

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 135

**Europäische Marktmissbrauchsverordnung
und Individualschutz**

Von

Jan-Sebastian Schütt



Duncker & Humblot · Berlin

JAN-SEBASTIAN SCHÜTT

Europäische Marktmissbrauchsverordnung
und Individualschutz

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

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

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

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 135

Europäische Marktmissbrauchsverordnung und Individualschutz

Von

Jan-Sebastian Schütt



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät
der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg hat diese Arbeit
im Jahre 2018 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
© 2019 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-15599-6 (Print)
ISBN 978-3-428-55599-4 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85599-5 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Dezember 2017 eingereicht und im Jahre 2018 von der Juristischen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Breisgau als Dissertation angenommen. Vereinzelt konnten auch nach der Einreichung erfolgte Gesetzesänderungen sowie später veröffentlichte Rechtsprechung und Literatur berücksichtigt werden.

Mein aufrichtiger Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Hanno Merkt, LL.M. (Univ. of Chicago), für die Betreuung der Dissertation und die zügige Korrektur meiner Arbeit sowie sämtliche wertvollen Hinweise und Anregungen.

Herrn Prof. Dr. Jan Lieder, LL.M. (Harvard), danke ich für eine zügige und weiterführende Zweitbegutachtung.

Meinem Doktorvater sowie Herrn Prof. Dr. Dr. h.c. Holger Fleischer, LL.M. (Univ. of Michigan), und Herrn Prof. Dr. Gerald Spindler danke ich für die Aufnahme in ihre Schriftenreihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“.

Euch, meinen lieben Eltern, widme ich diese Arbeit in Dankbarkeit für Eure stetige und bedingungslose Unterstützung und Förderung während meines gesamten bisherigen Lebensweges. Ohne Euch wäre die Entstehung dieser Arbeit nicht möglich gewesen.

Dir, liebe Franzi, danke ich dafür, dass Du mich während der Promotionszeit fortwährend ermutigt und umsorgt hast.

Schließlich danke ich allen Freunden, die mir tagtäglich in der Freiburger Universitätsbibliothek Gesellschaft geleistet und in unseren ritualisierten Pausen für die mitunter notwendige Ablenkung von der Arbeit gesorgt haben.

Frankfurt am Main, im Oktober 2018

Jan-Sebastian Schütt

Inhaltsübersicht

Einleitung	51
I. Untersuchungsgegenstand	51
II. Forschungsgrund und Praxisbezug	52
III. Gang der Untersuchung	52
<i>Kapitel 1</i>	
Individualschutz und „Schutzgesetz“	55
A. Zum Begriff des Individualschutzes	55
B. Zulässigkeit subjektiv-privater Rechte bei Verletzung der Vorschriften der MAR ...	55
I. Ermittlung des Gegenstandsbereichs und des Harmonisierungsgrades	56
II. Gegenstandsbereich und Harmonisierungsgrad des 5. Kapitels der MAR	57
C. Individualschutz und Zivilrecht	64
D. Individualschutz durch Unterlassungs-, Schadensersatz- und/oder Abschöpfungsansprüche im Marktmissbrauchsrecht?	64
I. Individualschutz nach der MAR und „Schutzgesetze“ i.S.v. § 823 II BGB ...	66
II. Bedeutungslosigkeit des § 823 I BGB im Marktmissbrauchsrecht	66
E. Zur Möglichkeit eines Schadensersatzes nach § 823 II BGB i.V.m. einer Norm einer europäischen Verordnung	67
I. Vorgehensweise	67
II. Zum Begriff des „Schutzgesetzes“	67
III. „Gesetz“ i.S.v. § 823 II BGB, Art. 2 EGBGB und europäische Verordnung ...	68
IV. Kompetenzprobleme bei vom Unionsgesetzgeber erlassener Bezugsnorm?	69

V. Zwischenergebnis	70
F. Die Rechtsprechungsformel zum „Schutzgesetz“	70
I. Einschub: Kapitalmarkthaftung als Haftung für reine Vermögensschäden	72
II. Teilweise Zustimmung der Literatur	72
III. Unbestimmtheit der Rechtsprechungsformel und Aspekt der Freiheitssicherung	72
IV. <i>Canaris</i> -Ansicht und Indizwirkung hoheitlicher Sanktionierung?	73
V. Subsidiaritätsthese des BGH und daran anknüpfende Ansicht von <i>Schlosser</i> ..	75
G. Kritik an der Formel der Rechtsprechung und der ihr zustimmenden Literatur	79
I. <i>Karollus</i> -Ansicht	80
II. <i>Spickhoff</i> -Ansicht	80
III. <i>Gehrt</i> -Ansicht	81
IV. <i>K. Schmidt</i> -Ansicht	81
V. Fazit	82
H. Spezifisch kapitalmarktrechtliche Erwägungen zur Schutzgesetzzeigenschaft	82
I. <i>Bachmanns</i> „mittlere Lösung“ in Bezug auf die deliktische Informationshaftung	83
II. <i>Hellgardt</i> -Ansicht	83
III. <i>Poelzig</i> -Ansicht – funktionale Auslegung des § 823 II BGB und Parallelität zum unionsrechtlichen Prinzip der „funktionalen Subjektivierung“	84
I. Berücksichtigung präventiver Aspekte bei der Gewährung von Schadensersatzansprüchen nach § 823 II BGB?	85
I. Ausdrückliche Ausführungen der Rechtsprechung und der Literatur	86
II. Berücksichtigung präventiver Aspekte in den Ausführungen der Literatur zur Schutzgesetzzeigenschaft von Vorschriften des Marktmissbrauchsrechts	87
III. Schlussfolgerungen aus §§ 97, 98 WpHG n.F. bzw. §§ 37b, 37c WpHG a.F. und dem KapMuG	88
IV. Vorteil der Berücksichtigung wertender Kriterien	90

J. Bestimmtheitsproblem? Zukunftsoffenheit und haftungsrechtliches Gesamtsystem . .	91
K. Zur Verneinung der Schutzgesetzzeigenschaft aufgrund der Zuordnung einer Vorschrift zum öffentlichen Recht	92
L. Schadensersatz als vom Schutzgesetz bezwecktes Mittel?	92
M. Berücksichtigung der subjektiven Anforderungen bei ordnungswidrigkeitenrechtlichen bzw. strafrechtlichen Sanktionen beim Verschuldensmaßstab nach § 823 II BGB?	93
I. Grundsätzliche Übertragung der subjektiven Voraussetzungen der hoheitlichen Sanktionen	95
II. Keine Übertragbarkeit der subjektiven Anforderungen an hoheitliche Sanktionen	96
III. Vermittelnde Ansicht nach <i>Spickhoff</i>	97
IV. Spezifische Anwendung dieser Ansicht auf die Vorschriften der MAR	97
V. Maßgebliche Bedeutung des Maßstabs der strafrechtlichen oder der ordnungswidrigkeitenrechtlichen Vorschriften?	98
N. Rechtsvergleichender Blick: Individualschutz und Schutzgesetz in Österreich	100
O. Zwischenergebnis	102

Kapitel 2

Ermittlung des Schutzzwecks eines „Gesetzes“ i.S.v. § 823 II 1 BGB	103
A. Ermittlung des Schutzzwecks einer Norm	103
B. Berufung auf Gesetzesmaterialien	103
I. Objektive Theorie	104
II. Subjektive Theorie	110
III. Keine Notwendigkeit eines Streitentscheids zwischen „subjektiver“ und „objektiver“ Auslegung im neuen Marktmissbrauchsrecht	110
C. Subjektive Auslegungstheorie, Wille des Unionsgesetzgebers und Wille bzw. Einflussnahme(möglichkeiten) des deutschen Gesetzgebers	111

D. § 26 III WpHG n.F. als Zeichen eines vom Gesetzgeber angenommenen Individualschutzes?	112
I. Die Gesetzgebungsgeschichte von § 15 III WpHG i. d. F. des 1. FiMaNoG	113
II. Historischer Hintergrund von § 15 VI 1 WpHG a.F.	114
III. Gesetzgeberische Anerkennung des Individualschutzzwecks von § 15 WpHG a.F. durch erstmalige Kodifizierung der §§ 37b, 37c WpHG?	118
IV. Schlussfolgerung für § 15 III WpHG i. d. F. des 1. FiMaNoG	119
E. Bedeutung von Art. 1 MAR	120
I. Klassifikation von Art. 1 MAR	120
II. Inhalt von Art. 1 MAR	121
III. Zusammenspiel von Art. 1 MAR und den Erwägungsgründen	126
IV. Zentrale Bedeutung der Auslegung des „Anlegerschutzes“ i.S.v. Art. 1 MAR .	130
V. Anlegervertrauen, Individualschutz und Schadensersatz	141
F. Zusammenfassung	145

Kapitel 3

Gebotenheit subjektiv-privater Rechte zur Durchsetzung der MAR	147
A. Funktionalisierung des Privatrechts durch das Unionsrecht	147
I. Antidiskriminierungsrichtlinien	147
II. AGB-Richtlinie 93/13/EWG	150
III. Enforcement-Richtlinie 2004/48/EG	150
IV. Die Entscheidungen „Francovich“ und „Brasserie du Pêcheur/Factortame“ ...	151
V. Schlussanträge des GA <i>Van Gerven</i> in der Rs. <i>Banks</i>	151
VI. <i>Courage</i> -Entscheidung	152
VII. <i>Manfredi</i> -Entscheidung	156
VIII. <i>Muñoz</i> -Entscheidung	157

IX. Die Folgerungen der Literatur	160
B. Übertragbarkeit der Muñoz-Rechtsprechung auf die MAR	161
I. Keine Untersuchung einer europarechtlichen Gebotenheit zivilrechtlicher Haftung unter Geltung der MAD	161
II. Herleitung: Ausgangspunkt Art. 4 III EUV	161
III. Einheitliche Rechtsgrundlage und unionale Tatbestandsmerkmale	167
IV. Voraussetzung der unmittelbaren Wirkung und Anwendbarkeit der unionsrechtlichen Norm	168
V. Beschränkung auf „grundlegende Bestimmungen“	176
VI. Schutzzweckerfordernis und funktionale Subjektivierung	177
VII. Kritik am Effektivitätsgrundsatz in der Ausprägung von Muñoz: Verletzung des Kompetenzverhältnisses von Union und Mitgliedstaaten	183
VIII. Kritik bezüglich der Kompetenzverteilung von Unionsverordnungsgeber und EuGH	191
IX. Kein Ausschluss des private enforcement durch die Whistleblower-Regelung in Art. 32 MAR	203
X. Kein Ausschluss des private enforcement auf Grund der Berichtspflicht in Art. 38 MAR	204
C. Schlussfolgerungen und Implikationen für die weitere Vorgehensweise	208
I. Feststellung der „Notwendigkeit“ und „Nützlichkeit“ zivilrechtlicher Normdurchsetzung	208
II. Vorlage an den EuGH	209

Kapitel 4

Prüfung der Effektivität der öffentlich-rechtlichen Durchsetzung des Marktmissbrauchsrechts in Deutschland 210

A. Funktion der „Sanktion“ nach MAR und CRIM-MAD	210
B. Steuerungswirkung rechtlicher Sanktionen	210
C. Das Modell des „homo oeconomicus“ bei natürlichen Personen	211

