

MALTE STÜBINGER

Teilnehmerhaftung
bei fehlerhafter
Kapitalmarktinformation
in Deutschland und den USA

*Max-Planck-Institut
für ausländisches und internationales
Privatrecht*

*Studien zum ausländischen
und internationalen Privatrecht*

341

Mohr Siebeck

Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht

341

Herausgegeben vom

Max-Planck-Institut für ausländisches
und internationales Privatrecht

Direktoren:

Jürgen Basedow, Holger Fleischer und Reinhard Zimmermann



Malte Stübinger

Teilnehmerhaftung bei
fehlerhafter Kapitalmarktinformation
in Deutschland und den USA

Zugleich ein Beitrag zur Systematik des
§ 830 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 BGB

Mohr Siebeck

Malte Stübinger, geboren 1986; 2005–2009 Studium der Rechtswissenschaft an der Universität Hamburg; 2009–2015 Mitarbeiter am Max Planck Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Hamburg; Forschungsaufenthalte an der University of Cambridge, UK (Wolfson College), in Breslau (PL) und Valencia (ESP); Lehraufträge an der Universität Hamburg und an der China University of Political Science and Law, Peking (CHN); seit 2013–2015 Rechtsreferendar am Hanseatischen OLG, Hamburg.

e-ISBN PDF 978-3-16-153939-8

ISBN 978-3-16-153896-4

ISSN 0720-1141 (Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht)

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

© 2015 Mohr Siebeck, Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Nädele in Nehren gebunden.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit ist während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Max Planck Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg entstanden, wo ich für insgesamt fünf Jahre, zunächst als Student, später als Doktorand, arbeiten und forschen durfte. An diese Zeit, die mich in vielfacher Weise fachlich wie persönlich geprägt hat, werde ich stets sehr gern zurückdenken. Großzügig finanziell gefördert wurde das Projekt durch ein Stipendium der FAZIT Stiftung.

Besonderen Dank möchte ich zunächst meinem Doktorvater, Herrn *Prof. Dr. Holger Fleischer, LL.M.* aussprechen, der mir beim Erstellen der Arbeit die größtmögliche Freiheit gelassen sowie mich in jeder Hinsicht unterstützt und gefördert hat. Zu danken ist auch *Prof. Dr. Florian Faust* für die Erstellung des Zweitgutachtens. Zudem danke ich den Direktoren des MPI sehr für die Aufnahme in diese Schriftenreihe und die Gewährung eines großzügigen Druckkostenzuschusses.

Frau *Prof. Dr. Bettina Heiderhoff* ermöglichte mir durch die Aufnahme in das Ringreisestipendium PEPP – Programme in European Law for Postgraduates – im Jahrgang 2011/12 den aktiven und überaus fruchtbaren Austausch mit Doktoranden sowie Wissenschaftlern und Praktikern aus diversen EU-Mitgliedstaaten. Dies hat mein juristisches Denken nachhaltig beeinflusst und ganz nebenbei die Grundlage für mehrere Freundschaften gelegt, die bis heute fortbestehen und zudem Quell eines fortschreitenden fachlichen Austausches sind. Hierfür, wie auch für ihre stets wohlwollende Unterstützung in meiner gesamten Ausbildung, danke ich ihr herzlich.

Meiner lieben Familie, *Angela, Dirk* und *Thorben Stübinger*, möchte ich für ihre Liebe, ihr Verständnis und ihren uneingeschränkten Rückhalt danken. Euch verdanke ich vieles von der Kraft und Ausdauer, die mir dieses Vorhaben streckenweise abverlangte.

In ganz besonderer, ja einzigartiger Weise, hat zum Gelingen der Arbeit *Dr. Marlen Thaten* beigetragen, mit der ich die Ehre hatte, über mehrere Jahre das Büro zu teilen, die Höhen und Tiefen des Doktorandendaseins gemeinsam zu durchschreiten und diese Mammutaufgabe schließlich erfolgreich zu bewältigen. Liebe Lene, Du bist eine ganz wunderbare Freundin und mir eine wichtige Stütze in allen Lebenslagen, und es war eine unglaublich tolle Zeit!

Schließlich haben meine guten Freunde *Stine von Förster*, *Dr. Christian Steger* und *Andreas Straßer* mir, über die vielen anregenden Gespräche im Verlauf der Erstellung der Arbeit hinaus, kurz vor Fertigstellung den unschätzbaren wertvollen Dienst erwiesen, jeweils das gesamte Manuskript kritisch durchzusehen und mit mir zu besprechen. Eure konstruktiven Hinweise haben mir sehr geholfen, den Text in seine endgültige Fassung zu bringen.

Keinesfalls unerwähnt bleiben soll auch *Malte Brauer*, der zwar erst kurz vor Abgabe der Arbeit in mein Leben trat, dieses aber seitdem geprägt und aufs Beste beeinflusst hat wie kein Anderer zuvor, und der mir auf den letzten Metern der Dissertation zu einem ganz bemerkenswerten, wichtigen Motivationsschub verhalf. Ihm ist diese Schrift in Dankbarkeit und Liebe gewidmet.

