

Inhaltsverzeichnis

Erstes Kapitel

Einleitung	17
A. Problemstellung	17
B. Ziel der Arbeit	20

Zweites Kapitel

Geschichte	21
A. Der Warenhandel vor Beginn des Börsenhandels	21
B. Der Beginn der Entwicklung des Börsenhandels	21
C. Das Börsengesetz von 1896	22
D. Die erste Ad-hoc-Mitteilungspflicht nach § 44a BörsG (a.F.)	23
E. Die Einführung des Wertpapierhandelsgesetzes	24
F. Börsenboom und Zusammenbruch des „Neuen Marktes“	26
G. Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz und die weitere Entwicklung	27
H. Die Marktmissbrauchsverordnung	29
I. Das Zweite Finanzmarktnovellierungsgesetz	29
J. Zusammenfassung	30

Drittes Kapitel

Die Ad-hoc-Mitteilungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR	31
A. Emittent von Finanzinstrumenten	31
I. Emittent	31
II. Finanzinstrumente	32

B. Insiderinformation	32
I. Präzise Information	33
1. Information	33
2. Präzision	34
3. Mehrstufige Entscheidungsprozesse	35
4. Gerüchte	36
5. Meinungen, Ansichten und Prognosen	37
II. Fehlende öffentliche Bekanntheit	37
III. Bezug zu Emittenten oder Finanzinstrumenten	38
IV. Kursbeeinflussungspotenzial	39
1. Prognose	40
2. Erheblichkeit der Kursbeeinflussung	41
C. Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten	42
D. Unverzügliche Veröffentlichung	43
I. Veröffentlichung	43
II. Unverzüglich	44
E. Ausnahmen von der Ad-hoc-Mitteilungspflicht	44
F. Zusammenfassung	45

Viertes Kapitel

Voraussetzung eines Schadensersatzes nach §§ 97 und 98 WpHG	46
A. Die Rechtsnatur des Schadensersatzes nach §§ 97 und 98 WpHG	46
I. Vertrauenshaftung	46
II. Vertragshaftung	47
III. Deliktshaftung	47
IV. Stellungnahme	48
B. Die Pflichtverletzung des Emittenten	49
I. Insiderinformation, die den Emittenten unmittelbar betrifft	49
II. Unterlassen der unverzüglichen Veröffentlichung von Insiderinformationen nach § 97 WpHG	49
III. Veröffentlichung unwahrer Insiderinformationen nach § 98 WpHG	50
C. Anspruchsberechtigung	51
I. Der erwerbende Neuanleger	52
II. Der veräußernde Altanleger	53
III. Der untätig gebliebene Anleger	54

D. Verschulden	54
E. Schaden	56
F. Haftungsbegründende Kausalität	56
G. Haftungsausfüllende Kausalität	56
H. Haftungsausschluss nach den §§ 97 Abs. 3 und 98 Abs. 3 WpHG	57
I. Zusammenfassung	57

Fünftes Kapitel

Der Schadensersatz nach den §§ 97 und 98 WpHG	58
A. Allgemeiner zivilrechtlicher Schadensersatz	58
I. Funktionen des Schadensersatzes	59
II. Restitution und Kompensation	60
III. Rückabwicklung als Sonderfall der Naturalrestitution	60
IV. Allgemeiner zivilrechtlicher Schadensbegriff	61
V. Veränderung der Schadenshöhe	63
B. Konkreter Schadensersatz nach den §§ 97 und 98 WpHG	63
I. Die vier möglichen Schadenskonstellationen	63
II. Das nach den §§ 97 und 98 WpHG verletzte Interesse	64
1. Der Kursdifferenzschaden	65
a) Rückwärtige Induktion	66
aa) Rechtsprechung	67
bb) Probleme der rückwärtigen Induktion	67
b) Kollateralschaden	68
aa) Definition	68
bb) Rechtsprechung	69
cc) Ansicht Klöhn	69
dd) Stellungnahme	70
ee) Zwischenergebnis	71
c) Herausrechnung des allgemeinen Marktrisikos	71
2. Der Vertragsabschlussschaden	72
3. Unterschiede zwischen Kursdifferenzschaden und Vertragsabschlussschaden	74
C. Zusammenfassung	75

*Sechstes Kapitel***Beschränkung des Schadensersatzes nach § 98 WpHG
auf den Kursdifferenzschaden?**

