
bb) Abwägung im Falle der Ad-hoc-Publizitätspflicht	174
4. Ergebnis: Irrelevanz des Selbstbelastungsverbotes	175

Kapitel 3

Unionsrechtliche Vorgaben der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität 176

A. Sanktionsregime der Marktmissbrauchsverordnung	178
B. Verwaltungsrechtliche Sanktionen für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	179
I. Verwaltungsrechtliche Sanktionen für Emittenten	179
II. Verwaltungsrechtliche Sanktionen für Organwalter	181
III. Zwischenergebnis: Fehlende Steigerung des Sanktionsrisikos	182
C. Strafrechtliche Sanktionen für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	182
D. Zivilrechtliche Sanktionen für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	185
I. Leitlinien der Haftungskonzeption des Europäischen Gerichtshofes	188
1. Konzeption funktionaler Subjektivierung	188
a) Deutsches Konzept der Schutzgesetzhaftung gemäß § 823 Abs. 2 BGB	189
b) Unionsrechtliche Konzeption funktionaler Subjektivierung	190
c) Interaktion der Schutzkonzeptionen	191
2. Durchsetzung des Unionsrechts und <i>effet utile</i>	193
3. Zwischenergebnis: Maßgeblichkeit funktionaler Subjektivierung	194
II. Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes zur privaten Rechtsdurchsetzung	194
1. Kartellrechtliche Rechtsprechung zu Art. 101, 102 AEUV	195
a) Der Ausgangspunkt: Rechtssache „ <i>Courage</i> “	195
b) Bestätigung und Konkretisierung der „ <i>Courage</i> “-Rechtsprechung	196
aa) Anknüpfungspunkt der Haftung	197
(1) Unionsrechtlicher Anknüpfungspunkt	197
(2) Mitgliedstaatlicher Anknüpfungspunkt	198
(3) Hybrider Anknüpfungspunkt	201
(a) Zugrundelegung in den Rechtssachen „ <i>Skanska</i> “ und „ <i>Otis</i> “	202
(aa) Rechtssache „ <i>Skanska</i> “	202
(bb) Rechtssache „ <i>Otis</i> “	203
(b) Bestätigung durch die Rechtssache „ <i>Cogeco</i> “	205
(aa) Gegenstand und Argumentationsstruktur der „ <i>Cogeco</i> “-Entscheidung	205

(bb) Übereinstimmung mit anderen Rechtsbereichen	207
(4) Zwischenergebnis: Vorliegen eines hybriden Anknüpfungspunktes	209
bb) Unionsrechtlicher Zweck der Haftung	211
(1) Kompensationszweck	211
(2) Präventionszweck	214
(3) Folgerungen für die Ausgestaltung des Schadensersatzanspruches	216
cc) Unionsrechtliche Anspruchsinhaberschaft	217
dd) Unionsrechtliche Anspruchsverpflichtung	219
(1) Haftungsbezugspunkt des „Unternehmens“	219
(2) Fehlende Aussage zur persönlichen Haftung von Organwaltern	221
ee) Unionsrechtliche Kausalitätsanforderungen	223
(1) Ausprägung infolge der „ <i>Otis</i> “-Entscheidung	223
(2) Fehlgehen des Vorwurfes der Uferlosigkeit	224
ff) Unionsrechtliche Vorgaben zum Schadensumfang	227
c) Fazit zur kartellrechtlichen Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes	228
2. Übertragbarkeit auf Verordnungen: „ <i>Muñoz</i> “-Entscheidung	229
a) „ <i>Muñoz</i> “-Entscheidung des Europäischen Gerichtshofes	230
b) Grundstruktur der Schadensersatzhaftung bei Verordnungsverstößen	231
aa) Unmittelbare Wirkung der unionsrechtlichen Bestimmung	231
bb) Marktordnender Charakter der unionsrechtlichen Bestimmung	232
cc) Maßgebliches Auslegungskriterium des <i>effet utile</i>	233
dd) Sachliche Irrelevanz der argumentatorischen Divergenzen	234
c) Übertragbarkeit der Rechtsprechungsentwicklung	234
3. Abweichende Rechtsprechungsentwicklungen	235
a) Rechtssache „ <i>Genil 48</i> “	236
aa) Gestuftes Konzept der Rechtsprechung	237
bb) Fehlen des Marktordnungscharakters	239
b) Rechtssache „ <i>Hirman</i> “	241
c) Rechtssache „ <i>Schmitt</i> “	243
d) Abweichung als Resultat fehlender Vergleichbarkeit	245
aa) Fehlen unmittelbarer Anwendbarkeit	245
bb) Alternativmöglichkeiten der Inanspruchnahme	246
III. Zusammenfassung der Grundaussagen des Europäischen Gerichtshofes	247
1. Erfordernis privater Rechtsdurchsetzung	248
2. Funktion privater Rechtsdurchsetzung	248
3. Reichweite privater Rechtsdurchsetzung	249
IV. Übertragung der Grundsätze auf die Ad-hoc-Publizität	249

1. Übertragbarkeit der Rechtsprechungsgrundsätze	250
a) Unmittelbare Wirkung	250
b) Marktordnender Charakter der Marktmissbrauchsverordnung	250
c) <i>Effet utile</i> der Ad-hoc-Publizitätspflicht	251
2. Einwände gegen die Übertragbarkeit	251
a) Kapitalmarktrechtsbezogener Gegenschluss	252
aa) Existenz kapitalmarktrechtlicher Haftungsvorschriften	252
bb) Fehlen systematischer Kohärenz	253
cc) Vorbildfunktion kartellrechtlicher Entwicklung	253
b) Existenz umfassender alternativer Sanktionierungsbestimmungen	254
aa) Säulenkonzeption des Europäischen Gerichtshofes	256
(1) Zugrundelegung in der „ <i>Courage</i> “-Entscheidung	256
(2) Zugrundelegung in der „ <i>Muñoz</i> “-Entscheidung	257
(3) Irrelevanz vorliegender Sanktionsinstrumentarien	258
(a) Beispiel des Kartellrechts	258
(b) Beispiel der „ <i>Muñoz</i> “-Entscheidung	259
(c) Beispiele der „ <i>bpost</i> “- und „ <i>Nordzucker</i> “-Entscheidungen	260
(d) Beispiel der „ <i>Thermofenster</i> “-Entscheidung	261
(e) Zwischenergebnis: Irrelevanz alternativer Sanktionierung	261
bb) Defizite der hoheitlichen Rechtsdurchsetzung	262
c) Verstoß gegen das Gebot der institutionellen Balance	264
aa) Grundgedanke des Gebotes institutioneller Balance	265
bb) Anwendbarkeitsspezifische Einwände	265
(1) Fehlende Übertragbarkeit auf Sekundärrechtsakte	265
(2) Konsequenzen der Berücksichtigung des Gebotes institutioneller Balance	268
cc) Sachspezifische Einwände	268
(1) Unbeachtlichkeit des Willens des deutschen Gesetzgebers	269
(2) Der Wille des europäischen Normengebers	269
d) Reichweite des <i>effet utile</i>	272
aa) Gefahr der Überabschreckung durch Over-Enforcement	273
(1) Fehlender Nachweis der Überabschreckung	273
(2) Fehlende Vergleichbarkeit zum US-amerikanischen Recht	273
(3) Überabschreckung als Frage der Ausgestaltung	274
bb) Whistleblowing als Beitrag Privater zur Rechtsdurchsetzung	276
e) Fazit zum Erfordernis privater Rechtsdurchsetzung	278

