

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	21
Einführung	29
A. Ziel der Arbeit	33
B. Gang der Arbeit	34
Erster Teil: Die ad hoc-Publizität und ihre zivilrechtliche Durchsetzung	37
A. Die Insiderinformation	38
I. Die Insiderinformation nach § 13 WpHG a.F.	38
1. Konkrete Information über Umstände	38
2. Nicht öffentlich bekannte Umstände	39
3. Emittenten- oder Insiderpapierbezug	40
4. Potentielle Kurserheblichkeit	41
II. Die Insiderinformation nach Art. 7 MAR	43
1. Präzise Information	44
2. Nicht öffentlich bekannte Information	45
3. Emittentenbezug oder Bezug zu Finanzinstrumenten	45
4. Potentielle Kurserheblichkeit	46
B. Die Veröffentlichungspflicht	46
I. Die Veröffentlichungspflicht nach § 15 WpHG a.F.	46
1. Unmittelbarer Emittentenbezug	47
2. Verbot der Veröffentlichung anderer Informationen	48
3. Unverzügliche Veröffentlichung	49
4. Selbstbefreiung	49
5. Art der Veröffentlichung	50
II. Die Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 MAR	50
1. Unmittelbarer Emittentenbezug	51
2. Verbot der Veröffentlichung anderer Informationen	51
3. Veröffentlichung »so bald wie möglich«	51
4. Selbstbefreiung	52
5. Art der Veröffentlichung	52
III. Weitergehende Veröffentlichungspflichten nach § 26 WpHG (2018)	52

C.	Die ad hoc-Publizität in der Rechtspraxis	53
I.	Die besondere haftungsrechtliche Situation beim Handel auf dem Sekundärmarkt	54
II.	Die Entwicklung eines Haftungssystems durch die Rechtsprechung	55
	1. Infomatec Integrated Information Systems AG	55
	2. EM.TV & Merchandising AG	66
	3. ComROAD AG	68
	4. IKB Deutsche Industriebank AG	76
III.	Auswertung	81
Zweiter Teil: Anspruchsgrundlagen und offene Fragen		84
A.	Mögliche Anspruchsgrundlagen bei Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht	84
I.	Der Schadensersatzanspruch des Anlegers nach § 826 BGB und § 826 BGB i.V.m. § 31 BGB	85
	1. Schädigende Handlung	85
	2. Sittenwidrigkeit	89
	3. Schädigungsvorsatz	91
	4. Schaden	94
	5. Haftungsbegründende Kausalität	94
	6. Verjährung	94
II.	Der Schadensersatzanspruch des Anlegers nach § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. einem Schutzgesetz	95
	1. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 15 WpHG a.F.	97
	2. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. Art. 17 MAR	97
	3. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 20a WpHG a.F.	99
	4. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. Art. 15 MAR	101
	5. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 331 Nr. 1 HGB	101
	6. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG	102
	7. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 264a StGB	103
	8. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 263 StGB	103
	9. Schaden	104
	10. Haftungsbegründende Kausalität	104
	11. Verjährung	104
III.	Der Schadensersatzanspruch des Anlegers nach §§ 37b und 37c WpHG a.F. i.V.m. § 15 WpHG a.F.	105
	1. Anspruchsverpflichtete	105
	2. Anspruchsberechtigte	106
	3. Pflichtwidriges Verhalten	107