D. Die Diskussion um eine „Generalamnestie im Kapitalmarktrecht“ und das Bestehen einer Ahnungslücke durch das 1. FiMaNoG	212
I. Ahnungslücke in der Vergangenheit?	212
II. Andauernde Ahnungslücke im Hinblick auf Verstöße gegen Art. 19 MAR? ..	214
III. Implikationen der Diskussion für die vorliegende Untersuchung	215
E. Verwaltungsrechtliche bzw. ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionen	215
I. Unterscheidung zwischen verwaltungsrechtlichen „Maßnahmen“ und „Sanktionen“?	215
II. Zu sanktionierende Marktverhaltensnormen und sanktionelles Mindestinstrumentarium	216
III. Verwaltungssanktionen	216
IV. Die Durchsetzung der Sanktionen	255
F. Strafrechtliche Sanktionen	304
I. Einleitung	304
II. Sanktionen im Strafrecht als Kosten, Verhältnismäßigkeitsgrundsatz, kriminologische Erkenntnisse und rational choice	306
III. Keine Umsetzung der CRIM-MAD im Vereinigten Königreich und in Dänemark	311
IV. Vorgaben der CRIM-MAD	311
V. Umsetzung der europäischen Vorgaben durch das 1. FiMaNoG	312
VI. Zur Einführung eines Unternehmensstrafrechts	315
VII. Die Durchsetzung der Sanktionen	317
G. Zusammenfassende Bewertung der Effektivität der hoheitlichen Durchsetzung des Marktmissbrauchsrechts	344
H. Zum Aussagegehalt der Studien von <i>La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer</i> und <i>Jackson/Roe</i>	345

Kapitel 5

Unionsrechtliche Anforderungen an die zivilrechtliche Normdurchsetzung bei Verletzung des Marktmissbrauchsrechts 349

A. Unionsrechtliche Anforderungen an privatrechtliche Sanktionen 349

B. Notwendigkeit der Erhöhung der Sanktionierungswahrscheinlichkeit durch den Schadensersatzanspruch? 351

 I. *Klöhn*-Ansicht 351

 II. Ansicht von *Poelzig* 360

 III. Gründe für eine besondere Abschreckungswirkung von Follow-on-Klagen 361

C. Zwischenergebnis 363

Kapitel 6

Bestehen und Ausgestaltung der einzelnen Ansprüche 364

A. Die Rolle von § 826 BGB im Marktmissbrauchsrecht 364

B. Die Forderung der Literatur nach spezialgesetzlichen Haftungsnormen für das neue Marktmissbrauchsrecht 366

C. Unionsrechtliche Verpflichtung des deutschen Gesetzgebers zur Schaffung spezialgesetzlicher Haftungsnormen 366

D. Anwendung des allgemeinen Deliktsrechts de lege lata 367

E. Die zivilrechtliche Durchsetzung von Art. 17 MAR 368

 I. Rückblick: zur Schutzgesetzeigenschaft von § 15 WpHG a.F. 368

 II. Notwendigkeit der Prüfung der Schutzgesetzeigenschaft von Art. 17 MAR angesichts der Haftung nach §§ 97, 98 WpHG n.F.? 368

 III. Dogmatische Konstruktion einer unionsrechtlichen Verpflichtung zur Sanktionierung von Verstößen gegen Art. 17 MAR 386

 IV. Vereinbarkeit von §§ 97, 98 WpHG n.F. mit den Vorgaben des Europarechts . . 389

 V. Zusammenfassung 447

F. § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR bei Verstößen durch Emittenten bzw. deren Organe	448
I. „Überkommene Kategorien“ handels- und informationsgestützte Manipulation? 448	
II. Beibehaltung der Kategorie der informationsgestützten Marktmanipulation auch unter der MAR	450
III. Rückblick: Diskussion um Individualschutzzweck und Schutzgesetzzeigenschaft von § 20a I 1 WpHG a.F.	450
IV. Kein „droit constant“	451
V. Individualschutzzweck und Schutzgesetzqualität entsprechender europäischer Normen während der Geltung der MAD; Tendenzen bei Umsetzung der MAR. 451	
VI. Ablehnende Äußerungen zum Individualschutzzweck und der Schutzgesetzzeigenschaft von Art. 15, 12 I c) MAR von Teilen der Literatur ...	452
VII. Individualschutzzweck und Schutzgesetzzeigenschaft von Art. 15, 12 I c) MAR. 453	
VIII. Schutzrichtung des Individualschutzes von Art. 15, 12 I c) MAR	454
IX. Haftung für fehlerhafte Emittentenkommunikation nach c.i.c., §§ 280 I, 311 BGB?	455
X. Notwendigkeit einer Haftung nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR nach der IKB-Rechtsprechung?	455
XI. § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR als „kleine Lösung“ gegenüber einer umfassenden Generalklausel	457
XII. Unionsrechtliche Gebotenheit einer Haftung bei Verletzung von Art. 15, 12 I c) MAR	458
XIII. Verhältnis einer Marktmanipulationshaftung nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR zur Haftung für sonstige unionsrechtlich vorgegebene Publizitätspflichten	461
XIV. Die Ausgestaltung des Schadensersatzanspruchs § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR	462
XV. Zwischenergebnis	479

G. Zivilrechtliche Sanktionierung der informationsgestützten Marktmanipulation nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR bei Verstößen durch übrige Marktteilnehmer 479

 I. Verhältnis zum „Subsidiaritätsprinzip“ des EuGH 479

 II. Anspruchsberechtigte 479

 III. Anspruchsverpflichtete 481

 IV. „Pflichtverletzung“ 481

 V. Verschulden 483

 VI. Kausalität und Beweislast 487

 VII. Schadensberechnung 488

 VIII. Zusammenfassung 489

H. Schadensersatzanspruch wegen Verstoßes gegen das Verbot von Scalping nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 II d) MAR? 489

 I. Das Verbot des Scalping nach Art. 15, 12 II d) MAR 489

 II. Rückblick: zivilrechtliche Sanktionierung des Scalpings nach alter Rechtslage . 489

 III. Schutz der Dispositionsfreiheit; Anspruch nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR 490

 IV. Verschuldensmaßstab 490

 V. Schaden und Kausalität 491

 VI. Zwischenergebnis 492

I. Schadensersatzanspruch nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I a), b) MAR 492

 I. Rückblick: zur Schutzgesetzzeigenschaft von § 20a I 1 Nr. 2, 3 WpHG a.F. 492

 II. Abgrenzungsprobleme im alten Recht 493

 III. Überkommene Kategorien der handels- und informationsgestützten Marktmanipulation angesichts der Tatbestandsvarianten des Art. 12 I MAR? . . 493

 IV. Etwaige Abgrenzungsschwierigkeiten zur informationsgestützten Marktmanipulation nach Art. 12 I c) MAR 493

V. Individualschutzzweck und Schutzgesetzeigenschaft von Art. 15, 12 I a), b) MAR	495
VI. Gebotenheit einer zivilrechtlichen Haftung auf Grund des Äquivalenzprinzips?	496
VII. Ausgestaltung eines Schadensersatzanspruchs nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I a), b) MAR	496
VIII. Zusammenfassung	506
J. Kein Schadensersatzanspruch bei versuchtem Verstoß gegen Art. 15 MAR	507
K. Schadensersatzansprüche nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 19 MAR	507
I. Rückblick: Zum Individualschutzzweck und der Schutzgesetzeigenschaft von § 15a WpHG a.F.	507
II. Zur individualschützenden Wirkung von Art. 19 MAR	510
III. Individualschutzzweck und Schutzgesetzeigenschaft von Art. 19 MAR	514
IV. Europarechtliche Gebotenheit der Haftung auf Grund des Äquivalenzprinzips?	514
V. Ausgestaltung von Ansprüchen	516
VI. Zusammenfassung	538
L. Schadensersatzanspruch nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 14 a) MAR	539
I. Exklusivitätsverhältnis von Insiderhandelsverbot und Verbot der Marktmanipulation?	539
II. Geltungsgrund des Insiderhandelsverbots nach der MAR	540
III. Dogmatisches Konzept des Insiderhandelsverbots nach der MAR	541
IV. Rückblick: Die Diskussion um den Schutzzweck und die Schutzgesetzeigenschaft von § 14 I Nr. 1 WpHG a.F.	542
V. Äußerungen der Literatur zu Schutzzweck und Schutzgesetzeigenschaft von Art. 14 a) MAR	543
VI. Individualschutzzweck und Schutzgesetzeigenschaft von Art. 14 a) MAR	543
VII. Unionsrechtliche Gebotenheit einer Haftung?	544
VIII. Ausgestaltung eines Schadensersatzanspruchs nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 14 a) MAR	545

IX. Zusammenfassung	555
M. Zusammenfassung	555
Thesen	557
Literaturverzeichnis	561
Stichwortverzeichnis	590

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	51
I. Untersuchungsgegenstand	51
II. Forschungsgrund und Praxisbezug	52
III. Gang der Untersuchung	52

Kapitel 1

Individualschutz und „Schutzgesetz“ 55

A. Zum Begriff des Individualschutzes	55
B. Zulässigkeit subjektiv-privater Rechte bei Verletzung der Vorschriften der MAR ...	55
I. Ermittlung des Gegenstandsbereichs und des Harmonisierungsgrades	56
II. Gegenstandsbereich und Harmonisierungsgrad des 5. Kapitels der MAR	57
1. Ausschluss zivilrechtlicher Sanktionen?	58
2. Zivilrechtliche Sanktionierung außerhalb des Regelungsbereichs der Ver- ordnung	60
3. Zivilrechtliche Sanktionierung als zulässige Verschärfung nach Art. 30 III MAR?	63
4. Bedeutung der Empfehlung 2013/396/EU	64
5. Zwischenergebnis	64
C. Individualschutz und Zivilrecht	64
D. Individualschutz durch Unterlassungs-, Schadensersatz- und/oder Abschöpfungs- ansprüche im Marktmissbrauchsrecht?	64
I. Individualschutz nach der MAR und „Schutzgesetz“ i.S.v. § 823 II BGB ...	66
II. Bedeutungslosigkeit des § 823 I BGB im Marktmissbrauchsrecht	66
E. Zur Möglichkeit eines Schadensersatzes nach § 823 II BGB i.V.m. einer Norm einer europäischen Verordnung	67
I. Vorgehensweise	67
II. Zum Begriff des „Schutzgesetzes“	67
III. „Gesetz“ i.S.v. § 823 II BGB, Art. 2 EGBGB und europäische Verordnung ...	68
IV. Kompetenzprobleme bei vom Unionsgesetzgeber erlassener Bezugsnorm? ...	69
V. Zwischenergebnis	70

F. Die Rechtsprechungsformel zum „Schutzgesetz“	70
I. Einschub: Kapitalmarkthaftung als Haftung für reine Vermögensschäden	72
II. Teilweise Zustimmung der Literatur	72
III. Unbestimmtheit der Rechtsprechungsformel und Aspekt der Freiheitssicherung	72
IV. <i>Canaris</i> -Ansicht und Indizwirkung hoheitlicher Sanktionierung?	73
V. Subsidiaritätsthese des BGH und daran anknüpfende Ansicht von <i>Schlosser</i> ..	75
1. „Soziales Schutzbedürfnis“ und Kapitalmarkt	76
2. Fehlendes Schutzbedürfnis wegen möglicher „Versicherung“ durch Portfo- liodiversifikation?	77
3. Wertung des deutschen Gesetzgebers durch Schaffung von §§ 97, 98 WpHG n.F. bzw. §§ 37b, 37c WpHG a.F. und Ablehnung der Subsidiaritätsthese	78
4. Wertung des deutschen Gesetzgebers durch das reformierte KapMuG (2012) ..	78
G. Kritik an der Formel der Rechtsprechung und der ihr zustimmenden Literatur	79
I. <i>Karollus</i> -Ansicht	80
II. <i>Spickhoff</i> -Ansicht	80
III. <i>Gehrt</i> -Ansicht	81
IV. <i>K. Schmidt</i> -Ansicht	81
V. Fazit	82
H. Spezifisch kapitalmarktrechtliche Erwägungen zur Schutzgesetzzeigenschaft	82
I. <i>Bachmanns</i> „mittlere Lösung“ in Bezug auf die deliktische Informationshaftung ..	83
II. <i>Hellgardt</i> -Ansicht	83
III. <i>Poelzig</i> -Ansicht – funktionale Auslegung des § 823 II BGB und Parallelität zum unionsrechtlichen Prinzip der „funktionalen Subjektivierung“	84
I. Berücksichtigung präventiver Aspekte bei der Gewährung von Schadensersatz- ansprüchen nach § 823 II BGB?	85
I. Ausdrückliche Ausführungen der Rechtsprechung und der Literatur	86
II. Berücksichtigung präventiver Aspekte in den Ausführungen der Literatur zur Schutzgesetzzeigenschaft von Vorschriften des Marktmissbrauchsrechts	87
III. Schlussfolgerungen aus §§ 97, 98 WpHG n.F. bzw. §§ 37b, 37c WpHG a.F. und dem KapMuG	88
IV. Vorteil der Berücksichtigung wertender Kriterien	90
J. Bestimmtheitsproblem? Zukunftsoffenheit und haftungsrechtliches Gesamtsystem ..	91
K. Zur Verneinung der Schutzgesetzzeigenschaft aufgrund der Zuordnung einer Vorschrift zum öffentlichen Recht	92
L. Schadensersatz als vom Schutzgesetz bezwecktes Mittel?	92