Kapitel 4

**Zielsetzung der Ad-hoc-Publizität
im Gesamtgefüge der Kapitalmarktpublizität** 280

A. Das kapitalmarktrechtliche Informationsparadigma	280
B. Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht	282
I. Marktschutz	284
1. Die Funktionsfähigkeit von Kapitalmärkten	284
a) Institutionelle Effizienz	285
aa) Breite und Tiefe des Kapitalmarktes als Ausdruck institutio- neller Effizienz	285
bb) Bedeutung der Ad-hoc-Publizität und Kapitalmarktinforma- tionshaftung	286
b) Operationale Effizienz	287
aa) Bestimmung der erfassten Transaktionskosten	287
bb) Transaktions- und Agenturkosten von Anlegern	288
(1) Investitionsbezogene Transaktionskosten	288
(2) Aktionärsbezogene Agenturkosten	289
cc) Bedeutung der Ad-hoc-Publizität und Kapitalmarktinforma- tionshaftung	290
c) Allokationseffizienz	291
aa) Vorbedingung der Informationseffizienz	292
(1) Kapitalmarkteffizienzhypothese als Grundlage der Infor- mationseffizienz	292
(a) Arten der Informationseffizienz	293
(b) Prämissen der semistarken Form der Informations- effizienz und Kritik durch Behavioral Finance	294
(c) Der Wert der Kapitalmarkteffizienzhypothese	296
(2) Bedeutung der Ad-hoc-Publizität und Kapitalmarktinfor- mationshaftung	297
bb) Vorbedingung der Fundamentaleffizienz	297
(1) Grundlagen der Fundamentaleffizienz	298
(2) Herstellung fundamentaler Effizienz: Mechanismen der Markteffizienz	298
(3) Bedeutung der Ad-hoc-Publizität und Kapitalmarktinfor- mationshaftung	299
cc) Grundlagen der allokativen Effizienz	300
dd) Bedeutung der Ad-hoc-Publizität und Kapitalmarktinforma- tionshaftung	301
2. Marktfunktionsschutz durch Schutz der Informationshändler	302
a) Arten von Marktteilnehmern	303
aa) Informationshändler	303
bb) Utilitätshändler	304

b)	Informationshändler als Sachwalter des Marktschutzinteresses . . .	305
3.	Maßnahmen zur Gewährleistung der Funktionsfähigkeit	306
a)	Bekämpfung des Insiderhandels	306
aa)	Rechtfertigung des Insiderhandels	306
bb)	Vorzugswürdigkeit des Schutzes der Informationshändler . . .	307
cc)	Verankerung des Schutzes der Informationshändler in der Marktmisbrauchsverordnung	309
dd)	Zusammenfassung zur Notwendigkeit der Bekämpfung des Insiderhandels	309
b)	Schaffung eines „ <i>level playing fields</i> “	310
c)	Gewährleistung eines gleichberechtigten Informationszugangs . . .	310
4.	Kosten der Marktteilnahme für Emittenten	311
a)	Direkte Kosten der Ad-hoc-Publizität	312
aa)	Rechtsbefolgungskosten	312
(1)	Typisierung von Rechtsbefolgungskosten	313
(2)	Wirkung der Belastung	314
(3)	Rechtfertigung der Rechtsbefolgungskosten	315
bb)	Verletzungsfolgekosten	316
b)	Indirekte Kosten der Ad-hoc-Publizität	316
aa)	Entstehung von Nachteilen gegenüber Dritten	316
bb)	Umfang von Wettbewerbsnachteilen	317
cc)	Konsequenzen bei Veröffentlichung kursabträglicher Insider- informationen	318
c)	Bedeutung der Ad-hoc-Publizität und Kapitalmarktinformati- onshaftung	319
5.	Zwischenergebnis: Zielsetzung des Schutzes von Informationshänd- lern	320
II.	Anlegerschutz	321
1.	Begriffliche Konturierung des Anlegerschutzes	321
2.	Wirkungsweise des Anlegerschutzes	322
a)	Anlegerschutz als Reflex des Marktschutzes	322
b)	Anlegerschutz als Individualanlegerschutz	323

Kapitel 5

Die Corporate-Governance-Dimension der Ad-hoc-Publizität 325

A.	Grundgedanke, Wirkweise und sachliche Rechtfertigung der Corporate- Governance-Dimension	325
I.	Grundgedanke der Corporate-Governance-Dimension	326
1.	Begrifflichkeit der Corporate-Governance-Dimension	327
2.	Implikationen der Börsennotierung	329
3.	Differenzierung zwischen interner und externer Corporate Gover- nance	329

a)	Interne Corporate Governance	330
aa)	Organisationsverfassung	330
bb)	Kontrolle durch Aktionäre	331
cc)	Haftung der Unternehmensleitung	332
dd)	Vergütung von Organwaltern	333
b)	Externe Corporate Governance	333
aa)	Marktbezogene externe Corporate Governance	334
(1)	Markt für Unternehmenskontrolle	334
(2)	Unternehmensfinanzierung	335
(3)	Arbeitsmarkt für Manager	336
(4)	Erfolg auf dem Gütermarkt	337
bb)	Unternehmensbezogene externe Corporate Governance	337
II.	Wirkweise und Konsequenzen der Corporate-Governance-Dimension	338
1.	Konkrete Wirkweise der Corporate-Governance-Dimension	339
2.	Konsequenzen der Corporate-Governance-Dimension	340
a)	Differenzierung zwischen Aktionären und Anlegern	340
b)	Aufgabe des klassischen Rollenverständnisses	341
aa)	Auswirkungen auf haftungsrechtlicher Ebene	342
bb)	Auswirkungen auf unternehmensbezogene externe Corporate Governance	342
(1)	Gesellschaftsrechtliche Zuständigkeitsnormen	343
(2)	Aktienrechtliche Verschwiegenheitspflichten	343
(3)	Konzernrecht	344
3.	Auswirkungen moderner Aktionärsstrukturen	344
a)	Stewardship-Ansatz	345
b)	Ausprägungen des Stewardship-Ansatzes	346
aa)	Firmenspezifisches Stewardship	346
bb)	Marktspezifisches Stewardship	348
c)	Konsequenzen für die Corporate-Governance-Dimension	348
III.	Sachliche Rechtfertigung der Corporate-Governance-Dimension	351
1.	Pauschale Ablehnung der Corporate-Governance-Dimension	351
a)	Unvereinbarkeit von Corporate-Governance-Dimension und Kurserheblichkeitsschwelle	351
aa)	Corporate-Governance-Dimension als Ausfluss der Trennung von Teilhaberschaft und Leitung	352
bb)	Fehlvorstellung der Reichweite der Corporate-Governance-Dimension	353
b)	Unvereinbarkeit von Corporate-Governance-Dimension und Aufschubmöglichkeit	354
c)	Zwischenergebnis	355
2.	Ablehnung der Steuerungswirkung	356
a)	Behauptete Vergleichbarkeit zum Übernahmerecht	356
b)	Fehlende Vergleichbarkeit zwischen Ad-hoc-Publizitätspflicht und Verhinderungsverbot	356

aa) Fehlende Vergleichbarkeit von Verboten und Geboten	357
bb) Divergenz des Adressatenkreises	357
cc) (Un-)Möglichkeit der Disponibilität	358
dd) Reichweite der Verhaltenspflicht	358
ee) Bezugspunkt der Unternehmenswertsteuerung	359
3. Zwischenergebnis: Existenz einer Corporate-Governance-Dimension	360
B. Bestehen einer Wissensorganisationspflicht im Rahmen der Ad-hoc-Publizi-	
tätspflicht	360
I. Existenz einer Wissensorganisationspflicht als Kristallisationspunkt der	
Corporate-Governance-Dimension	361
1. Defizite der klassischen kognitiven Betrachtungsweise	361
2. Erfordernis einer organisationsspezifischen Betrachtungsweise	362
3. Zwischenergebnis: Notwendigkeit organisationsspezifischer Betrachtung	364
.	
II. Ablehnung einer Wissensorganisationspflicht durch Annahme positiven	
Kenntniserfordernisses	364
1. Konzeption des tatbestandlichen Kenntniserfordernisses	365
a) Grundaussagen der Konzeption des tatbestandlichen Kenntniserfordernisses	365
.	
b) Kritik der Konzeption des tatbestandlichen Kenntniserfordernisses	366
aa) Vorliegen eines kognitiven Elementes in Art. 17 Abs. 1 MAR	366
(1) Wortlaut des Art. 17 Abs. 1 MAR: Erfordernis unmittelbaren	367
Betreffens	
(2) Normgebungshistorie	369
(3) Systematischer Vergleich zu Art. 8, 9 MAR	371
(4) Teleologische Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR	373
(a) Ökonomische Ratio des Art. 17 MAR	373
(b) Normimmanente teleologische Auslegung	375
(aa) Kein Berücksichtigungserfordernis des Rechts-	375
grundsatzes „ <i>ultra posse nemo obligatur</i> “	
(bb) Verhältnis zwischen Veröffentlichungspflicht	379
und Aufschubmöglichkeit	
(c) Vergleichbarkeit zur Meldepflicht gemäß	384
§ 33 WpHG	
(d) Rechtsfolgenseitige Konkretisierung	386
(aa) Auswirkungen auf die Ermächtigung der Bundesanstalt für	386
Finanzdienstleistungsaufsicht	
(bb) Auswirkungen auf die Verfolgung von Ordnungswidrigkeiten	387
.	
(5) Vergleichbarkeit zur „ <i>Spector Photo Group</i> “-Entscheidung	388
.	
(6) Zwischenergebnis: Vorliegen eines kognitiven Elementes	389
bb) Fehlerhafte Ablehnung einer Wissensorganisationspflicht	390