a)	Nicht-Veröffentlichung oder nicht unverzügliche Veröffentlichung	108
b)	Veröffentlichung unwahrer Informationen	110
c)	Teilweises Unterlassen der Veröffentlichung	111
d)	Befreiung von der Veröffentlichungspflicht	113
4.	Schaden	114
5.	Haftungsbegründende Kausalität	114
6.	Verschulden	114
7.	Verjährung	115
IV.	Der spezialgesetzliche Schadensersatzanspruch des Anlegers nach der Marktmissbrauchsverordnung	115
B.	Verbesserungen und Verschlechterungen durch §§ 97, 98 WpHG s.F.	116
C.	Der ersetzbare Schaden	119
I.	Vertragsabschlussschaden	120
1.	Rechtsprechung	120
2.	Literatur	121
a)	§§ 97, 98 WpHG s.F.	122
aa)	Der Wortsinn	123
bb)	Die Intention des Gesetzgebers	126
cc)	Die systematische Bestimmung	130
dd)	Der Schutzzweck der Normen	132
ee)	Die Zuordnung des Marktrisikos	138
ff)	Analyse	140
b)	§ 826 BGB	141
II.	Kursdifferenzschaden	143
III.	Schadensausgleich und haftungsausfüllende Kausalität	144
1.	Im Falle des Vertragsabschlussschadens	144
2.	Im Falle des Kursdifferenzschadens	146
IV.	Ergebnis	148
D.	Die haftungsbegründende Kausalität	150
I.	Abschlusskausalität und Preiskausalität	151
II.	Der geforderte Kausalzusammenhang	152
1.	Rechtsprechung	152
2.	Literatur	154
III.	Der zu fordernde Kausalzusammenhang	156
E.	Der Beweis der Kausalität	158
I.	Beweislast, Beweismaß und Beweisprobleme bei der Abschlusskausalität und der Preiskausalität	159
1.	Beweislastverteilung	160
2.	Beweismaß	163
a.	Vollbeweis	163

b. Beweisführungserleichterungen	164
3. Analyse	164
a. Abschlusskausalität	166
b. Preiskausalität	167
II. Beweislastumkehr	168
III. Beweiserleichterungen	171
1. Anscheinsbeweis	171
a. Abschlusskausalität	173
b. Preiskausalität	174
2. Anlagestimmung	175
3. Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens	178
4. Zusammenfassung	180
F. Zwischenstand	182
Dritter Teil: Wirtschaftswissenschaftliche und -psychologische Legitimation von Beweiserleichterungen	184
A. Die Möglichkeit des Zugriffs auf wirtschaftswissenschaftliche und wirtschaftspsychologische Erkenntnisse durch den Richter	184
I. Rückgriff auf Erkenntnisse der Wirtschaftswissenschaften	185
II. Heranziehung wirtschaftswissenschaftlicher Erkenntnisse durch den Richter	188
B. Wirtschaftswissenschaftliche und wirtschaftspsychologische Prüfung der Beweiserleichterungen	193
I. Anscheinsbeweis (1): Abschlusskausalität	193
1. Rationales Anlageverhalten	194
a) Fundamentalanalyse	195
b) Chartanalyse	198
c) Berücksichtigung von ad hoc-Mitteilungen	202
2. Irrationales Anlageverhalten	202
3. Beschränkt rationales Anlageverhalten	203
a. Verfügbarkeitsheuristik (<i>Availability Bias</i>)	204
b. Verankerungsheuristik (<i>Anchoring</i>)	206
c. Selbstüberschätzung (<i>Overconfidence</i>)	207
d. Repräsentativitätsheuristik (<i>Representativeness Heuristic</i>)	208
e. Ambiguitätsaversion (<i>Ambiguity Aversion</i>)	209
f. Dissonanzaversion (<i>Conservatism</i>)	210
g. Besitztumseffekt (<i>Endowment Effect</i>) und Dispositionseffekt (<i>Disposition Effect</i>)	210
h. Verlustaversion (<i>Loss Aversion</i>)	211
i. Berücksichtigung von ad hoc-Mitteilungen	211

4.	Verarbeitungsflüssigkeit von Informationen	212
5.	Ergebnis	213
II.	Anscheinsbeweis (2): Preiskausalität	214
1.	Ereignisstudien zur Kapitalmarktreaktion auf ad hoc-Mitteilungen	215
2.	Ergebnis	218
III.	Anlagestimmung	218
1.	Anlagestimmung durch ad hoc-Mitteilung	219
2.	Anlageentscheidung und Anlagestimmung	220
a.	Herdenverhalten (<i>Herding</i>)	221
b.	Gründe für Anlageverhalten	223
c.	Analyse	225
3.	Ergebnis	225
IV.	Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens	226
C.	Ergebnis	227
I.	Mögliche Beweiserleichterungen	227
II.	Auswirkungen auf den Schadensersatzanspruch wegen Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht	229
Vierter Teil: Lösungsansätze des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts und eine mögliche Rezeption		230
A.	Überblick über das Wertpapierrecht (Securities Regulation)	231
B.	Anknüpfungspunkte der Haftung, Schaden und Vertrauen	232
I.	Sec 18(a) SEA und Sec. 10(b) SEA i.V.m Rule 10b-5	233
II.	Ersetzbarer Schaden	237
1.	<i>Out-of-Pocket Rule</i>	238
2.	<i>Benefit-of-the-Bargain Rule</i>	239
3.	<i>Rescission</i> und <i>Rescissory Damages</i>	241
4.	<i>Cover</i> und <i>Chasins Measure</i>	242
a.	<i>Cover Measure</i>	243
b.	<i>Chasins Measure</i>	244
5.	Schadenshöchstgrenze	246
6.	Ergebnis	248
III.	Anlegervertrauen (<i>Reliance</i>)	249
IV.	Zwischenergebnis	253
C.	Die Fraud-on-the-Market Theory in Deutschland	255
D.	Grundlage und Entwicklung der Fraud-on-the-Market Theory	256
I.	Wirtschaftswissenschaftliche Grundlage: Die Efficient-Capital-Market Hypothesis	257
II.	Die Entwicklung der Fraud-on-the-Market Theory	261