M. Berücksichtigung der subjektiven Anforderungen bei ordnungswidrigkeitenrechtlichen bzw. strafrechtlichen Sanktionen beim Verschuldensmaßstab nach § 823 II BGB? 93

 I. Grundsätzliche Übertragung der subjektiven Voraussetzungen der hoheitlichen Sanktionen 95

 II. Keine Übertragbarkeit der subjektiven Anforderungen an hoheitliche Sanktionen 96

 III. Vermittelnde Ansicht nach *Spickhoff* 97

 IV. Spezifische Anwendung dieser Ansicht auf die Vorschriften der MAR 97

 V. Maßgebliche Bedeutung des Maßstabs der strafrechtlichen oder der ordnungswidrigkeitenrechtlichen Vorschriften? 98

 1. Abstellen auf subjektive Seite der strafrechtlichen Vorschriften 99

 2. Abstellen auf subjektive Seite der ordnungswidrigkeitenrechtlichen Vorschriften 99

 3. Zwischenergebnis 100

N. Rechtsvergleichender Blick: Individualschutz und Schutzgesetz in Österreich 100

O. Zwischenergebnis 102

Kapitel 2

Ermittlung des Schutzzwecks eines „Gesetzes“ i.S.v. § 823 II 1 BGB 103

A. Ermittlung des Schutzzwecks einer Norm 103

B. Berufung auf Gesetzesmaterialien 103

 I. Objektive Theorie 104

 1. Die These *Hopts* von der Untrennbarkeit von Funktions- und Individualschutz 106

 2. Kritik an der objektiven Theorie – insbesondere im Zusammenhang mit § 15 WpHG a.F. 108

 3. Rückblick: Keine Auswirkung der These *Hopts* auf die Auslegung von § 15 WpHG i. d. F. 2. FMFG 109

 II. Subjektive Theorie 110

 III. Keine Notwendigkeit eines Streitentscheids zwischen „subjektiver“ und „objektiver“ Auslegung im neuen Marktmissbrauchsrecht 110

C. Subjektive Auslegungstheorie, Wille des Unionsgesetzgebers und Wille bzw. Einflussnahme(möglichkeiten) des deutschen Gesetzgebers 111

D. § 26 III WpHG n.F. als Zeichen eines vom Gesetzgeber angenommenen Individualschutzes? 112

 I. Die Gesetzgebungsgeschichte von § 15 III WpHG i. d. F. des 1. FiMaNoG 113

II. Historischer Hintergrund von § 15 VI 1 WpHG a.F.	114
III. Gesetzgeberische Anerkennung des Individualschutzzwecks von § 15 WpHG a.F. durch erstmalige Kodifizierung der §§ 37b, 37c WpHG?	118
IV. Schlussfolgerung für § 15 III WpHG i. d. F. des 1. FiMaNoG	119
E. Bedeutung von Art. 1 MAR	120
I. Klassifikation von Art. 1 MAR	120
II. Inhalt von Art. 1 MAR	121
1. Die „Integrität des Finanzmarktes“, die „Funktionsfähigkeit des Marktes“, das „Vertrauen der Anleger in die Märkte“ und der „institutionelle Anleger- schutz“	121
2. Die Bedeutung des „Anlegerschutzes“ i.S.v. Art. 1 MAR	123
3. Exkurs: Kein eigenständiges Anlegerleitbild der MAR	124
4. Die „Stärkung“ des Anlegerschutzes	125
III. Zusammenspiel von Art. 1 MAR und den Erwägungsgründen	126
1. Exkurs: Berücksichtigung der Erwägungsgründe bei der Auslegung	127
2. Die Bedeutung der „Gesetzgebungsmaterialien“ im Unionsrecht	127
3. „Historische Auslegung“ durch Erwägungsgründe?	129
IV. Zentrale Bedeutung der Auslegung des „Anlegerschutzes“ i.S.v. Art. 1 MAR	130
1. Wortlaut	130
2. Historie – Gemeinsamkeiten und Unterschiede der Schutzzwecke von MAR und MAD	132
a) Schutzzwecke der MAD	132
b) Schutzzwecke der MAR	133
3. Systematische Stellung	134
a) Keine vergleichbare Vorschrift in der MAD	134
b) Zur Zieldichotomie „Anleger- und Funktionenschutz“ in jüngeren kapi- talmarktrechtlichen Rechtsakten der Union	134
c) Keine Erwähnung des Anlegerschutzziels in den Erw.-Gr. (1) bis (6) MAR	135
d) Exponierte Stellung als Art. 1 MAR	135
4. Kodifikation der <i>Hopt'schen</i> These in Art. 1 MAR als Reaktion auf die Fi- nanzmarktkrise?	136
5. Folgerungen aus der <i>Hopt'schen</i> These für die Frage nach der „Schutzge- setzeigenschaft“	137
6. Exkurs: Die Schutzobjekt-Diskussion im Kartelldeliktsrecht	139
V. Anlegervertrauen, Individualschutz und Schadensersatz	141
1. Exkurs: Zusammenhang von fehlendem Vertrauen am Sekundärmarkt und Marktversagen	141
2. Anlegervertrauen und Kompensation durch Schadensersatz	142
3. Anlegervertrauen und Schadensersatz – Erfahrungen in Deutschland seit Zusammenbruch des „Neuen Marktes“	144

4. Anlegervertrauen und die Notwendigkeit effektiver Sanktionierung von Rechtsverstößen	144
F. Zusammenfassung	145

Kapitel 3

Gebotenheit subjektiv-privater Rechte zur Durchsetzung der MAR	147
A. Funktionalisierung des Privatrechts durch das Unionsrecht	147
I. Antidiskriminierungsrichtlinien	147
II. AGB-Richtlinie 93/13/EWG	150
III. Enforcement-Richtlinie 2004/48/EG	150
IV. Die Entscheidungen „Francovich“ und „Brasserie du Pêcheur/Factortame“	151
V. Schlussanträge des GA <i>Van Gerven</i> in der Rs. <i>Banks</i>	151
VI. Courage-Entscheidung	152
1. Exkurs: Paradigmenwechsel im europäischen Kartellrecht	153
2. Zivilrechtliche Sanktionierung und Francovich-Entscheidung	154
3. Kritik an der Courage-Entscheidung	156
VII. Manfredi-Entscheidung	156
VIII. Muñoz-Entscheidung	157
IX. Die Folgerungen der Literatur	160
B. Übertragbarkeit der Muñoz-Rechtsprechung auf die MAR	161
I. Keine Untersuchung einer europarechtlichen Gebotenheit zivilrechtlicher Haf- tung unter Geltung der MAD	161
II. Herleitung: Ausgangspunkt Art. 4 III EUV	161
1. Herleitung	161
2. Effektivitätsgrundsatz und Normvollzug nach der dualistischen Theorie der Normsetzung und Normdurchsetzung	162
a) Allgemeine Entwicklung des Effektivitätsgrundsatzes vom „Vereite- lungsgebot“ zum Gebot „praktischer Wirksamkeit“	164
b) Beibehaltung des dualistischen Systems bei der MAR?	166
3. Der Unterschied zwischen „Effektivität“ und „Effizienz“	166
III. Einheitliche Rechtsgrundlage und unionale Tatbestandsmerkmale	167
IV. Voraussetzung der unmittelbaren Wirkung und Anwendbarkeit der unions- rechtlichen Norm	168
1. Harmonisierungsgrad	169
2. Hinreichende Klarheit der durch die MAR erfolgten „Rahmengesetzge- bung“?	171
a) Grad der Detaillierung der MAR im Vergleich zur MAD	171
aa) Zu Art. 7 MAR	172

bb) Zu Art. 15 MAR	172
cc) Zu Art. 19 MAR	172
dd) Zu Art. 14, 13 MAR	172
ee) Zwischenergebnis	172
b) Level 2 und 3 – Maßnahmen	173
aa) Zu Art. 17 MAR	173
bb) Zu Art. 15 MAR	174
cc) Zu Art. 19 MAR	174
dd) Zu Art. 14 MAR	175
3. Ergebnis zur unmittelbaren Anwendbarkeit der MAR	175
V. Beschränkung auf „grundlegende Bestimmungen“	176
VI. Schutzzweckerfordernis und funktionale Subjektivierung	177
1. Schutzzweckerfordernis nach der Schutznormtheorie	177
2. Allgemeiner Normvollziehungsanspruch	178
3. Funktionale Subjektivierung	179
a) Sachliche Kriterien	180
b) Persönliche Kriterien	181
4. Ausnahmen nach <i>Hellgardt</i>	182
5. Zwischenergebnis	182
VII. Kritik am Effektivitätsgrundsatz in der Ausprägung von Muñoz: Verletzung des Kompetenzverhältnisses von Union und Mitgliedstaaten	183
1. Forderung eines hohen Effektivitäts-Niveaus bei der Durchsetzung der MAR durch den Unionsgesetzgeber	185
2. Keine kompetenziellen Bedenken im Fall der MAR	188
3. Zwischenergebnis	190
VIII. Kritik bezüglich der Kompetenzverteilung von Unionsverordnungsgeber und EuGH	191
1. Implizite Verneinung von Friktionen bei <i>Poelzig</i> ?	191
2. Bejahung von Friktionen bei <i>Schmolke</i>	191
3. Vertiefte Auseinandersetzung mit den Argumenten <i>Schmolkes</i>	192
a) Kritik am Prinzip der funktionalen Subjektivierung	192
b) Keine Gebotenheit zivilrechtlicher Haftung wegen detaillierter Vorgaben zur hoheitlichen Sanktionierung nach MAR und CRIM-MAD?	195
aa) Ausgangspunkt: Effektivitätsgebot und Normenhierarchie-Argument	195
bb) Konkretisierung des Effektivitätsgebots durch die Sanktionen von MAR und CRIM-MAD?	197
cc) Stellungnahme	197

- c) Eigene Auffassung: „Restriktive Auslegung“ der Muñoz-Rechtsprechung – Gebotenheit zivilrechtlicher Haftung nur bei andernfalls drohendem Sanktionsdefizit 197
 - aa) Deutung der EuGH-Rechtsprechung als grundsätzliches Bekenntnis zur Notwendigkeit zivilrechtlicher Normdurchsetzung nach *Franck* 198
 - bb) Deutung der EuGH-Rechtsprechung als Zustimmung zu den Ausführungen des GA *Geelhoed* 199
 - (1) Berücksichtigung empirischer Erkenntnisse durch den EuGH? 201
 - (2) Der Diskussionsstand in England 202
 - cc) Zusammenfassung 203
- 4. Zusammenfassung 203
- IX. Kein Ausschluss des private enforcement durch die Whistleblower-Regelung in Art. 32 MAR 203
- X. Kein Ausschluss des private enforcement auf Grund der Berichtspflicht in Art. 38 MAR 204
- C. Schlussfolgerungen und Implikationen für die weitere Vorgehensweise 208
 - I. Feststellung der „Notwendigkeit“ und „Nützlichkeit“ zivilrechtlicher Normdurchsetzung 208
 - II. Vorlage an den EuGH 209