(1) Anwendbarkeitsspezifische Einwände	390
(a) Unanwendbarkeit nationaler „Grundsätze der Wissenszurechnung“	390
(b) Kritik der gezogenen Folgerung	391
(2) Wortlautspezifische Einwände	392
(3) Systematische Einwände	393
(a) Verhältnis von Veröffentlichungspflicht und Aufschubmöglichkeit	393
(b) Vornahmeerfordernis des Probability-Magnitude-Tests	395
(c) Konturlosigkeit bei Zwischenschritten	396
(d) Existenz unionsrechtlicher spezialgesetzlicher Compliance-Vorgaben	397
(4) Teleologische Einwände	399
(5) Gesamtbetrachtungsspezifische Einwände	401
(a) Konzeptionelle Irrelevanz gesamtbetrachtungsspezifischer Einwände	401
(b) Sachliche Irrelevanz gesamtbetrachtungsspezifischer Einwände	402
(aa) Berücksichtigung des Gesetzgebungskontextes der Schadensersatzhaftung	402
(bb) Gefahr eines Kollateralschadens	403
(cc) Sanktionshöhe	404
(dd) Wahl des Haftungsadressaten	405
(ee) Mangelnde Rechtfertigung gegenüber übrigen Stakeholdern	407
(ff) Falsche Anreizsetzung zu missbräuchlichen Klagen	408
c) Fazit zur Konzeption des tatbestandlichen Kenntniserfordernisses	408
2. Konzeption des sanktionalen Kenntniserfordernisses	409
a) Grundaussagen der Konzeption des sanktionalen Kenntniserfordernisses	409
b) Kritik der Konzeption des sanktionalen Kenntniserfordernisses	410
aa) Objektive Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR	410
bb) Spaltung zwischen Tatbestand und zivilrechtlicher Sanktionierung	411
cc) Annahme eines sanktionalen Kenntniserfordernisses	412
(1) Grammatikalische Auslegung des § 97 WpHG	413
(a) Begriffssinn der „Ad-hoc-Publizität“	413
(b) Begriffssinn der „Mit-teilung“	414
(c) Absenz ausdrücklicher Statuierung einer Wissensorganisationspflicht	414
(d) Vergleichbarkeit zum allgemeinen Leistungsstörungenrecht	415

(c) Verschiedenheit der sanktionalen Handlungserwartung	416
(2) Systematische Auslegung des § 97 WpHG	416
(a) Vergleich zwischen § 97 Abs. 2 WpHG und § 98 Abs. 2 WpHG	417
(b) Rückschlüsse aus § 97 Abs. 3 WpHG	418
(c) Ungleichwertigkeit von Tun und Unterlassen	420
(d) Deliktsrechtscharakter des § 97 WpHG	423
(aa) Veränderte Rolle des Emittenten	423
(bb) Unzulässigkeit der Wissenszusammenrechnung	426
(cc) Deliktsrechtscharakter als Gebot restriktiver Handhabung	428
(e) Zwischenergebnis: Fehlende Aussagekraft der systematischen Auslegung	431
(3) Historische Auslegung des § 97 WpHG	431
(a) Nicht feststellbarer Wille des deutschen Gesetzgebers	432
(b) Keine Indikation durch Beweislastverteilung	433
(c) Intention rechtsvergleichender Orientierung	435
(d) Zwischenergebnis: Fehlende Aussagekraft der historischen Auslegung	436
(4) Teleologische Auslegung des § 97 WpHG	436
(a) Ziel der Wirtschaftlichkeit	437
(b) Schaffung schädlicher Verhaltensanreize	437
(c) Charakterisierung als Kapitalmarkt-(fehl-)informationshaftung	438
(d) Aufbau eines Informationsvorsprunges des Marktes	440
c) Fazit zur Konzeption sanktionaler Verlagerung	442
III. Ablehnung einer Wissensorganisationspflicht durch Konzeption konsequenter Objektivierung	442
1. Grundaussagen der Konzeption konsequenter Objektivierung	443
a) Umstandsbezogene Möglichkeit der Veröffentlichung	443
b) Tatsächliche Möglichkeit der Veröffentlichung	444
c) Folge der konsequenten Objektivierung	445
2. Kritik der Konzeption der konsequenten Objektivierung	446
a) Konstruktion einer nicht erforderlichen Nähe zur Gefährdungshaftung	447
aa) Generelle Vorzugswürdigkeit der Gefährdungshaftung	449
bb) Ablehnung der Gefährdungshaftung im Bereich der Sekundärmarkthaftung	450
(1) Entstehung exzessiver Sorgfaltsaufwendungen	451
(2) Fehlen konzeptioneller Vergleichbarkeit	452
(a) Mangelnde Gefahrneigung der Ad-hoc-Publizitätspflicht	452

(b) Eingeschränkte Steuerbarkeit der Ad-hoc-Publizitätspflicht	454
b) Überdehnung des sphärenspezifischen Risikogedankens	459
aa) Begrifflichkeit des sphärenspezifischen Risikos	459
bb) Zuordnungsschranke körperschaftlicher Verantwortlichkeit . .	460
(1) Emittentenverantwortlichkeit nach nationalem Recht . . .	460
(2) Emittentenverantwortlichkeit in Form der Wissensverantwortlichkeit	461
cc) Möglichkeitsbezogenes Differenzierungserfordernis	462
dd) Teleologische Gesichtspunkte	464
(1) Reichweite marktmissbrauchsspezifischer Regelungen . .	464
(2) Reichweite des Schutzes der Informationshändler	465
c) Fehlende Vorzugswürdigkeit der intendierten Bestimmung der Ordnungsgemäßheit	467
d) Zwischenergebnis: Ablehnung der konsequenten Objektivierung .	468
IV. Fazit: Existenz einer Wissensorganisationspflicht	469
C. Dogmatische Verankerung der Wissensorganisationspflicht	469
I. Verankerung auf der Sanktionsebene	470
1. Ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktion, § 120 Abs. 15 Nr. 6 WpHG	470
2. Schadensersatzhaftung gemäß §§ 97, 98 WpHG	471
3. Schadensersatzhaftung gemäß § 826 BGB	472
II. Verankerung auf der Tatbestandsebene	472
1. Herstellung unionsweiter Einheitlichkeit	473
2. Herstellung sanktionsspezifischer Einheitlichkeit	474
3. Irrelevanz des Gedankens der „gespaltenen Auslegung“	475
D. Konkretisierungsbezugspunkt der Wissensorganisationspflicht	477
I. Konkretisierung durch nationales Gesellschaftsrecht	477
II. Konkretisierung anhand des Unverzüglichkeitskriteriums des Art. 17 Abs. 1 MAR	479
1. Verständnis der Unverzüglichkeit	479
2. Sachrelevanz der Unverzüglichkeit	479
a) Äußerer Rahmen des Unverzüglichkeitskriteriums: Zeitliche Komponente	480
b) Innerer Rahmen des Unverzüglichkeitskriteriums: Möglichkeit der Veröffentlichung	481
aa) Grundsatz der Möglichkeit der Veröffentlichung	481
bb) Möglichkeit als Ausfluss der Interdependenz von Unionsrecht und mitgliedstaatlichem Recht	483
(1) Berücksichtigung mitgliedstaatlichen Rechts	483
(2) Grenzen der Berücksichtigung mitgliedstaatlichen Rechts	484
3. Einwände gegen die Bezugnahme auf das Unverzüglichkeitskriterium	486
a) Methodische Einwände	487

b) Einwände in der Sache	488
aa) Differenzierung zwischen Stadien im Veröffentlichungsprozess	488
bb) Fehlende Verkehrserwartung	489
4. Zwischenergebnis: Bezugspunkt Unverzüglichkeitskriterium	489