	76
A. Ersatzfähigkeit nur des Kursdifferenzschadens	77
B. Ersatzfähigkeit des Vertragsabschlussschadens neben dem Kursdifferenzschaden ...	77
I. Freies Wahlrecht	77
II. Ansicht Fleischer	78
III. Ansicht Veil	78
IV. Ansicht Hellgardt	79
C. Meinungsstreit	79
I. Historische Argumentation	79
II. Grammatikalische Argumentation	83
III. Systematische Auslegung	86
1. Systematik innerhalb der Norm	86
2. Systematik außerhalb der Normen	87
IV. Teleologische Argumentation	90
1. Schutzzweck kapitalmarktrechtlicher Regulierungsvorschriften	91
a) Funktionsschutz	91
b) Anlegerschutz als Reflex des Funktionsschutzes	92
c) Anlegerschutz als eigenständiger Schutzzweck	93
d) Stellungnahme	93
2. Schutzzweck des § 98 WpHG	94
a) Ursprünglicher Schutzzweck der Ad-hoc-Mitteilungspflicht gemäß § 15 WpHG a.F.	94
b) Schutzzweck der Ad-hoc-Mitteilungspflicht gemäß § 15 WpHG a.F. nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz	95
c) Schutzzweck der Ad-hoc-Mitteilungspflicht gemäß Art. 17 MAR	96
3. Stellungnahme	96
V. Verteilung des allgemeinen Marktrisikos	97
VI. Rechtspolitische Erwägungen	99
VII. Sonstige Argumente	100
VIII. Rechtsprechung	103
D. Stellungnahme	105
E. Zusammenfassung	106

Siebttes Kapitel

Haftungsbegründende Kausalität nach § 98 WpHG	107
A. Der Vertrauensbegriff	107
I. Vertrauen in den Kapitalmarkt	108
II. Vertrauen in die Marktteilnehmer und ihr Handeln	108
B. Haftungsbegründende Kausalität bei Kursdifferenz- und Vertragsabschlussschaden	109
I. Haftungsbegründende Kausalität bei Ersatz des Kursdifferenzschadens	109
1. Preiskausalität und Transaktionskausalität	109
a) Preiskausalität	109
b) Transaktionskausalität	110
2. Meinungsstreit	111
a) Grammatikalische Argumentation	111
b) Historische Argumentation	112
c) Systematische Argumentation	113
aa) Systematik innerhalb der Norm	113
bb) Systematik außerhalb der Norm	114
d) Teleologische Argumentation	115
e) Gefahr gegenläufiger Transaktionen	116
f) Stellungnahme	116
3. Rechtsprechung	118
a) Rechtsprechung zu § 826 BGB	118
b) Rechtsprechung zu §§ 37b und 37c WpHG a.F.	119
aa) IKB-Urteil	119
bb) Stellungnahme	120
II. Haftungsbegründende Kausalität bei Ersatz des Vertragsabschlussschadens	121
C. Zusammenfassung	122

Achtes Kapitel

Beweislast hinsichtlich der haftungsbegründenden Kausalität	123
A. Der Beweis der haftungsbegründenden Kausalität	124
I. Beweismittel	124
1. Zeugenbeweis	124
2. Vorlage von Presseartikeln und Analystenberichten	124
3. Parteivernehmung nach § 448 ZPO	125
4. Stellungnahme	125

II. Prozessuale Wege zur Verbesserung der Beweissituation	126
1. Abtretung des Schadensersatzanspruchs nach §§ 398 ff. BGB	126
a) Die Folgen der Abtretung	126
b) Stellungnahme	127
2. Nutzung strafrechtlicher Ermittlungsergebnisse	128
a) Kausale Vermögensverfügung des Anlegers	128
b) Fehlende Präjudizwirkung von Strafurteilen	129
c) Stellungnahme	130
3. Beweislastvertrag	130
4. Zwischenergebnis	130
B. Mögliche Formen einer Beweiserleichterung	131
I. Beweislastumkehr in analoger Anwendung des § 23 Abs. 2 Nr. 1 WpPG	131
1. Rechtsprechung	132
2. Stellungnahme	132
II. Anwendung der Figur der Anlagestimmung	133
1. Anwendung auf § 98 WpHG	134
2. Rechtsprechung	134
3. Stellungnahme	136
III. Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens	137
1. Voraussetzung für eine Anwendung auf § 98 WpHG	137
2. Rechtsprechung	138
3. Stellungnahme	138
IV. Zwischenergebnis	138
C. Zusammenfassung	139

Neuntes Kapitel

Die fraud on the market theory in den USA	140
A. Geschichte des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts	140
B. Der Schadensersatzanspruch nach Section 10b SEA i.V.m. SEC Rule 10b-5	144
I. Anspruchsgrundlage	144
II. Misrepresentation or Omission	146
1. Veröffentlichungspflichten aus Section 13 SEA	147
2. Veröffentlichungspflichten aus Section 10(b) SEA i.V.m. SEC Rule 10b-5	148
III. Materiality	150
IV. Connection with the Purchase or Sale of any Security	151
1. Sale or Purchase	151
2. Securities	151