Kapitel 4

Prüfung der Effektivität der öffentlich-rechtlichen Durchsetzung des Marktmissbrauchsrechts in Deutschland 210

- A. Funktion der „Sanktion“ nach MAR und CRIM-MAD 210
- B. Steuerungswirkung rechtlicher Sanktionen 210
- C. Das Modell des „homo oeconomicus“ bei natürlichen Personen 211
- D. Die Diskussion um eine „Generalamnestie im Kapitalmarktrecht“ und das Bestehen einer Ahnungslücke durch das 1. FiMaNoG 212
 - I. Ahnungslücke in der Vergangenheit? 212
 - II. Andauernde Ahnungslücke im Hinblick auf Verstöße gegen Art. 19 MAR? 214
 - III. Implikationen der Diskussion für die vorliegende Untersuchung 215
- E. Verwaltungsrechtliche bzw. ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionen 215
 - I. Unterscheidung zwischen verwaltungsrechtlichen „Maßnahmen“ und „Sanktionen“? 215
 - II. Zu sanktionierende Marktverhaltensnormen und sanktionelles Mindestinstrumentarium 216

III. Verwaltungssanktionen	216
1. Anordnung zur Einstellung des rechtswidrigen Verhaltens, § 6 VI WpHG n.F.; Art. 30 II a) MAR	216
2. Öffentliche (Ver-)Warnung, § 6 IX WpHG n.F.; Art. 30 II c) MAR	217
3. Entzug der Zulassung einer Wertpapierfirma; § 35 II Nr. 7 KWG; Art. 30 II d) MAR	217
4. Verbot der Wahrnehmung von Führungsaufgaben; vorübergehende Unter- sagung der Ausübung der Berufstätigkeit für ein beaufsichtigtes Unterneh- men, § 6 VIII WpHG n.F., § 36a I KWG; Art. 30 II e, f MAR	217
5. Untersagung des Abschlusses von Eigengeschäften, § 6 VII WpHG n.F.; Art. 30 II g) MAR	218
6. Abschöpfung wirtschaftlicher Vorteile, Art. 30 II b) MAR	219
a) Keine Abschöpfungsmöglichkeit nach der alten Rechtslage	220
b) Abschöpfungsmöglichkeit nach dem 1. FiMaNoG und der MAR?	221
7. Finanzielle Sanktion, die mindestens den dreifachen Vorteil abschöpft, § 120 XIII 3 WpHG n.F./Art. 30 II h) MAR	221
8. Bußgeld	223
a) Allgemein	223
b) Exkurs: Bußgelder, Schadensersatzansprüche und Individualschutz	223
aa) Abstimmung von Bußgeld und Schadensersatz; „Verwendungs- zweck“ verhängter Geldbußen	223
bb) Vorüberlegung: Kompensation und Anlegerschutz	225
cc) Ahndungs- und Abschöpfungsfunktion des Bußgeldes im neuen Recht?	225
dd) Berücksichtigung von Schadensersatzzahlungen beim Ahndungsteil der Geldbuße	228
ee) Möglichkeiten der BaFin de lege lata, geschädigte Anleger „hoheit- lich“ zu kompensieren	229
ff) Erforderlichkeit einer gesetzberischen Kodifikation?	231
c) Bußgelder gegen natürliche Personen	231
d) Bußgelder gegen juristische Personen	231
aa) Überobligatorische Umsetzung der Vorgaben aus Art. 30 II j) i), ii) MAR durch den deutschen Gesetzgeber?	232
bb) Übertragbarkeit des „homo oeconomicus“ auf Unternehmen? – Bußgelder und juristische Personen	234
(1) Einflussmöglichkeiten der Aktionäre auf die Corporate Governance im deutschen Aktienrecht	235
(a) Hinreichende Einwirkungsmöglichkeiten der Aktionäre	235
(b) Unzureichende Einflussmöglichkeiten der Aktionäre	235
(c) Stellungnahme	236
(2) Die Bedeutung der Aktionärsstruktur für die Präventionswirkung	236
(3) Rückbezug zum Unionsrecht	237

(4) Einflussnahmemöglichkeiten der Gesellschafter anderer Gesellschaftsformen	237
(a) Personengesellschaften und GmbH	238
(b) Die SE	238
cc) Rechtsökonomischer Vorteil eines Bußgeldregresses beim Vorstand	239
(1) Grundsätzliche Ablehnung des Bußgeldregresses	240
(a) Rechtsvergleichender Blick	241
(b) Verlust der Steuerungswirkung?	242
(c) Unteransicht: Nur bereichsspezifisches Regressverbot	242
(d) Unteransicht: Flexible Handhabung nach ARAG/Garmenbeck	242
(e) Rechtsprechung: LAG Düsseldorf und BAG	242
(f) Unteransicht: Differenzierung nach dem Zweck der Geldbuße	243
(g) Notwendigkeit einer Ablehnung des Bußgeldregresses im Hinblick auf den „ne bis in idem“-Grundsatz?	244
(2) Grundsätzliche Ersatzfähigkeit	245
(a) Differenzierung zwischen Abschöpfungs- und Ahndungsteil?	245
(b) Unteransicht: volle Regressfähigkeit (des Ahndungsteils)	247
(aa) Relativierung durch ARAG/Garmenbeck	248
(bb) Haftungsbegrenzung de lege ferenda?	249
(c) Unteransicht: Nur eingeschränkte Regressfähigkeit (des Ahndungsteils) von Bußgeldern	249
(d) Konnex von Unternehmensgeldbußen, Kooperation, Individualbußgeldern und Haftungsregress	249
(3) Kritische Würdigung de lege lata	250
dd) Schlussfolgerungen für die durch Unternehmensgeldbußen vermittelte Abschreckungswirkung	251
9. Veröffentlichung von Entscheidungen, Art. 34 MAR/§ 125 WpHG n.F.	251
IV. Die Durchsetzung der Sanktionen	255
1. Institutionelle Rahmenbedingungen	256
a) Personelle und finanzielle Ressourcen der BaFin	256
b) Statistiken	257
c) Finanzierung der BaFin	258
d) Einschätzungen der Ressourcenlage in der Literatur	258
e) Rechtsvergleichende Studien	259
f) Personalprobleme der BaFin?	260
g) Empirische Studien zur Aufsichtsintensität	261
h) Unzureichende Verfolgungsintensität der BaFin speziell bei Verstößen gegen § 15a WpHG a.F.?	262

2. Ermittlungstätigkeit	263
a) Problem der Informationsbeschaffung	263
b) Zeugen	264
c) Sachliche Beweismittel	264
d) Der Regelungsauftrag in Art. 23 II, III MAR und seine deutsche Umsetzung	264
e) Zugriffsbefugnisse auf die Aufzeichnung von Telefongesprächen und Datenverkehr – Kein vollständiger Autonomieverlust	265
f) Whistleblowing	266
g) Das Fehlen einer Kronzeugenregelung im europäischen Marktmissbrauchs- und im deutschen Ordnungswidrigkeitenrecht	268
h) Erhöhtes Verteidigungspotenzial der Täter	269
i) Opportunitätsprinzip	269
3. Der Einfluss von § 4 IV FinDAG auf die Normdurchsetzung	269
a) Historischer Hintergrund der Norm	269
b) Wirkungen des § 4 IV FinDAG	270
c) Vereinbarkeit des § 4 IV FinDAG mit höherrangigem Recht	271
d) Minderung der Abschreckungswirkung durch § 4 IV FinDAG?	272
e) Rückschlüsse von § 4 IV FinDAG auf zivilrechtlichen Drittschutz?	273
4. Bußgeldbemessung	273
a) Bußgeldbemessung: Kappungs- oder Obergrenze?	275
b) Weiterhin zurückhaltende Bußgeldbemessung der BaFin?	276
c) Bußgeldminderung/-ausschluss durch Compliance?	276
d) Zu geringe Mindestgeldbuße?	277
e) Fehlen einer ausdrücklichen Kompetenz der BaFin zum Vergleich über die Bußgeldhöhe	277
f) „Vergleichsmöglichkeit“ der BaFin über die Bußgeldhöhe in praxi	279
g) Wechselwirkungen von „Vergleich“, naming and shaming und zivilrechtlicher Haftung	280
5. Rechtsschutzsystem und lange Verfahrensdauer	281
6. Tatbestandsspezifische Beweisprobleme	282
a) Teilweise weitergehender subjektiver Tatbestand bei den Verwaltungs-sanktionen im RefE des 1. FiMaNoG	283
b) „Handelsgestützte Marktmanipulation“ und „handlungsgestützte Marktmanipulation“, § 120 XV Nr. 2 WpHG n.F. i.V.m. Art. 15, 12 I a) und	
b) MAR und subjektive Tatbestandsmerkmale	283
aa) Ungeschriebenes Absichtserfordernis bei Art. 12 I a) und b) MAR? 285	
(1) Besonderes subjektives Element neben Tatbestandsausschluss 286	
(2) Erfassung aller zulässigen Geschäfte durch Tatbestandsaus-schlüsse nach Art. 13 MAR	288

(3) Stellungnahme	288
(a) Implizites Vorsatzerfordernis bei Art. 12 I b) MAR?	288
(b) Plausibilität der Argumentation mit Erw.-Gr. (23) CRIM-MAD	289
(c) Bedeutung von Art. 12 III, V MAR, Anhang I MAR i.V.m. Anhang II der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 2016/522	289
(d) Bedeutungslosigkeit der Sanktionierung „leichtfertiger“ Verstöße nach § 120 XV Nr. 2 WpHG n.F. i.V.m. Art. 15, 12 I a) und b) MAR	290
bb) „Beweislastumkehr“ bei Art. 15, 12 I a) MAR?	291
(1) Beweislastumkehr im alten Recht?	291
(2) „Beweislastumkehr“ im neuen Recht?	291
7. Feststellbarkeit eines Sanktionsdefizits?	293
a) Zur Messbarkeit der Wirkung von Sanktionen	293
aa) Die theoretische Größe der Effektivitätsquote	293
bb) Alternative Methoden der Messbarkeit der Effektivität?	294
cc) Unmöglichkeit „vollständig effektiven Rechts“	295
dd) Evaluationen der ESMA	296
b) Heranziehung von Statistiken zur Messbarkeit der Effektivität?	296
aa) Äußerungen der Kommission hinsichtlich der Messbarkeit der Effektivität	297
bb) Heranziehung von Statistiken durch GA bzw. EuGH?	297
c) Statistiken	298
aa) Marktmanipulation	299
(1) Statistik Deutschland	299
(2) Statistik Frankreich	299
(3) Statistik Italien	299
(4) Statistik Großbritannien	300
(5) Statistik Griechenland	300
(6) Statistik Österreich	300
bb) Insiderhandel	300
(1) Statistik Deutschland	300
(2) Statistik Frankreich	301
(3) Statistik Italien	301
(4) Statistik Großbritannien	301
(5) Statistik Griechenland	302
(6) Statistik Österreich	302
cc) Directors’ Dealings – Statistik Deutschland	302
dd) Implikation der Statistiken	304
8. Folgerungen zur Effektivität der Durchsetzung des Marktmissbrauchsrechts durch das Verwaltungs- und Ordnungswidrigkeitenrecht	304