Kapitel 6

Sachliche Reichweite der Corporate-Governance-Dimension des Emittenten 490

A. Wissensverantwortung des Emittenten	491
I. Funktionales Verständnis der Wissensverantwortung	491
1. Verständnis der Wissensverantwortung	492
a) Hergebrachtes Verständnis der Wissensverantwortung	492
b) Kritik an der Lehre von der Wissensverantwortung	493
aa) Fehlende Unklarheit hinsichtlich des personalen Anwendungsbereiches	493
bb) Fehlende Diskrepanz der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes	494
cc) Fehlende Unklarheit inhaltlicher Bezugnahmen	495
c) Wissensverantwortung des Emittenten	495
aa) Einbettung in den Regelungskontext der Ad-hoc-Publizitätspflicht	496
bb) Informationsabfragepflicht	496
cc) Informationsweiterleitungspflicht	497
2. Zugrundelegung der Wissensverantwortung in Art. 17 MAR	498
a) Normadressatenschaft der juristischen Person	498
b) Regelungsintention der Vollharmonisierung	499
c) Solitärstellung des deutschen Rechts	499
II. Irrelevanz hierarchischer Kategorisierung	500
1. Vornahme hierarchischer Kategorisierung im deutschen Recht	500
2. Fehlende Relevanz für das Unionsrecht	501
a) Funktionalisierungsgedanke und Kohärenzerwägungen	501
b) Fehlgehen kompetenzbezogener Kritik	502
III. Folgen ordnungsgemäßer Wissensorganisation	503
1. Begrenzung der Wissensverantwortung	503
a) Auslegung des Unverzüglichkeitskriteriums	503
b) Regelungsgedanke des „unmittelbaren Betreffens“	504
c) Abgrenzung der Verantwortlichkeitssphären	505
aa) Notwendigkeit einer Abgrenzung der Verantwortlichkeitssphären	506
bb) Verankerung des Konzepts der Verantwortlichkeitssphären in der Marktmissbrauchsverordnung	506

2. Ablehnung unbegrenzter Wissensverantwortlichkeit	507
IV. Zwischenergebnis: Reichweite der Wissensverantwortlichkeit	508
B. Wissensverantwortung im Konzern	508
I. Unionsrechtliches Konzernverständnis	509
1. Absenz einer Konzernklausel	509
2. Informationsanspruch aus Art. 17 MAR	509
3. Anwendung der kartellrechtlichen Figur der „wirtschaftlichen Einheit“	511
II. Leitlinien der Wissensverantwortung im Konzern	512
1. Wissensverantwortung des herrschenden Unternehmens	513
a) Wissensverantwortung im Vertragskonzern	513
b) Wissensverantwortung im faktischen Konzern	514
aa) Beherrschtes Unternehmen in der Rechtsform der Gesellschaft mit beschränkter Haftung	514
bb) Beherrschtes Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft	514
2. Wissensverantwortung des beherrschten Unternehmens	515
C. Schranken der Wissensverantwortung	516
I. Selbstbelastungsverbot	516
1. Einbettung in den Regelungsrahmen	517
2. Unionsrechtliche Relevanz des Selbstbelastungsverbot	517
a) Fehlen staatlichen Zwanges	518
b) Fehlende Vergleichbarkeit der Reichweite	519
c) Fehlende Berufungsmöglichkeit auf „mittelbares Selbstbelastungsverbot“	519
3. Mitgliedstaatliche Relevanz des Selbstbelastungsverbot	520
a) Berücksichtigung des Selbstbelastungsverbot	521
aa) Proponenten des Selbstbelastungsverbot	521
bb) Proponenten der Informationsweiterleitungspflicht	522
b) Verallgemeinerbarkeit der Irrelevanz des Selbstbelastungsverbot	523
aa) „Easy Software“-Entscheidung des Bundesgerichtshofes	523
(1) Sachverhalt	523
(2) Ausführungen des Bundesgerichtshofes	524
bb) Überzeugungskraft der „Easy Software“-Entscheidung	525
cc) Kritik im Schrifttum	526
(1) Zugrundelegung einer Erheblichkeitsschwelle	526
(2) Ablehnung der Reduktion des Haftungsumfanges	528
dd) Verallgemeinerbarkeit der „Easy Software“-Entscheidung	528
(1) Besondere Pflichtenstellung des Adressaten	529
(2) Dualität der Zielrichtungen	530
4. Auswirkungen auf die Wissensverantwortung des Emittenten	531
II. Aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht	531

1. Irrelevanz der Verschwiegenheitspflicht im Konzernverbund	532
2. Verschwiegenheitspflicht und <i>effet utile</i> des Art. 17 MAR	533
a) Widersprüchlichkeit der Rechtsordnung	534
b) Unionsrechtliche Existenz von Verschwiegenheitspflichten	534
III. Recht auf Vergessen	535

Kapitel 7

Auswahl des Haftungsadressaten

A. Bedeutung und Verhältnis von Emittenten- und Individualhaftung	537
I. Bedeutung der Auswahl des Haftungsadressaten	538
II. Verhältnis von Emittenten- und Individualhaftung	539
1. Möglichkeiten der Ausgestaltung	539
2. Konsequenzen der Ausgestaltung	541
B. Primat der Emittentenhaftung	542
I. Dogmatische Rechtfertigung der Unternehmens- respektive Emittenten- haftung	543
1. Fehlender Verstoß gegen Grundrechte der Aktionäre	543
a) Kompetenzielle Gesichtspunkte und Vereinbarkeit mit Art. 17 GrCh	543
aa) „Hirnmann“-Entscheidung	544
bb) „Banco Espirito Santo“-Entscheidung	544
cc) Übereinstimmung mit Rechtsprechung des Bundesverfas- sungsgerichtes	547
b) Gesamtkohärenz mit Schadensersatzhaftung in der Insolvenz	548
aa) Diskussion um insolvenzrechtliche Nachrangigkeit oder Gleichbehandlung	548
bb) Fehlende Betroffenheit der Aktionärsstellung	549
cc) Relevanz der „Banco Santander“-Entscheidung	550
c) Verstoß gegen das Rechtsträgerprinzip	551
2. Fehlende Quotenverschiebung	552
II. Rechtfertigung unter Kompensationsgesichtspunkten	553
1. Relevanz von Kompensationsgesichtspunkten	553
2. Solvenzbezogene Erwägungen	554
a) Verteilung der Haftungsrisiken	554
b) Fehlende Diversifikationsmöglichkeit und Ausgestaltung der Vergütungsstruktur	555
3. Übertragung auf fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	556
a) Möglichkeit der Diversifikation	557
aa) Vorteile der Diversifikation	557
bb) Grenzen der Diversifikation	558
(1) Erfordernis hoher Transaktionshäufigkeit	558

(2) Informationshändler	559
(3) Fehlgehen des Einwandes bewusster Risikoinkaufnahme	560
b) Hervorrufung eines Umverteilungsschadens	562
aa) Begriff des Umverteilungsschadens	562
bb) Fehlen einer Ungleichbehandlung der Aktionäre	563
cc) Fehlende Verantwortung der Aktionäre	563
(1) Partizipationsmöglichkeit der Aktionäre	564
(a) Praktische Einschränkungen der tatsächlichen Partizipation	564
(b) Hinzuziehungsmöglichkeit von professionellen Dienstleistern	564
(c) Existenz hinreichender Partizipationsmöglichkeiten	565
(d) Fehlgehen konzeptioneller Einwände	566
(2) Fehlende Opferrolle der Aktionäre	566
c) Hervorrufung eines Doppelschadens	568
d) Fehlender Verstoß gegen Treuepflicht der Aktionäre	569
3. Zwischenergebnis zur Rechtfertigung unter Kompensationsgesichtspunkten	570
III. Rechtfertigung unter Präventionsgesichtspunkten	571
1. Rechtsträgerschaft und Verhaltenssteuerung	573
a) Rechtsträgerschaft und Wesen der Kapitalgesellschaft	573
b) Möglichkeit der Verhaltenssteuerung	574
c) „ <i>Judgment-Proof</i> “-Problematik	576
2. Implementierung eines wirkungsvollen Kontrollsystems	576
3. Anreiz zur effektiven Wissensorganisation	577
IV. Zwischenergebnis: Primat der Emittentenhaftung	578
C. Erfordernis der Individualhaftung	578
I. Organwalterspezifische Auswirkungen	579
1. Fehlende Vergleichbarkeit des Reputationsverlustes	580
2. Fehlende Vergleichbarkeit der Abberufung	581
II. Versagen der Emittentenhaftung	581
1. Vornahme der Fallgruppenbildung	582
a) Fallgruppe der „ <i>asset insufficiency</i> “	582
b) Fallgruppe der „ <i>enforcement insufficiency</i> “	583
c) Fallgruppe der „ <i>sanction insufficiency</i> “	583
2. Korrektur unzureichender Sanktionswirkung	584
a) „ <i>Last-Period</i> “-Problematik	584
b) Finanzielles Eigeninteresse	585
3. Unzureichende Sanktionswirkung bei kapitalmarktrechtlichen Ausprägungen des Prinzipal-Agenten-Konflikts	586
a) Ablehnung eines engen Verständnisses der „ <i>Last-Period</i> “-Problematik	586