V. Scienter	152
VI. Reliance und Transaction Causation	153
VII. Loss causation	154
VIII. Damage	155
1. Out of pocket damage	155
2. Rescissionary damage	156
C. Die Kapitalmarkteffizienzhypothese	157
I. Inhalt der Kapitalmarkteffizienzhypothese	157
II. Die drei Varianten der Kapitalmarkteffizienz	158
1. Die schwache Variante	158
2. Die mittelstarke Variante	158
3. Die starke Variante	159
III. Kritik an der Kapitalmarkteffizienzhypothese	159
IV. Stellungnahme durch den Supreme Court	161
V. Stellungnahme zur Kritik	161
D. Entwicklung der fraud on the market theory	162
I. Rechtslage vor der Anerkennung der fraud on the market theory durch den Supreme Court	162
II. Das Verfahren Basic Inc. v. Levinson	164
1. Hintergrund	164
2. Sachverhalt	165
3. Urteil	165
4. Voraussetzungen der fraud on the market theory	166
5. Widerlegbarkeit der fraud on the market theory	166
6. Minderheitsvotum	167
7. Kritik am Urteil	167
8. Stellungnahme zur Kritik	169
III. Das Verfahren Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.	170
1. Hintergrund	170
2. Sachverhalt	171
3. Urteil	171
4. Auseinandersetzung mit der Kritik an Basic Inc. v. Levinson	172
5. Auseinandersetzung mit den Vorschlägen von Halliburton	173
6. Konzeptionelle Neujustierung?	174
7. Minderheitsvotum	175
E. Zusammenfassung	176

Zehntes Kapitel

Die fraud on the market theory in Deutschland	177
A. Die Rechtsprechung des BGH zur fraud on the market theory	177
I. Rechtsprechung vor Einführung der §§ 37b und 37c WpHG a.F.	178
II. Rechtsprechung nach Einführung der §§ 37b und 37c WpHG a.F.	179
III. Stellungnahme	179
B. Übertragbarkeit der fraud on the market theory auf das deutsche Recht	181
I. Analoge Anwendung der fraud on the market theory?	181
II. Rezeption der fraud on the market theory	182
III. Die Vergleichbarkeit der Systeme der Kapitalmarktinformationshaftung	183
1. Vergleich der Entstehungsgeschichte	183
2. Einflüsse des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts auf das deutsche Kapitalmarktrecht	183
3. Zwischenergebnis	185
IV. Die Vergleichbarkeit der Schadensersatznormen	185
1. Misrepresentation – Veröffentlichung unwahrer Insiderinformationen	186
2. Materiality – Kursrelevanz	186
3. Connection with the purchase or sale of any security – Transaktionserfordernis	187
4. Securities – Finanzinstrumente	187
5. Scierter – Vorsatz	187
6. Reliance und Transaction Causation – Vertrauen und Transaktionskausalität	188
7. Loss causation – Haftungsausfüllende Kausalität	188
8. Damage – Schaden	188
9. Unterschied in der Struktur der Schadensersatzansprüche	189
10. Zwischenergebnis	189
C. Die Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarktes	190
I. Einleitung	190
II. Untersuchungen zur deutschen Kapitalmarktinformationseffizienz	190
III. Argumente für die Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarktes	191
1. Transaktionskosten	191
2. Kosten des Zugangs zu Informationen	192
3. Beurteilung der Informationen durch die Marktteilnehmer	193
IV. Indizien für die Effizienz des deutschen Kapitalmarktes	194
V. Zwischenergebnis zur Effizienz des deutschen Kapitalmarktes	194
D. Kritik an der Anwendung der fraud on the market theory auf § 98 WpHG	195
I. „Uferlose Ausweitung des Haftungstatbestandes“	195
II. Erpressungspotenzial	195

III. Umgehung des Vertrauenserfordernisses des § 98 WpHG	197
E. Stellungnahme	197
F. Zusammenfassung	197

Elftes Kapitel

Die Problematik in Bezug auf § 97 WpHG	199
A. Der nach § 97 WpHG zu ersetzende Schaden	199
I. Historische Argumentation	200
II. Grammatikalische Argumentation	200
III. Systematische Argumentation	201
IV. Teleologische Argumentation	202
V. Verteilung des allgemeinen Marktrisikos	202
VI. Rechtsprechung	203
VII. Stellungnahme	203
B. Haftungsbegründende Kausalität	203
I. Konkretes Vertrauen als ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal	203
II. Bezugspunkt des Vertrauens	205
1. Vertrauen des Anlegers, dass es keine zu veröffentlichenden Insiderinfor- mationen gibt	205
a) In der Regel kein konkretes Vertrauen bei Nichtveröffentlichung	205
b) Ausnahmefälle in Bezug auf ein konkretes Vertrauen bei Nichtveröf- fentlichung	206
aa) Konkrete Gerüchte	206
bb) Nichtberichtigung von Ankündigungen	208
2. Vertrauen in den Zustand, wie er sich ohne eine Veröffentlichung darstellt	209
3. Stellungnahme	210
III. Der Ersatz des Kursdifferenzschadens nach § 97 WpHG	210
IV. Ersatz des Vertragsabschlussschadens	210
C. Beweislast und Beweiserleichterung	211
I. Beweislast	211
II. Beweiserleichterung	211
D. Anwendung der fraud on the market theory auf Schadensersatzansprüche nach § 97 WpHG	212
E. Zusammenfassung	213

Zwölftes Kapitel

Zusammenfassung der Ergebnisse	214
Literaturverzeichnis	219
Stichwortverzeichnis	234