F. Strafrechtliche Sanktionen	304
I. Einleitung	304
II. Sanktionen im Strafrecht als Kosten, Verhältnismäßigkeitsgrundsatz, kriminologische Erkenntnisse und rational choice	306
1. Strafrechtliche Sanktionen als Kosten eines Normverstoßes	306
2. Verhältnismäßigkeitsgrundsatz als „Grenze der Kostenerhöhung“	306
3. Erhöhte Abschreckungswirkung des Strafrahmens von § 119 WpHG n.F. gegenüber den Mindestanforderungen der CRIM-MAD bzw. der alten deutschen Rechtslage?	307
4. „Rational choice“ bei Kapitalmarktdelikten?	309
5. Schwache positive Generalprävention durch § 119 WpHG n.F.?	311
III. Keine Umsetzung der CRIM-MAD im Vereinigten Königreich und in Dänemark	311
IV. Vorgaben der CRIM-MAD	311
V. Umsetzung der europäischen Vorgaben durch das 1. FiMaNoG	312
1. Zulässigkeit der Geldstrafe nach § 119 WpHG n.F.?	312
2. Zur Frage der Zulässigkeit der Abwälzung von Geldstrafen und -bußen natürlicher Personen	313
VI. Zur Einführung eines Unternehmensstrafrechts	315
1. Rechtsökonomische Erwägungen	316
2. Erhöhte Abschreckung durch effektive Durchsetzung?	316
VII. Die Durchsetzung der Sanktionen	317
1. Institutionelle Rahmenbedingungen	318
a) Allgemein	318
b) Zuständigkeit der jeweiligen StA	322
c) Zuständigkeit der Gerichte; Reformvorschläge	325
2. Strafzumessungsregeln, (negative) Generalprävention und Schuldprinzip	326
3. Kurze Verjährungsfrist bei informationsgestützter Marktmanipulation und Scalping als Pressedelikt	327
4. Enge Kronzeugenregelung § 46b StGB	328
5. Fehlen einer strafprozessualen Kompetenz zur Telekommunikationsüberwachung	331
6. Beschränkter Einsatz verdeckter Ermittler	331
7. Lange Verfahrensdauer	332
8. Tatbestandsspezifische Beweisprobleme	333
a) Das „Einwirkungserfordernis“ bei § 119 I WpHG n.F.	333
aa) Europarechtliche Determination des „Einwirkungserfordernisses“?	333
bb) Nachweisprobleme bzgl. der Preiseinwirkung	334
b) Zum „Einwirkungserfordernis“ beim Straftatbestand des Scalping, § 119 I WpHG n.F. i.V.m. Art. 15, 12 II d) MAR	338

- c) Hinweis auf tatbestandsspezifische Beweisprobleme bei der strafrechtlichen Bekämpfung von Insiderhandel 339
- 9. Statistiken 339
 - a) Insiderstraftaten 339
 - aa) Statistik Deutschland 339
 - bb) Statistik Mitgliedstaaten der Europäischen Union 341
 - b) Marktmanipulation 341
 - aa) Statistik Deutschland 341
 - bb) Statistik Mitgliedstaaten der Europäischen Union 343
 - cc) Implikationen der Statistiken 343
- 10. Folgerungen zur Effektivität der Durchsetzung des Marktmissbrauchsrechts durch das Strafrecht 343
- G. Zusammenfassende Bewertung der Effektivität der hoheitlichen Durchsetzung des Marktmissbrauchsrechts 344
- H. Zum Aussagegehalt der Studien von *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer* und *Jackson/Roe* 345

Kapitel 5

Unionsrechtliche Anforderungen an die zivilrechtliche Normdurchsetzung bei Verletzung des Marktmissbrauchsrechts 349

- A. Unionsrechtliche Anforderungen an privatrechtliche Sanktionen 349
- B. Notwendigkeit der Erhöhung der Sanktionierungswahrscheinlichkeit durch den Schadensersatzanspruch? 351
 - I. *Klöhn*-Ansicht 351
 - 1. Informationsgestützte Marktmanipulation 352
 - 2. Rechtsökonomisches Modell der Arbeitsteilung? – Zugang zu hoheitlich ermittelten Informationen 354
 - 3. Fehlerhafte Ad-hoc-Publizität 354
 - 4. Unterlassene Ad-hoc-Publizität 354
 - 5. Übrige Fälle informationsgestützter Marktmanipulation 354
 - 6. Handelsgestützte Marktmanipulation 355
 - 7. Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot 356
 - 8. Managers’ transactions 357
 - 9. Kritik an der Differenzierung *Klöhns* 357
 - a) Überbetonung des Effizienzgedankens 357
 - b) Exkurs: zur Berücksichtigung des Effizienzziels bei zivilrechtlichen Sanktionen 358
 - c) Zur Auflösung eines Konflikts zwischen Effektivität und Effizienz ... 359

d) Aufdeckung von Normverstößen und Trittbrettfahrerproblem	359
II. Ansicht von <i>Poelzig</i>	360
III. Gründe für eine besondere Abschreckungswirkung von Follow-on-Klagen	361
1. Erhöhung der Gesamtbelastung des Täters	361
2. Geringere Kalkulierbarkeit der Höhe der Belastung	361
3. Rückkopplung zum Whistleblowing?	362
4. Besondere Abschreckungswirkung von Zivilklagen	362
5. Verhaltenssteuerung durch drohenden Binnenhaftungsanspruch bei Haftungsschaden des Emittenten unabhängig von der Frage nach der Regressfähigkeit von Unternehmensgeldbußen	363
C. Zwischenergebnis	363

Kapitel 6

Bestehen und Ausgestaltung der einzelnen Ansprüche	364
A. Die Rolle von § 826 BGB im Marktmissbrauchsrecht	364
B. Die Forderung der Literatur nach spezialgesetzlichen Haftungsnormen für das neue Marktmissbrauchsrecht	366
C. Unionsrechtliche Verpflichtung des deutschen Gesetzgebers zur Schaffung spezialgesetzlicher Haftungsnormen	366
D. Anwendung des allgemeinen Deliktsrechts de lege lata	367
E. Die zivilrechtliche Durchsetzung von Art. 17 MAR	368
I. Rückblick: zur Schutzgesetzzeigenschaft von § 15 WpHG a.F.	368
II. Notwendigkeit der Prüfung der Schutzgesetzzeigenschaft von Art. 17 MAR angesichts der Haftung nach §§ 97, 98 WpHG n.F.?	368
1. „Historischer Streit“ über die Frage des Verhältnisses von § 823 II BGB i.V.m. Art. 17 MAR zu §§ 37b, 37c WpHG a.F. vor dem 1. FiMaNoG	369
2. Individualschutzzweck des Art. 17 MAR	370
3. Bedeutung von § 26 III WpHG n.F.	372
4. „Dauerbrenner-Argument“ gegen die Schutzgesetzzeigenschaft kapitalmarktrechtlicher Vorschriften: Kodifikation von §§ 37b, 37c WpHG a.F.	373
5. §§ 97, 98 WpHG n.F. als größtenteils deklaratorische Ausformung von § 823 II BGB i.V.m. Art. 17 MAR	373
a) Ausdrückliche Entscheidung zum „Ob“ der Haftung durch den Gesetzgeber – implizite Bejahung des Individualschutzes und der „Schutzgesetzzeigenschaft“ des Art. 17 MAR	373
b) Streit um die Rechtsnatur der §§ 97, 98 WpHG n.F.	375

- c) Absatz 1 – Transaktionserfordernis und Emittentenhaftung 376
 - aa) Konstitutiver Ausschluss der Schadensersatzberechtigung von Anlegern, die mit von Dritten begebenen Derivaten handeln, die das Finanzinstrument des pflichtwidrig handelnden Emittenten als Basiswert nutzen? 377
 - bb) Konstitutiver Ausschluss der Schadensersatzberechtigung sog. „in-and-out-trader“ durch §§ 97, 98 WpHG n.F.? 378
 - cc) Konstitutive Beschränkung der Haftung auf „Inlandsemittenten“ durch das 1. FiMaNoG? Deklaratorische Bedeutung seit dem 2. FiMaNoG 378
- d) Absatz 2 – Verschuldensmaßstab und Beweislastumkehr 380
- e) Absatz 3 – Die Einordnung des Anspruchsausschlusses 381
 - aa) Vertragsabschlussschaden 382
 - bb) Differenzschaden 382
 - cc) Fazit 384
- f) Absatz 4 a.F. 384
- g) Absatz 4 n.F. 385
- h) Absatz 5 n.F. 385
- i) Zusammenfassung 386
- 6. Zusammenfassung 386
- III. Dogmatische Konstruktion einer unionsrechtlichen Verpflichtung zur Sanktionierung von Verstößen gegen Art. 17 MAR 386
 - 1. Begründung über den Äquivalenzgrundsatz 386
 - 2. Begründung über den Effektivitätsgrundsatz i. e. S. 389
 - 3. Zusammenfassung 389
- IV. Vereinbarkeit von §§ 97, 98 WpHG n.F. mit den Vorgaben des Europarechts 389
 - 1. Beschränkung der Haftung nach §§ 37b I, 37c I WpHG i.d.F. des 1. FiMaNoG auf „Inlandsemittenten“; Haftungserweiterung durch §§ 97 I, 98 I WpHG n.F. 389
 - 2. Anspruchsberechtigte 390
 - a) Äquivalenzprinzip 390
 - b) Effektivitätsprinzip 391
 - aa) Beschränkung des Kreises der Anspruchsberechtigten auf den Kreis der Informationshändler? 391
 - bb) Notwendigkeit der Erweiterung des Kreises der Anspruchsberechtigten? 392
 - cc) Bedeutungslosigkeit des Schutzzwecks nach dem Unionsrecht 393
 - dd) Schaden und Anspruchsberechtigung sog. in-and-out-trader? 393
 - ee) Schaden und Anspruchsberechtigung transaktionswilliger, aber untätiger Anleger? 395
 - (1) Haltende Altaktionäre 395
 - (2) Untätige „Neuanleger“ 396

(3) Fazit	397
ff) Die „Birnbau Rule“ im deutschen Recht unter dem Gesichtspunkt der „Effektivität“ und der „Verhältnismäßigkeit“ der Haftung	397
(1) Beschränkung der Klageanzahl	397
(2) (Gesteigertes) Problem missbräuchlicher Klagen?	397
gg) Anspruchsberechtigung mittelbar Geschädigter	400
hh) Meinungsstand in der Literatur und Ergebnis	401
3. Anspruchsverpflichtete	402
a) Äquivalenzprinzip?	402
aa) Grundsatz der Emittentenhaftung	402
bb) Ausnahmefall der Organhaftung	402
cc) Bestehen einer Organaußenhaftung bei Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht de lege lata?	403
(1) Außenhaftung des Vorstands de lege lata über § 830 I 1, II BGB? 403	
(2) Außenhaftung des Vorstands de lege lata über §§ 97, 98 WpHG n.F. analog?	404
(3) Außenhaftung des Vorstands de lege lata über § 826 BGB	404
(4) Organaußenhaftung nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 17 MAR? ..	404
(a) Bejahende Ansicht	405
(b) Differenzierende Ansicht	405
(c) Ablehnende Ansicht	406
(d) Implikation des alten Streitstandes für die Frage nach einer Organaußenhaftung nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 17 MAR	407
b) Effektivitätsgrundsatz	407
aa) Im Grundsatz unveränderte Diskussion um den Haftungsadressaten	408
bb) Zusammenhang der Emittentenhaftung, der effektiven Durchsetzung der Binnenhaftung und der Verhaltenssteuerung	408
cc) Überlegungen zu einer Haftungsausgestaltung	408
(1) Reine Emittentenhaftung	408
(a) Allgemein	408
(b) Ökonomische Argumente	409
(aa) Bedeutung des Verhältnisses zu den aktienrechtlichen Kapitalerhaltungsvorschriften	410
(bb) Vermeidung einer „unverhältnismäßigen“ Haftung i.S.d. Effektivitätsgrundsatzes durch die Möglichkeit des Klageverzichts	411
(2) Europarechtliche Gebotenheit einer weiten Organaußenhaftung? 412	
(a) Besondere Abschreckungswirkung der Organaußenhaftung	412
(b) Bedenken hinsichtlich einer besonderen Abschreckungswirkung	412
(c) Risiko missbräuchlicher Organklagen	413