b)	Kapitalmarktrechtliche Ausprägung des Prinzipal-Agenten-Konflikts	587
aa)	Verständnis und Funktionsweise des Prinzipal-Agenten-Konflikts	588
bb)	Konzept des sphärenspezifischen Rechtsgedankens	589
(1)	Begriffsverständnis des sphärenspezifischen Risikogedankens	589
(2)	Verankerung in der Marktmissbrauchsverordnung	590
(3)	Fruchtbarmachung für die Ad-hoc-Publizitätspflicht	591
4.	Betrachtung ausgewählter Haftungskonstellationen	592
a)	Falschheit einer Veröffentlichung	592
b)	Unterlassen einer Veröffentlichung	593
III.	Einschränkungen der Präventionswirkung durch Versicherbarkeit?	595
1.	Möglichkeit der Versicherbarkeit	595
2.	Fehlender Entfall der Präventionswirkung	595
3.	Relevanz der Versicherbarkeit des Selbstbehaltes	597
D.	Fazit zur Auswahl des Haftungsadressaten	598

Kapitel 8

	Vorliegen eines gestuften Haftungskonzepts im geltenden Recht	600
A.	Unionsrechtliche Zulässigkeit eines gestuften Haftungskonzepts	602
I.	Datenschutzrechtliche Figur der „gemeinsamen Verantwortlichkeit“	602
1.	Verständnis der gemeinsamen Verantwortlichkeit in der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes	603
a)	Zugrundelegung eines weiten Begriffsverständnisses	604
b)	Voraussetzungen der Verantwortlichkeit	605
aa)	Grundsatz der Verantwortlichkeit der juristischen Person	605
bb)	Hinzutreten der persönlichen Verantwortlichkeit natürlicher Personen	606
2.	Fehlverständnis abweichender deutscher Rechtsprechung	607
a)	Urteil des Oberlandesgerichtes Dresden	607
b)	Widerspruch zur Judikatur des Europäischen Gerichtshofes und Ablehnung im Schrifttum	608
aa)	Widerspruch zur Judikatur des Europäischen Gerichtshofes	608
bb)	Dogmatische Verwerfungen des Urteils	608
3.	Zwischenergebnis: Vorliegen eines gestuften Haftungskonzepts	610
II.	Kartellrechtliches Unternehmensverständnis	610
1.	Unternehmensbegriff in Art. 101 AEUV und § 33a GWB	611
a)	Unionsrechtlicher Unternehmensbegriff, Art. 101 AEUV	611
aa)	Fehlende Kategorisierung natürlicher Personen als Unternehmen	611

bb)	Bestätigung durch die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes	612
(1)	Implizite Zugrundelegung der Zuordnung von Organwalterhandeln	612
(2)	Grundsatz der Zuordnung des Handelns Angestellter	613
(3)	Umkehrschluss der „Remonts“-Entscheidung des Europäischen Gerichtshofes	614
b)	Unternehmensbegriff im Rahmen des § 33a Abs. 1 GWB	614
2.	Bestätigung durch Schlussanträge in der Rechtssache „Lietuvos notary rūmai“	615
III.	Übertragbarkeit auf die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	618
1.	Verallgemeinerbarkeit der Aussagen	618
2.	Bedeutung des Rechtsträgerprinzips und der Haftungskonzentration	619
B.	Verbandsrechtliche Möglichkeit eines gestuften Haftungskonzepts	620
I.	Ablehnung des Verständnisses des § 31 BGB als Überleitungsnorm fremder Haftung	621
1.	These des Erfordernisses einer Anknüpfungstat	621
2.	Irrelevanz des Vorliegens einer Anknüpfungstat	622
a)	Wortlaut des § 31 BGB	622
b)	Ratio des § 31 BGB	623
aa)	Haftungsrechtliche Gleichstellung von juristischer Person und natürlicher Person	623
bb)	Normadressatenschaft des Unternehmens	623
cc)	Korrelat finanzieller Chancen und haftungsrechtlicher Risiken	624
II.	§ 31 BGB und das gestufte Haftungskonzept	625
1.	Reichweite der Zuordnung zur juristischen Person	625
2.	Fehlendes Einschränkungserfordernis für unmittelbare Verletzungshandlungen	626
a)	Differenzierungserfordernis zwischen unmittelbaren und mittelbaren Verletzungshandlungen	626
b)	Einheitliches Verständnis der Verletzungshandlung	627
3.	Zwischenergebnis	628
C.	Existenz eines gestuften Haftungskonzepts im Binnenverhältnis	629
I.	Fehlende Existenz einer Legalitätspflicht von Organwaltern	629
1.	Begriffsverständnis der Legalitätspflicht	630
2.	Fehlen einer dogmatischen Rechtfertigung für die Annahme einer Legalitätspflicht	631
a)	Fehlen eines aktienrechtlichen Anknüpfungspunktes	631
aa)	Fehlende Verankerung in § 396 Abs. 1 AktG	632
bb)	Fehlende Verankerung in § 93 Abs. 4 Satz 1 AktG	632
b)	Fehlende Verankerung im Geltungsvorrang der staatlichen Rechtsordnung	633

3. Verwerfungen der Annahme einer Legalitätspflicht	634
a) Verstoß gegen das gesellschaftsrechtliche Trennungsprinzip	635
b) Verkennung der gesetzlichen Systematik	636
c) Inkonsequenz bei „nützlichen Pflichtverletzungen“	637
d) Inkohärenz zwischen gesetzlichen und vertraglichen Verpflichtungen	639
aa) Fehlende Rechtsquellenqualität von Verträgen	640
bb) Rechtsfolgenbezogene Betrachtung und Erzeugung einer Wertungsdiskrepanz	641
II. Konsequenz des Fehlens einer Legalitätspflicht	642
D. Existenz eines gestuften Haftungskonzepts im Außenverhältnis	643
I. Vereinbarkeit mit Schadensersatzhaftung nach § 830 BGB	643
1. Fehlende Adressatenschaft von Organwaltern	644
2. Fehlende Einstufungsmöglichkeit als Beteiligter des Publizitätspflichtverstoßes	645
II. Fehlender Schutzgesetzcharakter der Binnenhaftung gemäß § 93 Abs. 2 AktG	646
III. Vereinbarkeit mit Grundsätzen der Schadensersatzhaftung für unternehmensbezogene Pflichtverletzungen	646
1. „Baustoff“-Entscheidung des Bundesgerichtshofes	647
a) Anwendbarkeitsspezifische Einwände	648
b) Inhaltliche Einwände	649
2. „Kirch/Breuer“-Entscheidung des Bundesgerichtshofes	651
a) Anwendbarkeitsspezifische Einwände	651
b) Inhaltliche Einwände	652
E. Ergebnis: Existenz eines gestuften Haftungskonzepts	653

Kapitel 9

Binnenhaftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität 655

A. Regelungsrahmen der Binnenhaftung gemäß § 93 Abs. 2 AktG	655
I. Vorliegen einer Pflichtaufgabe mit Entscheidungsspielraum	656
1. Verallgemeinerbarkeit der Kategorisierung der Aufschubentscheidung	656
a) Aufschubentscheidung als Ausprägung einer Pflichtaufgabe mit Entscheidungsspielraum	657
b) Verallgemeinerbarkeit für die Ad-hoc-Publizitätspflicht	658
2. Differenzierungserfordernis bei Pflichtaufgaben mit Entscheidungsspielraum	659
a) Grundsatz der gerichtlichen Überprüfbarkeit und haftungsrechtlichen Verantwortlichkeit auf Emittentenebene	659
b) Fehlende haftungsrechtliche Verantwortlichkeit handelnder Organwalter	660