1.	Bundesgerichtliche Rechtsprechung bis Basic Inc. v. Levinson	262
2.	Basic Inc. v. Levinson	265
3.	Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.	268
III.	Analyse	272
IV.	Zwischenergebnis	277
E.	Wirtschaftswissenschaftliche und wirtschaftspsychologische Voraussetzungen der Fraud-on-the-Market Theory	277
I.	Das Vertrauen der Anleger in die Integrität der Marktpreise	278
1.	Vertrauen in die unmanipulierte Bildung der Marktpreise	279
2.	Fundamentalanalysten	279
3.	Chartanalysten	281
4.	Sonstige Anleger	282
5.	Zwischenergebnis	284
II.	Theoretische Annahmen zu der Integrität des Marktpreises	285
1.	Informationspflichten am deutschen Kapitalmarkt	286
2.	Informationsbeschaffung	292
a.	Universally Informed Trading	293
b.	Professionally Informed Trading	293
c.	Derivatively Informed Trading	294
d.	Uninformed Trading	296
e.	Anhaltspunkte gegen die Integrität des Marktpreises	297
3.	Nicht Fundamentalwert orientiertes Anlageverhalten	297
a.	Chartanalyse	298
b.	Noise Trader	298
c.	Algorithmic Trading	299
d.	Fondsorientiertes Verhalten	304
e.	Prinzipal-Agenten-Beziehung	305
f.	Heuristiken und Verarbeitungsflüssigkeit	305
4.	Ausgleich von nicht oder nicht vollständig Fundamentalwert orientiertem Anlageverhalten	306
a.	Aggregation	307
b.	Arbitrage	307
aa.	Risiken der Arbitrage	308
bb.	Leerverkäufe	309
cc.	Limited Arbitrage	311
5.	Zwischenergebnis	311
III.	Empirische Untersuchungen zur Integrität der Marktpreise	312
1.	Methodische Überprüfungsschwierigkeiten	313

a.	Problem der Joint-Hypothesis	313
b.	Problem des Data Snooping	316
c.	Prämisse für die weitere Betrachtung	317
2.	Trends	318
a.	Kurzfristige Trendverstärkungen	319
aa.	Filtertechnik	319
bb.	Momentum Strategie	322
cc.	Auswertung kurzfristiger Trends	324
b.	Langfristige Trendumkehrungen	325
c.	Erklärung für Anomalien	326
d.	Auswertung der kurzfristigen Trendverstärkung und der langfristigen Trendumkehrung	329
3.	Abhängigkeiten (<i>Random-Walk Theory</i> und schwache Kapitalmarkteffizienz)	330
4.	Kalendereffekte (<i>Seasonalities</i>)	333
5.	<i>Firm-Size</i> Effekt und sonstige Größeneffekte	336
6.	Indexeffekte	339
7.	Kursschwankungen und Spekulationsblasen (<i>Volatility</i> und <i>Speculative Bubbles</i>)	340
a.	Excess Volatility	341
b.	Spekulationsblasen (<i>Speculative Bubbles</i>)	344
8.	Einpreisung von Insiderinformationen	346
9.	Zwischenergebnis	348
IV.	Ergebnis	350
F.	Ergebnis	351
Fünfter Teil: Kostenaspekte		354
Ergebnis		357
A.	Thesen	362
B.	Folgen	363
Anhang		366
Literaturverzeichnis		369