- (3) Grundsätzliche Vereinbarkeit des Binnenhaftungskonzepts mit dem Effektivitätsgrundsatz 413
- (4) Durchsetzung und Abschreckungswirkung des Binnenhaftungsanspruchs nach § 93 II AktG 414
 - (a) Die ARAG/Garmenbeck-Entscheidung des BGH 414
 - (b) Neuere Entwicklungstendenzen im Zusammenhang mit der ARAG/Garmenbeck-Rechtsprechung 416
 - (aa) Weitere Verengung der Spielräume des Aufsichtsrates? 417
 - (bb) Erweiterung der Spielräume des Aufsichtsrates? 418
 - (cc) Perpetuierung der ARAG/Garmenbeck-Rechtsprechung; Einfluss der MAR? 419
 - (c) Die Aktionärsklage nach § 147 AktG 420
 - (d) Resignation in der Wissenschaft 422
 - (e) Schwierigkeiten bei der Messung der Abschreckungswirkung; Aktuelles Meinungsbild 422
 - (f) Die Diskussion um die weitere Effektivierung der Durchsetzung der Binnenhaftung 423
- dd) Meinungen in der Literatur zur Frage des Haftungsadressaten – Pro Organaußenhaftung 423
- ee) Meinungen in der Literatur zur Frage des Haftungsadressaten – Contra Organaußenhaftung 424
- ff) Schlussbetrachtung und Einschätzung der Effektivität 425
- gg) Europarechtlich gebotene Außenhaftung in Fällen vorsätzlicher, eigenennütziger Verstöße? 425
 - (1) Äquivalenzgrundsatz 426
 - (2) Effektivitätsgrundsatz 426
 - (3) Konstruktion einer Organaußenhaftung für vorsätzliche, eigenennützig Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht: § 826 BGB oder § 823 II BGB i.V.m. Art. 17 MAR i.V.m. § 9 I Nr. 1 OWiG? 427
- hh) Schlussbetrachtung 428
- 4. Beweislast bzgl. der Pflichtverletzung 429
 - a) Der Status quo 429
 - b) Äquivalenzgrundsatz 430
 - c) Effektivitätsgrundsatz 430
 - d) Fazit 431
- 5. Verschulden; Beweislastumkehr 431
 - a) Äquivalenzprinzip 431
 - b) Effektivitätsgrundsatz 432
 - aa) Gebotenheit einer auf Vorsatz beschränkten Haftung? 433
 - bb) Gebotenheit einer auf einfache Fahrlässigkeit erweiterten Haftung? 433
 - cc) Ökonomische Bestimmung des optimalen Verschuldensmaßstabs 434

c) Beweislastumkehr	435
aa) Äquivalenzgrundsatz	435
bb) Effektivitätsgrundsatz	435
6. Kausalität und Schaden	436
a) Die Lage vor der IKB-Rechtsprechung	436
b) Die IKB-Rechtsprechung des BGH	437
c) Art. 17 MAR sowie Erw.-Gr. (49) MAR – Seitenblick auf die Individu- alschutzrichtung des Art. 15 MAR	438
d) Beibehaltung der Ersatzfähigkeit von Kursdifferenz- und Vertragsab- schlussschaden nach „IKB“	439
e) (Transaktions-)Kausalität und Äquivalenzgrundsatz	439
f) Kausalität und Effektivitätsgrundsatz	439
7. Schadensberechnung	440
a) Meinungen in der Literatur	440
b) Äquivalenzprinzip	441
c) Effektivitätsgrundsatz	441
aa) Vertragsabschlussschaden aus Präventionsgründen?	441
bb) Ökonomische Bedenken im Hinblick auf das Wahlrecht	442
cc) Überlegung: Geltendmachung des Vertragsabschlussschadens nur durch Informationshändler?	443
dd) Die Aussagen des EuGH in der Rs. Hirmann	444
ee) Modifikationen des Vertragsabschlussschadens nach der Literatur	444
ff) Stellungnahme	445
8. Verjährungsfrist	445
a) Äquivalenzgrundsatz	445
b) Effektivitätsgrundsatz	446
c) Fazit	447
V. Zusammenfassung	447
F. § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR bei Verstößen durch Emittenten bzw. deren Organe	448
I. „Überkommene Kategorien“ handels- und informationsgestützte Manipulation?	448
II. Beibehaltung der Kategorie der informationsgestützten Marktmanipulation auch unter der MAR	450
III. Rückblick: Diskussion um Individualschutzzweck und Schutzgesetzzeigenschaft von § 20a I 1 WpHG a.F.	450
IV. Kein „droit constant“	451
V. Individualschutzzweck und Schutzgesetzqualität entsprechender europäischer Normen während der Geltung der MAD; Tendenzen bei Umsetzung der MAR	451
VI. Ablehnende Äußerungen zum Individualschutzzweck und der Schutzgesetzzei- genschaft von Art. 15, 12 I c) MAR von Teilen der Literatur	452
VII. Individualschutzzweck und Schutzgesetzzeigenschaft von Art. 15, 12 I c) MAR	453

VIII. Schutzrichtung des Individualschutzes von Art. 15, 12 I c) MAR 454

IX. Haftung für fehlerhafte Emittentenkommunikation nach c.i.c., §§ 280 I, 311 BGB? 455

X. Notwendigkeit einer Haftung nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR nach der IKB-Rechtsprechung? 455

XI. § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR als „kleine Lösung“ gegenüber einer umfassenden Generalklausel 457

XII. Unionsrechtliche Gebotenheit einer Haftung bei Verletzung von Art. 15, 12 I c) MAR 458

 1. Äquivalenzgrundsatz 458

 a) Vergleichsmaßstab nach *Schmolke* 458

 b) Vergleichsmaßstab nach *Hellgardt* 458

 c) Vergleichsmaßstab nach *Poelzig* 458

 aa) Vergleichbarkeit von Ad-hoc-Mitteilungen und übrigen Kapitalmarktinformationen, die den Tatbestand des Art. 15, 12 I c) MAR erfüllen? 459

 bb) Argumente für eine Vergleichbarkeit 459

 cc) Argumente gegen eine Vergleichbarkeit 460

 dd) Fazit 460

 2. Effektivitätsgrundsatz 461

XIII. Verhältnis einer Marktmanipulationshaftung nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR zur Haftung für sonstige unionsrechtlich vorgegebene Publizitätspflichten 461

XIV. Die Ausgestaltung des Schadensersatzanspruchs § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR 462

 1. Anspruchsberechtigte 462

 a) Literaturstimmen zu § 823 II BGB i.V.m. § 20a I 1 Nr. 1 WpHG a.F. ... 462

 b) Literaturstimmen zu § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR 462

 c) Äquivalenz- und Effektivitätsgrundsatz 462

 d) Fazit 463

 2. Anspruchsverpflichtete 463

 a) „Jedermann delikt“ 463

 b) Literaturstimmen zum Kreis der Anspruchsverpflichteten bei § 823 II BGB i.V.m. § 20a I 1 Nr. 1 WpHG a.F. 463

 c) Gebotenheit einer Emittentenhaftung nach dem Äquivalenzgrundsatz 464

 aa) Petitem *Poelzigs* einer reinen Emittentenhaftung de lege lata 464

 bb) Stimmigkeit einer reinen Emittentenhaftung nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR und §§ 97, 98 WpHG n.F. 465

 cc) Emittentenhaftung über § 31 BGB?; Streit um die Bedeutung von § 31 BGB 465

 (1) Restriktive Ansicht: Stets kumulative Haftung 466

(2) Herrschende Ansicht: Grundsätzlich kumulative Haftung, jedoch auch eigenständige Verbandshaftung	466
(a) Drittschutzwirkung nur bei Art. 15, 12 I c) MAR i.V.m. Art. 12 IV MAR?	467
(b) Sekundärmarktinformationshaftung als Haftung wegen eines Verstoßes gegen kapitalmarktrechtliche Verhaltenspflichten	467
(3) Jüngere Ansicht: Grundsätzliche Verbandshaftung	469
dd) Beschränkung der Haftung auf Inlandsemittenten in Übereinstimmung zu § 37c WpHG i.d.F. des 1. FiMaNoG?	469
ee) Organaußenhaftung bei vorsätzlichen, eigennützigen Verstößen gegen Art. 15, 12 I c) MAR	469
ff) Stimmigkeit des Verhältnisses von § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR und §§ 97, 98 WpHG n.F.	470
3. „Pflichtverletzung“ bei § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR	470
4. Verschulden	471
a) Vorgaben nach Art. 12 I c) MAR	471
b) Bußgeldbewehrung nach § 120 XV Nr. 2 WpHG n.F. erst ab Leichtfertigkeit	472
c) Implikationen für den Maßstab der zivilrechtlichen Haftung	472
aa) Maßgeblichkeit der im Schutzgesetz geforderten Schuldform?	473
bb) Maßgeblichkeit der Schuldform der Sanktionsnorm § 120 XV Nr. 2 WpHG n.F.; Einfluss des Äquivalenzgrundsatzes?	473
cc) Der Einfluss des Effektivitätsgrundsatzes; „Unverhältnismäßigkeit“ einer Haftung ab einfacher Fahrlässigkeit?	473
(1) Notwendigkeit eines milderer Haftungsmaßstabs bei Verstößen gegen Art. 15, 12 I c) MAR als bei §§ 97, 98 WpHG n.F.?	474
(2) OLG Stuttgart: Orientierung am Haftungsmaßstab für Ad-hoc-Mitteilungen	474
(3) Fazit: Haftungsmaßstab der einfachen Fahrlässigkeit bei Art. 15, 12 I c) MAR	475
d) Abstimmung von § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR mit §§ 97, 98 WpHG n.F.	475
e) Wichtige Rolle der Gerichte	476
f) Beweislastumkehr?	476
g) Keine übermäßige Haftungsdrohung gegenüber den Organen des Emittenten	477
5. Kausalität, Beweislast und ersatzfähiger Schaden	477
6. Verjährung	478
a) Äquivalenzgrundsatz	478
b) Effektivitätsgrundsatz	478
XV. Zwischenergebnis	479

G. Zivilrechtliche Sanktionierung der informationsgestützten Marktmanipulation nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR bei Verstößen durch übrige Marktteilnehmer	479
I. Verhältnis zum „Subsidiaritätsprinzip“ des EuGH	479
II. Anspruchsberechtigte	479
1. Die Vergleichbarkeit von Fehlinformationen durch Emittenten und übrige Marktteilnehmer nach dem Äquivalenzgrundsatz	480
2. Effektivitätsgrundsatz	480
III. Anspruchsverpflichtete	481
IV. „Pflichtverletzung“	481
1. „Pflichtverletzung“ durch allgemeine Berichterstattung	481
2. „Pflichtverletzung“ durch Anlageempfehlung – „Fehlerhafte“ Anlageempfehlung, Art. 20 I MAR	482
3. „Pflichtverletzung“ durch Anlageempfehlung – Verstoß gegen Offenlegungspflicht, Art. 20 I MAR a.E.	483
V. Verschulden	483
1. Keine Auswirkungen des Journalistenprivilegs nach Art. 21 MAR	483
2. Äquivalenzgrundsatz: Heranziehbarkeit des Haftungsmaßstabs der Rating-VO?	484
a) Vergleichbarkeit der Funktion von Finanzanalysten, Finanzjournalisten und Ratingagenturen	484
b) Vergleichbarkeit im Hinblick auf Pflichtenprogramm	485
c) Zwingende Vorgabe des Art. 12 I c) MAR	485
3. Effektivitätsgrundsatz	486
4. Fazit	486
VI. Kausalität und Beweislast	487
1. Äquivalenzgrundsatz	487
2. Besondere Bedeutung des Vertragsabschlusschadens bei fehlerhafter Kapitalmarktcommunication durch „übrige Marktteilnehmer“	487
a) Grundsätzliche Geltendmachung des Vertragsabschlusschadens	487
b) Geringe Bedeutung des Kursdifferenzschadens	487
VII. Schadensberechnung	488
1. Probleme bei Berechnung des Kursdifferenzschadens	488
2. Vertragsabschlusschaden	488
VIII. Zusammenfassung	489
H. Schadensersatzanspruch wegen Verstoßes gegen das Verbot von Scalping nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 II d) MAR?	489
I. Das Verbot des Scalping nach Art. 15, 12 II d) MAR	489
II. Rückblick: zivilrechtliche Sanktionierung des Scalpings nach alter Rechtslage	489
III. Schutz der Dispositionsfreiheit; Anspruch nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I c) MAR	490