3. Zwischenergebnis: Bejahung einer Pflichtaufgabe mit Entscheidungsspielraum	661
II. Vorliegen einer angemessenen Informationsgrundlage	662
1. Notwendigkeit des Vorliegens einer angemessenen Informationsgrundlage	662
2. Allgemeine Voraussetzungen des Handelns auf angemessener Informationsgrundlage	663
3. Konkretisierung für die Ad-hoc-Publizitätspflicht	664
a) Bedeutung der Entscheidung	665
aa) Notwendigkeit der Kursrelevanz	666
bb) Bezugspunkt der Wissensverantwortung	666
b) Eilbedürftigkeit und Zeitumfang der Informationsgewinnung	667
c) Abwägung zwischen Informationsbeschaffungskosten und Informationsnutzen	668
III. Handeln im Unternehmensinteresse	669
1. Allgemeine Voraussetzungen des Handelns im Unternehmensinteresse	669
2. Ausgestaltung im Rahmen der Ad-hoc-Publizitätspflicht	671
a) Verständnis des Emittenteninteresses als kollektives Aktionärsinteresse	672
b) Entsprechende Anwendbarkeit aktienrechtlicher Maßstäbe	672
IV. Zusammenfassung	674
B. Durchsetzung der Binnenhaftung	675
I. Durchsetzung der Binnenhaftung durch den Aufsichtsrat	675
1. Konzeption der Anspruchsverfolgung auf Grundlage der „ARAG/Garmenbeck“-Entscheidung	675
a) Erste Prüfungsstufe: Vornahme einer Sachverhalts-, Prozessrisiko- und Beitreibbarkeitsanalyse	676
aa) Sachverhaltsermittlung und Subsumtion unter § 93 AktG	676
bb) Analyse des Prozessrisikos	677
cc) Beitreibbarkeit der Forderung	679
dd) Existenz eines Entscheidungsspielraums und Reichweite gerichtlicher Überprüfbarkeit	680
b) Zweite Prüfungsstufe: Vereinbarkeit der Anspruchsverfolgung mit Interessen des Unternehmenswohls	681
aa) Existenz einer Regelverfolgungspflicht	681
(1) Interessenbindung des Aufsichtsrates an Unternehmensinteresse	682
(2) Fehlende Relevanz der Legalitätspflicht	683
(3) Fehlende Vergleichbarkeit zu § 93 Abs. 4 Satz 3 AktG	683
bb) Ausschließliche Maßgeblichkeit des Unternehmensinteresses	685
cc) Existenz eines Entscheidungsspielraums	686
(1) Meinungsbild	686

(2) Existenz eines Entscheidungsspielraums	687
dd) Reichweite gerichtlicher Überprüfbarkeit	688
(1) Ausrichtung am allgemeinen Maßstab der Pflichtaufgabe mit Entscheidungsspielraum	688
(2) Konkretisierung für die Geltendmachungsentscheidung des Aufsichtsrats	689
(3) Ablehnung vollumfänglicher gerichtlicher Überprüf- barkeit	690
2. Zwischenergebnis zur Anspruchsverfolgung durch den Aufsichtsrat	691
II. Durchsetzung der Binnenhaftung durch Aktionäre	691
1. Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen gemäß § 147 AktG	691
a) Ratio des § 147 AktG	691
b) Tatbestandliche Voraussetzungen der Geltendmachung gemäß § 147 AktG	692
2. Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen nach § 148 AktG ..	693
a) Ratio des § 148 AktG	693
b) Tatbestandliche Voraussetzungen der Geltendmachung gemäß § 148 AktG	694
C. Vereinbarkeit mit den unionsrechtlichen Haftungsanforderungen	695
I. Durchsetzung der Binnenhaftung durch den Aufsichtsrat	695
1. Defizite der Haftungsdurchsetzung durch den Aufsichtsrat	696
2. Konzeptionelle Vorteile der Haftungsdurchsetzung durch den Auf- sichtsrat	697
a) Fehlen bereichsspezifischer Ineffektivität	697
b) Stärkung der Rechtsdurchsetzung durch „ARAG/Garmenbeck“- Entscheidung	697
c) Beurteilungsvorteile des Aufsichtsrates	698
II. Durchsetzung der Binnenhaftung durch Aktionäre	699
1. Schwächen der Anspruchsverfolgung nach § 147 AktG	700
2. Schwächen der Anspruchsverfolgung nach § 148 AktG	701
III. Konzeptionelle Limitationen des Binnenhaftungskonzepts	702
1. Fehlende Erfassung nützlicher Pflichtverletzungen und Auswirkungen des gestuften Haftungskonzepts	702
2. Regelungsidentität auf Ebene des Unionsrechts	704
a) Rechtsdurchsetzung durch den Aufsichtsrat	704
b) Rechtsdurchsetzung durch Aktionäre	705
IV. Zwischenergebnis	705

Kapitel 10

Außenhaftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität

707

A. Anspruchsgrundlagen der Außenhaftung	707
I. Ablehnung einer Schadensersatzhaftung nach § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit Art. 17 MAR	709
1. Argumente für die Annahme einer Schadensersatzhaftung aus Schutz- gesetzverletzung	709
2. Fehlende Überzeugungskraft der vorgebrachten Argumente	710
a) Bezugnahme auf die „Kirch/Breuer“-Entscheidung	711
b) Fehlende dogmatische Verankerung der Außenhaftung	711
II. Schadensersatzhaftung nach § 826 BGB	712
1. Marktordnungstauglichkeit des § 826 BGB	713
a) Personaler Charakter des § 826 BGB und Vertrauensgedanke	713
b) Charakterisierung als marktordnende Norm	715
2. Anwendbarkeit des gestuften Haftungskonzepts	716
a) Generelle Geltung der Unternehmensbezogenheit	717
b) Fehlendes Korrekturerfordernis durch § 31 BGB	718
c) Fehlende Relevanz der „EM.TV“-Entscheidung des Bundesge- richtshofes	719
3. Zwischenergebnis	719
III. Konkrete Ausgestaltung der Außenhaftung gemäß § 826 BGB	720
1. Sachverhalt der „Infomatec I“-Entscheidung	721
2. Die rechtliche Würdigung durch den Bundesgerichtshof	722
IV. Eingeschränkte Verallgemeinerungsfähigkeit der „Infomatec“-Grund- sätze	723
1. Singularität der „Infomatec“-Geschehnisse	724
a) Vorliegen einer haftungsrechtlichen Extremsituation	724
b) Fehlende Vergleichbarkeit der Gesellschafterstruktur	725
2. Dissonanzen zur Emittentenhaftung nach §§ 97, 98 WpHG	726
a) Fehlende Vergleichbarkeit des gesetzlichen Regelungsumfelds	726
b) Inhaltliche Verwerfungen zu §§ 97, 98 WpHG	727
3. Haftungsrechtliche Konzeption seit Implementierung der Marktmiss- brauchsverordnung	728
4. Fehlerhafte Fokussierung auf kompensatorische Erwägungen	729
B. Vereinbarkeit mit den unionsrechtlichen Haftungsanforderungen	730
I. Grundsätzliche Vereinbarkeit der Schadensersatzhaftung gemäß § 826 BGB mit den unionsrechtlichen Haftungsanforderungen	730
1. Zweifel an der grundsätzlichen Vereinbarkeit	730
2. Fehlgehen der Zweifel an der grundsätzlichen Vereinbarkeit mit dem Unionsrecht	731
II. Verständnis der Sittenwidrigkeit	732
1. Sittenwidrigkeitsbezogenes Differenzierungserfordernis	733