IV. Verschuldensmaßstab	490
V. Schaden und Kausalität	491
1. Äquivalenzgrundsatz	491
2. Effektivitätsgrundsatz	492
VI. Zwischenergebnis	492
I. Schadensersatzanspruch nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I a), b) MAR	492
I. Rückblick: zur Schutzgesetzzeigenschaft von § 20a I 1 Nr. 2, 3 WpHG a.F.	492
II. Abgrenzungsprobleme im alten Recht	493
III. Überkommene Kategorien der handels- und informationsgestützten Marktmanipulation angesichts der Tatbestandsvarianten des Art. 12 I MAR?	493
IV. Etwaige Abgrenzungsschwierigkeiten zur informationsgestützten Marktmanipulation nach Art. 12 I c) MAR	493
1. Verhältnis von Art. 12 I c) zu Art. 12 I a) MAR	494
2. Verhältnis von Art. 12 I c) zu Art. 12 I b) MAR	494
3. Verhältnis von Art. 12 I a) zu Art. 12 I b) MAR	495
V. Individualschutzzweck und Schutzgesetzzeigenschaft von Art. 15, 12 I a), b) MAR	495
VI. Gebotenheit einer zivilrechtlichen Haftung auf Grund des Äquivalenzprinzips?	496
VII. Ausgestaltung eines Schadensersatzanspruchs nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I a), b) MAR	496
1. Anspruchsberechtigte	496
2. Anspruchsverpflichtete	496
3. „Pflichtverletzung“; Beweisprobleme der Geschädigten; Beweislastumkehr nach Art. 12 I a) MAR	497
a) Aktuelle Reformdiskussionen zur Vermeidung von Beweisproblemen	497
aa) Bindung des Zivilrichters an strafrechtliche Entscheidung?	497
bb) Vor- und Nachteile einer diskutierten Bindungswirkung entsprechend § 33 IV GWB und Art. 9 RiL 2014/104/EU; Mittelweg einer Vermutung	498
cc) Belebung des Adhäsionsverfahrens?	500
b) Beweislastumkehr bei Art. 12 I a) MAR	502
aa) Beweislastumkehr und „zulässige Marktpraxis“	502
(1) Eine Ansicht: Zulässigkeit nachträglicher Anerkennung	502
(2) Andere Ansicht: Unzulässigkeit nachträglicher Anerkennung ..	503
(3) Fazit; Rückwirkungen auf einen Anspruch nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 15, 12 I a) MAR	504
bb) Beweislastumkehr und „legitime Gründe“	504
c) Tatbestandsausschließende Wirkung der „Safe harbor“-Regelungen von Art. 5 MAR	505
4. Verschulden	505
5. Kausalität und Schaden	506

VIII. Zusammenfassung 506

J. Kein Schadensersatzanspruch bei versuchtem Verstoß gegen Art. 15 MAR 507

K. Schadensersatzansprüche nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 19 MAR 507

 I. Rückblick: Zum Individualschutzzweck und der Schutzgesetzeigenschaft von § 15a WpHG a.F. 507

 II. Zur individualschützenden Wirkung von Art. 19 MAR 510

 1. Die systematische Nähe zu Art. 17 MAR 510

 2. Die systematische Nähe zu §§ 33 ff. WpHG n.F. (§§ 21 ff. WpHG a.F.) ... 510

 3. Die verschiedenen Zwecke der Mitteilungspflicht von Eigengeschäften von Führungskräften 511

 a) Zwecke von § 15a WpHG a.F. 511

 b) Zwecke von Art. 19 MAR 512

 c) Bedeutung der Ausweitung der meldepflichtigen Tatbestände 512

 III. Individualschutzzweck und Schutzgesetzeigenschaft von Art. 19 MAR 514

 IV. Europarechtliche Gebotenheit der Haftung auf Grund des Äquivalenzprinzips? 514

 1. Stellungnahmen der Literatur 515

 2. Kursrelevanz von Mitteilungen nach Art. 17 MAR 515

 3. Probleme bei Ermittlung der Kursrelevanz von Mitteilungen nach Art. 19 MAR 516

 4. Aussagen der MAR 516

 V. Ausgestaltung von Ansprüchen 516

 1. Ausgestaltung des Anspruchs nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 19 I MAR ... 516

 a) Differenzierung nach Art. 19 I MAR und Art. 19 III MAR 516

 b) Anspruchsberechtigte 517

 aa) Entsprechende Anwendung der §§ 97, 98 WpHG nach *Hellgardt*? 517

 bb) Praktische Schwierigkeiten nach *Hellgardts* Ansicht 518

 cc) Eigener Ansatz: Am Individualschutzzweck des Schutzes der Dispositionsfreiheit orientierte Anspruchsberechtigung 519

 dd) Vereinbarkeit der weiten Anspruchsberechtigung mit dem Effektivitätsgrundsatz? 520

 c) Anspruchsverpflichtete 520

 aa) Widerspruch zwischen einer persönlichen Haftung der Führungsperson nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 19 MAR und einer Emittentenhaftung nach §§ 97, 98 WpHG? 521

 bb) Eingeschränkter Anwendungsbereich der Haftung nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 19 MAR? 523

 cc) Emittentenhaftung nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 19 I MAR i.V.m. § 31 BGB? 523

 dd) Haftung einer „eng verbundenen Personen“ i.S.v. Art. 19 I, 3 I Nr. 26 MAR? 523

d) Pflichtverletzung	525
aa) Haftungsbegründende Verstöße nur bei Erwerb eines Wertpapiers	525
bb) Differenzierung anhand des pflichtenbegründenden Tatbestands?	525
cc) Mögliche Pflichtverletzungen	525
e) Verschulden	526
aa) Besonderheiten bei „eng verbundenen“ Personen?	528
bb) Beweislastumkehr?	528
f) Kausalität	528
aa) Anknüpfung bereits an einen einzelnen Verstoß gegen die Meldepflicht	528
(1) Unterlassene bzw. verspätete Mitteilungen	528
(2) Fehlerhafte Mitteilungen	529
bb) Beweisprobleme?	529
cc) Keine Beweiserleichterungen	530
g) „Vertragsabschlussinteresse“	530
aa) „Unverhältnismäßigkeit“ i.S.d. Effektivitätsgrundsatzes?	531
bb) Ungünstige Steuerungswirkung i.S.e. Verringerung der Markteffizienz bei Ersatz des Vertragsabschlussinteresses?	532
cc) Modifikation des „Vertragsabschlussinteresses“ auf Grund des Effektivitätsgrundsatzes?	534
2. Schadensersatzanspruch nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 19 III MAR	535
a) Schutzgesetzzeigenschaft von Art. 19 III MAR?	535
b) Anspruchsberechtigte	536
c) Anspruchsverpflichtete	536
d) „Pflichtverletzung“	536
e) Verschulden	538
f) Kausalität und Schaden	538
VI. Zusammenfassung	538
L. Schadensersatzanspruch nach § 823 II BGB i.V.m. Art. 14 a) MAR	539
I. Exklusivitätsverhältnis von Insiderhandelsverbot und Verbot der Marktmanipulation?	539
II. Geltungsgrund des Insiderhandelsverbots nach der MAR	540
III. Dogmatisches Konzept des Insiderhandelsverbots nach der MAR	541
IV. Rückblick: Die Diskussion um den Schutzzweck und die Schutzgesetzzeigenschaft von § 14 I Nr. 1 WpHG a.F.	542
V. Äußerungen der Literatur zu Schutzzweck und Schutzgesetzzeigenschaft von Art. 14 a) MAR	543
VI. Individualschutzzweck und Schutzgesetzzeigenschaft von Art. 14 a) MAR	543
VII. Unionsrechtliche Gebotenheit einer Haftung?	544
1. Äquivalenzgrundsatz	544

2. Effektivitätsgrundsatz	544
VIII. Ausgestaltung eines Schadensersatzanspruchs nach § 823 II BGB i.V.m.	
Art. 14 a) MAR	545
1. Anspruchsberechtigte	545
a) Schädigung des Vertragspartners des Insiders	545
aa) Keine Differenzierung zwischen den verschiedenen Marktteilnehmern	545
(1) Bejahung des Schadens	546
(2) Kausale Schädigung des Marktpartners des Insiders?	546
(a) Maßgeblichkeit des Kausalitätsverständnisses des deutschen Rechts	546
(b) E.A.: Ablehnung eines kausalen Schadens auf Grund des hypothetischen Kausalverlaufs; Höhere Wahrscheinlichkeit illiquider Märkte durch erweiterten Anwendungsbereich von Art. 14 a) MAR?	547
(c) A.A.: Unbeachtlichkeit der Reserveursache – Bejahung eines kausalen Schadens	548
(3) Widersprüchlichkeit der Gewährung eines Schadensersatzanspruchs	548
bb) Differenzierung zwischen Informationshändlern und übrigen Marktteilnehmern	549
cc) Zum Vorliegen eines Schaden bei Differenzierung zwischen den einzelnen Marktteilnehmern	549
(1) Schädigung der Informationshändler	549
(2) Keine Schädigung der übrigen Marktteilnehmer	550
(3) Zwischenergebnis	550
(4) Weitergehender Ansatz von <i>Beneke/Thelen</i> ; Kritik	550
b) Schädigung aller Anleger bzw. Informationshändler; der Marktgegenseite („contemporaneous trader“)?	551
c) Schädigung durch allgemeine Marktbewegung?	552
aa) Keine Differenzierung zwischen den verschiedenen Marktteilnehmern	552
(1) Schäden der Anleger mit limitierter Order auf der Marktgegenseite des Anlegers	552
(2) Schäden der Anleger mit limitierter Order auf der Marktseite des Anlegers	553
(3) Schäden der Anleger durch Verringerung des Gewinns wegen Kursveränderung	553
(4) Erfassung dieser Schäden vom Schutzzweck des Insiderhandelsverbots?	553
bb) Differenzierung zwischen Informationshändlern und übrigen Marktteilnehmern	553
d) Zwischenergebnis	554

2. Ablehnung eines Schadensersatzanspruches wegen Verletzung von Art. 14 a) MAR de lege lata aus Wertungsgründen	554
IX. Zusammenfassung	555
M. Zusammenfassung	555
Thesen	557
Literaturverzeichnis	561
Stichwortverzeichnis	590

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	anderer Ansicht
ABGB	Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch (Österreich)
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a.E.	am Ende
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte(r) Fassung
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft; Amtsgericht
AktG	Aktiengesetz
Anh.	Anhang
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
AO	Abgabenordnung
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebsberater
BDSG	Bundesdatenschutzgesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen, Amtliche Sammlung
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen, Amtliche Sammlung
BKartA	Bundeskartellamt
BKR	Bank- und Kapitalmarktrecht
BörseG	österreichisches Börsegesetz
BörsG	Börsengesetz
BR-Drucks.	Bundesrats-Drucksache
bspw.	beispielsweise
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CESR	Committee of European Securities Regulators
c.i.c.	culpa in contrahendo
C.L.J.	Cambridge Law Journal
CML Rev	Common Market Law Review
CRIM-MAD	Directive on criminal sanctions for market abuse – Marktmissbrauchssanktionsrichtlinie

DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAV	Deutscher Anwaltverein
DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
ders.	derselbe
d. h.	das heißt
dies.	dieselbe
DJT	Deutscher Juristentag
D&O	Directors & Officers
DStR	Deutsches Steuerrecht
DVBl.	Deutsches Verwaltungsblatt
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
EG	Europäische Gemeinschaft(en)
EGMR	Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
E.L. Rev	European Law Review
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
endg.	endgültige Fassung (Teil des Aktenzeichens Europäische Dokumente)
ERPL	European Review of Private Law
Erw.-Gr.	Erwägungsgrund
et al.	et alii
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
f.	folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	fortfolgende
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GA	Generalanwalt; Goldammer's Archiv für Strafrecht
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GRUR Int	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht internationaler Teil
GS	Gedächtnisschrift
GVG	Gerichtsverfassungsgesetz
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkung
h.A.	herrschende Ansicht
HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber

hrsg.	herausgegeben
i. d. F.	in der Fassung
i. d. R.	in der Regel
i.E.	im Ergebnis
InsO	Insolvenzordnung
i.S.d.	im Sinne der/des
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
J. Fin. Econ.	Journal of financial economics
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KapInHaG(-E)	(Diskussionsentwurf eines) Gesetz(es) zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz)
KapMuG	Kapitalanlegermusterverfahrensgesetz
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KK	Kölner Kommentar; Karlsruher Kommentar
KOM	Europäische Kommission
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LG	Landgericht
MAD	Market Abuse Directive – Marktmissbrauchsrichtlinie
MaKonV	Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation
MAR	Market Abuse Regulation – Marktmissbrauchsverordnung
m.a.W.	mit anderen Worten
MiFID (II)	Markets in Financial Instruments Directive (II)
MJ	Maastricht Journal of European and Comparative Law
MschrKrim	Monatsschrift für Kriminologie und Strafrechtsreform
MTF	Multilateral Trading Facility
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	NJW-Rechtsprechungs-Report Zivilrecht
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
OTF	Organised Trading Facility
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
Phi	Haftpflicht International
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RegE	Regierungsentwurf
RG	Reichsgericht
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RiL	Richtlinie
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache (EuGH)
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Seite

s.	siehe
s.a.	siehe auch
SE	Societas Europaea
SEA	Securities Exchange Act
SEC	Securities and Exchange Commission
s. o.	siehe oben
sog.	sogenannt(e/en/er/es)
SOX	Sarbanes-Oxley Act
StA	Staatsanwaltschaft
StGB	Strafgesetzbuch
StPO	Strafprozessordnung
str.	strittig
s. u.	siehe unten
u. a.	und andere/unter anderem
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
USA	United States of America
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
v.	versus/vom/von
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
VermAnlG	Gesetz über Vermögensanlagen
VersR	Versicherungsrecht
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
wistra	Zeitschrift für Wirtschaft, Steuer, Strafrecht
WM	Wertpapiermitteilungen
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bank- und Börsenrecht
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZStW	Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht
ZZPInt	Zeitschrift für Zivilprozeß International

Darüber hinaus wird auf *Kirchner/Böttcher*, Das Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 8. Auflage, Berlin u. a. 2015, verwiesen.

Einleitung

I. Untersuchungsgegenstand

Die europäische Marktmissbrauchsverordnung¹ (market abuse regulation, nachfolgend MAR genannt) gilt ab dem 3. Juli 2016 (vgl. Art. 39 II MAR). Im Gegensatz zur früheren Marktmissbrauchsrichtlinie² (MAD) ist die MAR als Verordnung in allen ihren Teilen verbindlich und gilt in jedem Mitgliedstaat (vgl. Art. 288 II 2 AEUV). Die sie flankierende Marktmissbrauchsrichtlinie³ (CRIM-MAD) wurde durch das 1. Finanzmarktnovellierungsgesetz⁴ (1. FiMaNoG) umgesetzt, welches am 2. Juli 2016 in Kraft trat.⁵

Die neuen Normen treten an die Stelle der früher im WpHG normierten Vorschriften zum Marktmissbrauchsrecht.

Die MAR selbst enthält keine ausdrücklichen Aussagen über die Gewährung von Schadensersatzansprüchen. Das hat die Literatur jedoch nicht davon abgehalten, noch während des europäischen Gesetzgebungsverfahrens erste Vermutungen zur Schutzgesetzzeigenschaft der neuen Marktverhaltensnormen zu tätigen.⁶ Die Debatte erfreut sich zunehmend wachsender Beliebtheit.

Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit ist die Frage, ob und in welchem Umfang die neuen Vorschriften eine individualschützende Wirkung haben und ob Verletzungen dieser Vorschriften zivilrechtlichen Schadensersatz nach sich ziehen können. Im Fokus der Arbeit stehen die Vorschriften über die Ad-hoc-Publizitätspflicht (Art. 17 MAR), das Marktmanipulationsverbot (Art. 15 MAR i.V.m.

¹ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 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. L 173/1.

² Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), Abl. L 96/16.

³ Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), Abl. L 173/179.

⁴ Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) vom 30. Juni 2016, BGBl 2016 I Nr. 31, 1514.

⁵ Zu den Folgen dieses zeitlichen Unterschieds später im Zusammenhang mit der Frage nach einer „Generalamnestie im Kapitalmarktrecht“.

⁶ Wegweisend Hellgardt, AG 2012, 154 ff.

Art. 12 MAR), die Publizitätspflicht bei managers' transactions (Art. 19 MAR) sowie das Insiderhandelsverbot (Art. 14 a) MAR).

II. Forschungsgrund und Praxisbezug

Der im Kapitalmarktrecht versierte Leser mag sich die nicht unberechtigte Frage nach dem wissenschaftlichen Nutzen einer weiteren Arbeit über Individualschutzwirkung und Schadensersatzansprüche im Marktmissbrauchsrecht stellen.

Die Diskussion um die individualschützende Wirkung der einzelnen Vorschriften des alten Marktmissbrauchsrechts ist schließlich in nahezu erschöpfender Weise erfolgt. Die Literatur ist kaum mehr überschaubar und viele Fragen sind für die Praxis seit der IKB-Entscheidung des BGH⁷ geklärt.

Es besteht jedoch die berechtigte Vermutung, dass unter der MAR ein wesentlicher Teil der damals ausgetauschten Argumente keine Geltung mehr beanspruchen kann. Es ist offensichtlich, dass etwa den Ausführungen des deutschen Gesetzgebers in den Gesetzgebungsmaterialien des 4. FMFG und des AnSVG zur Schutzrichtung der einzelnen Marktverhaltensnormen keine Bedeutung mehr zukommt. Bei der MAR handelt es sich um einen europäischen Rechtsakt, der nach eigenen Methoden auszulegen ist.

Besondere Bedeutung wird in diesem Zusammenhang der Frage nach einer impliziten, unionsrechtlich gebotenen Verpflichtung zur Gewährung von Schadensersatzansprüchen bei der Verletzung von Unionsrecht zukommen; eine Verallgemeinerung entsprechender Urteile des EuGH wird in der Literatur intensiv diskutiert.

III. Gang der Untersuchung

Zunächst soll der Frage nachgegangen werden, ob subjektiv-private Rechte bei Verletzung der MAR überhaupt unionsrechtlich zulässig sind.

Anschließend wird auf die verschiedenen Möglichkeiten zivilrechtlichen Individualschutzes hingewiesen und der Fokus auf die besondere Rolle von Schadensersatzansprüchen gerichtet werden. Im Vordergrund steht hierbei die Vorschrift § 823 II BGB; es soll aufgezeigt werden, dass die bisher von der Rechtsprechung vertretene restriktive Handhabung im Bereich von vermögensschützenden Normen zumindest für den Bereich des Marktmissbrauchsrechts unpassend ist. Nach der Klärung der Handhabung von § 823 II BGB in Verbindung mit den Vorschriften einer europäischen Verordnung wird die besondere Bedeutung der *Hopt'schen* These von der Untrennbarkeit von Funktions- und Individualschutz im Zusammenhang mit Art. 1 MAR erörtert. Die abstrakte Diskussion um das Verhältnis von Individual-

⁷ BGH NZG 2012, 263 („IKB“).

schutz und Funktionsschutz soll hingegen kurz gehalten werden; entsprechende Darstellungen erfolgten bereits bei früheren Arbeiten zu „Individualschutz bei Marktmissbrauch am Kapitalmarkt“⁸ und sollen hier nur in dem Umfang erfolgen, in dem das neue Marktmissbrauchsrecht dazu Anlass gibt.

Darauf folgend wird die Frage einer unionsrechtlichen Gebotenheit von Schadensersatzansprüchen behandelt. Hierfür wird zunächst die unionsrechtliche Instrumentalisierung subjektiv-privater Rechte als funktionales Äquivalent zur hoheitlichen Normdurchsetzung dargestellt, anschließend auf die Diskussion nach der Verallgemeinerungsfähigkeit der entsprechenden Urteile hingewiesen und sodann die umstrittene Frage nach der Übertragbarkeit der zuvor genannten Grundsätze auf die MAR untersucht.

Es wird sich zeigen, dass eine unionsrechtliche Gebotenheit zur Schaffung zivilrechtlicher Sanktionen nur in dem Fall besteht, dass die bestehenden Durchsetzungsmechanismen keine hinreichende Abschreckungswirkung entfalten. Nachdem auf die methodischen Schwierigkeiten der Messbarkeit von Abschreckungswirkung i.S.v. negativer Generalprävention hingewiesen wird, soll nichtsdestotrotz der Versuch einer Bewertung erfolgen; hierzu werden rechtliche und ökonomische Aspekte, Erkenntnisse der Kriminologie, Studien und Verfolgungsstatistiken herangezogen.

Zuletzt erfolgt eine Untersuchung des „Ob“ und ggf. des „Wie“ einer Haftung bei Verstößen gegen Art. 17, 15, 19 und 14 MAR nach deutschem und europäischem Recht; hierbei soll auch auf etwaige Konvergenzen hingewiesen werden.

In der vorliegenden Arbeit wird insoweit die Lage de lege lata behandelt; eine weitergehende Diskussion de lege ferenda – wie sie insbesondere zur Zeiten des Entwurfs des Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes⁹ (KapInHaG) unter Heranziehung (rechts-ökonomischer Argumente erfolgte – soll hingegen nicht erfolgen. Allgemeine rechtsökonomische Analysen der Frage nach dem „Ob“ und „Wie“ einer gesamtwirtschaftlich ideal austarierten Haftung am Sekundärmarkt wurden in jüngerer Zeit – vor allem in größerem Kontext – insbesondere in Habilitationsschriften abermals untersucht.¹⁰

Eine tiefere Auseinandersetzung mit den einzelnen haftungsauslösenden Normen – v. a. mit Verweisen auf Unterschiede zur alten Rechtslage – kann nicht erfolgen; eine detaillierte Erörterung der einzelnen Vorschriften des neuen Marktmissbrauchsrechts würde den Rahmen der vorliegenden Arbeit sprengen.

Diese Arbeit kann keine umfangreiche Darstellung der einzelnen Schadensersatzansprüche leisten, sondern nur deren allgemeine Linien aufzeigen. Bereits ein Blick in die umfangreiche Kommentarliteratur und die konstant veröffentlichten Monographien – insbesondere zur Haftung bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Publi-

⁸ So der Titel einer Dissertation von K. von Dryander aus dem Jahr 2008.

⁹ Abgedruckt in NZG 2004, 1042.

¹⁰ Vgl. Poelzig, Normdurchsetzung und Privatrecht; Franck, Marktordnung und Haftung; vgl. auch Hellgardt, Kapitalmarktdeliktensrecht sowie diverse Veröffentlichungen von Klöhn.