2. Konkretisierung der Sittenwidrigkeit für handelnde Organwalter	734
a) Sittenwidrigkeit bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht	735
aa) Tatbestandsmerkmal der „besonderen Verwerflichkeit“	736
(1) „Besondere Verwerflichkeit“ als Spiegelung der Pflichtaufgabe mit Entscheidungsspielraum im Außenverhältnis	736
(a) Schutz von Prognoseentscheidungen und Entscheidungsspielräumen	737
(b) Vorbildfunktion des Lauterkeitsrechts	738
(2) Verankerung in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes	739
(a) „IKB“-Entscheidung	739
(b) „Untersagungsverfügung“-Entscheidung	740
(c) „Kombassan“-Entscheidung	740
bb) Tatbestandsmerkmal der „Verfolgung eigener Zwecke“	741
(1) Erforderlichkeit des Tatbestandsmerkmals	742
(2) Rechtfertigungselement des Hinzutretens der Individualhaftung	743
c) „Verfolgung eigener Zwecke“ und Individualhaftung handelnder Organwalter	745
aa) Kapitalmarktrechtliche Ausprägung des Prinzipal-Agenten-Konfliktes	745
bb) „Verfolgung eigener Zwecke“ als Bruch fremden Vertrauens	747
(1) Darstellung des Konzepts	747
(2) Kritik des Konzepts	748
cc) Verstoß gegen die kapitalmarktrechtliche Treuepflicht	749
(1) Darstellung des Konzepts	749
(2) Kritik des Konzepts	750
3. Zwischenergebnis	750
III. Existenz des Vorsatzerfordernisses	751
1. Konturierung durch den Bundesgerichtshof	751
2. Vereinbarkeit mit den unionsrechtlichen Haftungsanforderungen	751
IV. Kausalitätsanforderungen und ersatzfähiger Schaden	753
1. Unionsrechtlicher Hintergrund	753
2. Ersatzfähiger Schaden	753
3. Kausalitätsanforderungen	754
a) Ersatz des Vertragsabschlusschadens	755
b) Ersatz des Kursdifferenzschadens	755
aa) Proponenten des Erfordernisses der Transaktionskausalität	756
bb) Suffizienz der Preiskausalität	756
(1) Kohärenz zu § 97 WpHG	757
(2) Unionsrechtlicher <i>effet utile</i>	758
(3) Fehlgehen von Kritikpunkten	758
V. Zwischenergebnis	759

Kapitel 11

Zusammenfassung der Thesen der Arbeit	760
A. Der gesetzliche Rahmen der Ad-hoc-Publizitätspflicht	760
B. Unionsrechtliche Vorgaben der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität . .	762
C. Zielsetzungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht unter Berücksichtigung der Corporate-Governance-Dimension	763
D. Sachliche Reichweite der Corporate-Governance-Dimension: Wissensverant- wortung des Emittenten	765
E. Auswahl des Haftungsadressaten	765
F. Existenz eines gestuften Haftungskonzepts	766
G. Binnenhaftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	768
H. Außenhaftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	768
Literaturverzeichnis	770
Annex	816
Stichwortverzeichnis	819

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Ansicht
a. E.	am Ende
Abs.	Absatz
Account. Rev.	The Accounting Review
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Am. Ec. Rev.	American Economic Review
Am. L. Econ. Rev.	American Law and Economics Review
Am. U. L. Rev.	American University Law Review
Ariz. L. Rev.	Arizona Law Review
Art.	Artikel
B. U. L. Rev.	Boston University Law Review
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Baylor L. Rev.	Baylor Law Review
BB	Betriebs-Berater
Berkeley Bus. L. J.	Berkeley Business Law Journal
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Brook. J. Int'l L.	Brooklyn Journal of International Law
Brook. L. Rev.	Brooklyn Law Review
Buff. L. Rev.	Buffalo Law Review
Bus. Law.	The Business Lawyer
C. M. L. R.	Common Market Law Reports
Cal. L. Rev.	California Law Review
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
Cath. U. L. Rev.	Catholic University Law Review
Cato Sup. Ct. Rev.	Cato Supreme Court Review
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift

CMLJ	Capital Markets Law Journal
CMLRev	Common Market Law Review
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Contemp. Account. Res.	Contemporary Accounting Research
CYELS	Cambridge Yearbook of European Legal Studies
DB	Der Betrieb
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
DK	Der Konzern
DStR	Deutsches Steuerrecht
Duke J. Comp. Int'l Law	Duke Journal of Comparative and International Law
Duke J. Const. L. & Publ. Pol'y	Duke Journal of Constitutional Law & Public Policy
Duke L. J.	Duke Law Journal
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
E.C.L.R.	European Competition Law Review
E.L. Rev.	European Law Review
EBLR	European Business Law Review
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ELJ	European Law Journal
ERA Forum	Journal of the Academy of European Law
ERCL	European Review of Contract Law
EuCLR	European Criminal Law Review
EuConst	European Constitutional Law Review
EuR	Europarecht
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
f./ff.	folgende/fortfolgende
FB	Finanz-Betrieb
Fla. St. U. L. Rev.	Florida State University Law Review
Fordham L. Rev.	Fordham Law Review
G.C.L.R.	Global Competition Litigation Review
Ga. L. Rev.	Georgia Law Review
Geo. L. J.	Georgetown Law Journal
Geo. Wash. L. Rev.	George Washington Law Review
GmbHR	GmbH-Rundschau

GPR	Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. J. L. & Pub. Pol'y	Harvard Journal of Law & Public Policy
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
IJBS	The International Journal of Business in Society
Int'l Rev. L. & Econ.	International Review of Law and Economics
Iowa L. Rev.	Iowa Law Review
J. Acct. & Econ.	Journal of Accounting and Economics
J. Acct. Res.	Journal of Accounting Research
J. Corp. L.	The Journal of Corporation Law
J. Corp. L. Stud.	Journal of Corporate Law Studies
J. Fin.	The Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. L. & Econ.	The Journal of Law and Economics
J. L. Econ. & Org.	Journal of Law, Economics, and Organization
J. Legal Stud.	Journal of Legal Studies
J. Pol. Econ.	The Journal of Political Economy
J.B.L.	Journal of Business Law
JBl	Juristische Blätter
JECLAP	Journal of European Competition Law & Practice
JFQA	Journal of Financial and Quantitative Analysis
JuS	Juristische Schulung
JZ	JuristenZeitung
Law & Contemp. Probs.	Law and Contemporary Problems
lit.	litera
Loy. U. Chi. L. J.	Loyola University Chicago Law Journal
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review
N. C. L. Rev.	North Carolina Law Review
N.Y.U. L. Rev.	New York University Law Review
Nev. L. J.	Nevada Law Journal
NJECL	New Journal of European Criminal Law
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Notre Dame L. Rev.	Notre Dame Law Review
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NYU JLB	New York University Journal of Law & Business
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht

NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht
NZWSt	Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht
Ohio St. L. J.	Ohio State Law Journal
Okla. L. Rev.	Oklahoma Law Review
ÖZK	Österreichische Zeitschrift für Kartellrecht
Rev. Fin.	Review of Finance
Rev. Financ. Stud.	Review of Financial Studies
Rutgers L. J.	Rutgers Law Journal
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
SMU L. Rev.	Southern Methodist University Law Review
SSRN	Social Science Research Network
St. John's L. Rev.	St. John's Law Review
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
Strat. Mgmt. J.	Strategic Management Journal
StudZR	Studentische Zeitschrift für Rechtswissenschaft Heidelberg
Sup. Ct. Rev.	Supreme Court Review
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
Theoretical Inq. L.	Theoretical Inquiries in Law
Tul. L. Rev.	Tulane Law Review
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review
U. Pa. J. Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of Business Law
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U. Pa. L. Rev. Pennumbra	University of Pennsylvania Law Review Pennumbra
UC Davis Bus. L. J.	UC Davis Business Law Journal
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
Villanova L. Rev.	Villanova Law Review
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
VuR	Verbraucher und Recht
Wake Forest L. Rev.	Wake Forest Law Review
Wash. & Lee L. Rev.	Washington & Lee University Law Review
Wash. U. L. Rev.	Washington University Law Review

wbl	Wirtschaftsrechtliche Blätter
Wis. L. Rev.	Wisconsin Law Review
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
Wm. & Mary L. Rev.	William & Mary Law Review
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WRP	Wettbewerb in Recht und Praxis
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation
Yale L. J.	Yale Law Journal
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZDRW	Zeitschrift für Didaktik der Rechtswissenschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRI	Zeitschrift für Restrukturierung und Insolvenz
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZStW	Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht
ZZP	Zeitschrift für Zivilprozess

Kapitel 1

Untersuchungsgegenstand und thematische Eingrenzung

Wie in jeder anderen wissenschaftlichen Disziplin gibt es auch in der Rechtswissenschaft Dauerbrenner, die Rechtsprechung und Schrifttum in steten Zyklen beschäftigen und zum Gegenstand hitziger Diskussionen werden. Geradezu phänotypisch hierfür ist die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität, die in der Vergangenheit bereits in der Folge des Zusammenbruches des Neuen Marktes umfassend wissenschaftlich aufgearbeitet wurde, nach Ausbruch der Finanzkrise einen erneuten Aufschwung erlebte und nunmehr im Zuge zahlreicher Unternehmensskandale wiederum ausführlich diskutiert wird. Umso überraschender erscheint es daher, dass auch zu dieser Thematik noch unzählige offene Fragen existieren, denen es auf den Grund zu gehen gilt.

A. Darstellung des Untersuchungsgegenstandes

Besonders deutlich zum Ausdruck gebracht wird dies durch den Umstand, dass es inzwischen der allgemeinen Auffassung entsprechen dürfte, dass durch Haftung grundsätzlich sowohl kompensatorische als auch verhaltenssteuernde Zwecke verfolgt werden.¹ Ziel der Kompensationsfunktion ist es, erlittene Schäden auszugleichen und Schadensposten von demjenigen tragen zu lassen, der für ihre Entstehung verantwortlich ist. Daneben tritt die Präventionsfunktion der Haftung. Ausgangspunkt ist diesbezüglich die Tatsache, dass es besser ist, die Entstehung eines Schadens durch geeignete Vorkehrungen zu verhindern als einen bereits entstandenen Schaden kompensieren zu müssen. Wagner bringt dies treffend auf den Punkt, wenn er davon spricht, dass „Schadensverhütung besser ist als Schadensvergütung“². Traditionell wird dessen ungeachtet von der Kompensationsfunktion als dem Kernelement der Schadensersatzhaftung ausgegangen. So findet sich exemplarisch in den Motiven

¹ Vergleiche dazu nur *Hager*, in: Staudinger, Kommentar zum BGB, 2021, Vorbemerkung zu §§ 823 ff. Rn. 9 f.; *Spickhoff*, in: Soergel, Bürgerliches Gesetzbuch, 13. Aufl. 2005, Vor § 823 Rn. 30 ff.; *Wagner*, in: Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 9. Aufl. 2024, Vor § 823 Rn. 45 ff.

² *Wagner*, in: Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 9. Aufl. 2024, Vor § 823 Rn. 49.

zum Bürgerlichen Gesetzbuch im Hinblick auf Inhalt und Umfang des Schadensersatzes unter Bezugnahme auf das Gemeine Recht die Aussage, dass die Schadensersatzhaftung nicht als Ort „moralisierender oder strafrechtlicher Gesichtspunkte“³ anzusehen sei, worin ebenfalls erhebliche Vorbehalte gegen die Berücksichtigung präventiver Aspekte zum Ausdruck kommen. Diese skeptische Grundtonalität schlägt sich auch in der schadensersatzrechtlichen Rechtsprechung nieder, indem dort das Augenmerk auf der Kompensation liegt und Fragen der Prävention kaum Erwähnung finden.⁴

Dieses generelle Phänomen zeigt sich auch im Bereich des Kapitalmarktdeliktsrechts, und hier insbesondere für die Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität, eindrücklich. Nach Art. 17 Abs. 1 MAR⁵ sind Emittenten dazu verpflichtet, Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich zu veröffentlichen. Die Verletzung dieser Pflicht ist durch die §§ 97, 98 WpHG für die Fälle der unterlassenen und inhaltlich falschen Ad-hoc-Mitteilung mit spezialgesetzlichen, den Emittenten adressierenden, Schadensersatzansprüchen haftungsbewehrt. Die §§ 97, 98 WpHG richten sich indes nur an den Emittenten als juristische Person, nicht jedoch an die für sie handelnden natürlichen Personen.

Bei Betrachtung der zur fehlerhaften Ad-hoc-Publizität ergangenen Rechtsprechung fällt ferner die Tatsache ins Auge, dass (höchstrichterliche) Rechtsprechung zu den §§ 97, 98 WpHG ebenso wie zu deren Vorgängernormen §§ 37b, 37c WpHG a. F. rar gesät ist. Geprägt wird die Judikatur durch Urteile, denen Sachverhalte zu Grunde liegen, die sich vor dem Inkrafttreten der §§ 37b, 37c WpHG a. F. abspielten und denen mangels existierender spezialgesetzlicher Haftungsvorschriften auf andere Weise richterliche Würdigung widerfahren musste. Besondere Relevanz erlangte diese Problematik in der Folge des Zusammenbruchs des sogenannten Neuen Marktes, bei dem es sich um ein Segment der Deutschen Börse handelte, in dem insbesondere die Aktien von Unternehmen aus dem Bereich „Neue Technologien“ gehandelt wurden und das in der Folge skandalöser Ereignisse bereits am 05. Juni 2003 wieder geschlossen wurde.⁶

³ *Mugdan*, Die gesamten Materialien zum Bürgerlichen Gesetzbuch für das Deutsche Reich, II. Band – Recht der Schuldverhältnisse 1899, S. 17 f.

⁴ Siehe exemplarisch nur die knappen Ausführungen in BGHZ 225, 316, 344 Rn. 67 – *Diesel*; BGHZ 190, 145, 164 Rn. 62 – *Kartellschadensersatz*.

⁵ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.04.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU 2014 Nr. L 173, 1. Die Abkürzung „MAR“ geht auf die englische Bezeichnung „Market Abuse Regulation“ zurück.

⁶ Eingehend hierzu *Wittkowski*, ZHR 167 (2003), 130.

Den Vorgängen am Neuen Markt, welche zum Gegenstand gerichtlicher Aufarbeitung wurden, lag zumeist eine ähnlich gelagerte Konstellation zu Grunde. Seitens der jeweiligen Vorstände wurde im Wege grob unrichtiger Ad-hoc-Mitteilungen das Kursniveau der Anteile der Unternehmen künstlich in ungerechtfertigt hohe Sphären gehievt, um anschließend die eigenen Anteile gewinnbringend verkaufen zu können. Nach Bekanntwerden der Unwahrheit der Ad-hoc-Mitteilungen sackte das Kursniveau bis beinahe auf den Nullpunkt ab, die Unternehmen wurden zumeist insolvent und schieden infolgedessen mangels Masse aus, um als taugliches Haftungssubjekt etwaige Ansprüche der Anleger wegen Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizität hinreichend befriedigen zu können. In der Folge stand der Bundesgerichtshof vor dem Problem, auf welche Weise Schadensersatz von den handelnden Organwaltern zu erlangen sei, und behalf sich schließlich in den drei „*Infomatec*“-Urteilen⁷ mit einem Rückgriff auf das allgemeine Deliktsrecht in Form der sittenwidrigen Schädigung nach § 826 BGB. Das Erfordernis der Individualhaftung der Organwalter im Außenverhältnis fand demnach seine Grundlage im Ausfall der Möglichkeit einer Kompensationserlangung von der Gesellschaft als eigentlich Haftungspflichtiger, das Verhältnis der Emittenten- zur Individualhaftung wurde demgegenüber nicht thematisiert.

Im kurz darauf entschiedenen „*EM.TV*“-Urteil⁸ fügte der Bundesgerichtshof dieser Entscheidung für die Anerkennung einer Schadensersatzhaftung nach § 826 BGB weitere Nuancen hinzu und setzte den nächsten Stein auf das nunmehr allmählich entstehende Gebilde des Kapitalmarktdeliktsrechts, indem er urteilte, dass einerseits der zu ersetzende Schaden neben dem Kursdifferenzschaden auch den Vertragsabschlussschaden erfasse und andererseits neben dem handelnden Organwalter auch der Emittent selbst im Wege des § 31 BGB als Haftungspflichtiger im Rahmen des § 826 BGB herangezogen werden könne. Auch in diesem Kontext stand die Kompensation erlittener Schäden, nicht jedoch die Prävention und die damit einhergehende Verhaltenssteuerung im Blickfeld des Bundesgerichtshofs, insbesondere unterblieben erneut Ausführungen zum Verhältnis zwischen der Emittentenhaftung und der Individualhaftung handelnder Organwalter.

Weitere Einzelfragen zur Schadensersatzhaftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität, insbesondere im Hinblick auf die der Haftung zu Grunde liegenden Kausalitätsanforderungen, beantwortete der Bundesgerichtshof nur wenig später im Entscheidungskomplex in Sachen „*ComROAD*“⁹. Die „*ComROAD*“-

⁷ BGHZ 160, 134 – *Infomatec I*; BGHZ 160, 149 – *Infomatec II*; BGH NJW 2004, 2668 – *Infomatec III*.

⁸ BGH NJW 2005, 2450 – *EM.TV*.

⁹ BGH NZG 2007, 345 – *ComROAD I*; BGH NZG 2007, 346 – *ComROAD II*; BGH NZG 2007, 269 – *ComROAD III*; BGH NZG 2007, 708 – *ComROAD IV*; BGH