Auch möchte ich meiner lieben, seit vielen Jahren besten Freundin *Jasmin Graßhoff* und mit ihr auch stellvertretend meinem gesamten Freundeskreis danken für all die mir entgegengebrachte Nachsicht und Geduld, und vor allem die schier unerschöpfliche Bereitschaft, mir jederzeit mit Rat und Tat zur Seite zu stehen und mir wohlige Rückzugsorte jenseits der Juristenwelt zu bieten. Dass dies stets der Fall war und ist, obschon ich gerade in der Zeit der Fertigstellung der Arbeit nicht nur ums eine Mal kurzfristig habe seit langem geplante Verabredungen absagen müssen, ist sicherlich keine Selbstverständlichkeit.

Ein abschließender, großer Dank geht schließlich an Frau *Janina Jentz*, die mit unermüdlichem Einsatz die Endredaktion des Dokumentes übernommen und mich bei den finalen Arbeiten zur Veröffentlichung in vortrefflicher Weise unterstützt hat.

Die Arbeit wurde im Dezember 2012 fertiggestellt und im Herbsttrimester 2014 von der Bucerius Law School – Hochschule für Rechtswissenschaft – in Hamburg als Dissertation angenommen. Die mündliche Prüfung fand am 21. Januar 2015 statt. Für die Drucklegung wurden neu erschienene Literatur und Rechtsprechung sowie Änderungen der untersuchten Vorschriften weitgehend berücksichtigt, die Aktualisierungen befinden sich auf dem Stand von Juni 2015.

Hamburg, im August 2015

Malte Stübinger

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis.....	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Einleitung.....	1
A. Untersuchungsgegenstand	4
B. Begriffsbildung: Wer ist Sekundärakteur?	4
C. Gang der Untersuchung	8
Kapitel 1 – Bestandsaufnahme: Adressaten der Informationshaftung im deutschen Kapitalmarktrecht.....	9
A. Haftung im Lichte der Schutzzwecke des Kapitalmarktrechts	9
B. Haftungstatbestände am Primärmarkt	16
C. Haftungstatbestände am Sekundärmarkt	71
D. Zusammenfassung	132
Kapitel 2 – Zivilrechtliche Haftung von Sekundärakteuren bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation im US-amerikanischen Recht.....	135
A. Einzelstaatliche Blue Sky Laws vs. Bundesrecht	138
B. Haftung von Sekundärakteuren nach dem Securities Act 1933	140
C. Haftung von Sekundärakteuren nach dem Securities Exchange Act 1934.....	150
D. Ergebnisse der Untersuchung des US-amerikanischen Rechts	271

Kapitel 3 – Lösungen im deutschen Recht <i>de lege lata</i>	273
A. Vertragliche und quasivertragliche Ansätze.....	273
B. Anknüpfungspunkt: § 830 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 BGB	288
C. Anwendbarkeit von § 830 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 BGB im Kapitalmarktrecht.....	317
D. Ausgewählte Anspruchsgrundlagen.....	352
E. Ergebnisse der Untersuchung des deutschen Rechts	365
 Kapitel 4 – Vergleichende Gegenüberstellung der Ergebnisse	367
A. Teilnehmerhaftung am Primärmarkt	367
B. Teilnehmerhaftung am Sekundärmarkt	368
C. Schlussfolgerungen und Empfehlungen <i>de lege ferenda</i>	368
 Literaturverzeichnis.....	371
Verzeichnis der zitierten US-amerikanischen Rechtsprechung	397
Sachverzeichnis	403

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	V
Inhaltsübersicht	VII
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Einleitung.....	1
A. <i>Untersuchungsgegenstand</i>	4
B. <i>Begriffsbildung: Wer ist Sekundärakteur?</i>	4
I. Erfasste Akteure	5
II. Ausgenommene Akteure	5
1. Finanzanalysten und Wertpapierdienstleister	6
2. Ratingagenturen.....	6
3. Organisatorisch beim Emittenten verortete Akteure (Geschäftsleiter, Angestellte).....	7
III. Sonderstellung der Wirtschaftsprüfer	7
C. <i>Gang der Untersuchung</i>	8
Kapitel 1 – Bestandsaufnahme: Adressaten der Informa- tionshaftung im deutschen Kapitalmarktrecht.....	9
A. <i>Haftung im Lichte der Schutzzwecke des Kapitalmarktrechts</i>	9
I. Das Verhältnis von Anleger- und Funktionenschutz	10
II. Verhaltenssteuerung und Vertrauensbildung durch effektive Haftungsmechanismen	12
1. Grundproblem der Informationsasymmetrie	12
2. Notwendigkeit einer effektiven Haftung bei Fehlinformation	13
3. Unzulänglichkeit des gegenwärtigen Entwicklungsstandes.....	15
B. <i>Haftungstatbestände am Primärmarkt</i>	16
I. Überblick über den Normenbestand.....	16

1.	Prospekthaftung nach dem Wertpapierprospektgesetz	17
2.	Prospekthaftung nach dem Vermögensanlagengesetz	18
3.	Prospekthaftung nach dem Kapitalanlagegesetzbuch	18
4.	Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung.....	18
5.	Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlage nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz.....	19
II.	Prospekthaftung nach dem Wertpapierprospektgesetz	19
1.	Haftung für fehlerhafte Prospekte nach den §§ 21, 22 WpPG	19
a)	Anspruchsvoraussetzungen des § 21 WpPG	19
b)	Anspruchsvoraussetzungen nach § 22 WpPG	22
c)	Anspruchsverpflichteter	22
aa)	Prospektverantwortlicher nach § 21 Abs. 1 Ziff. 1 WpPG	22
bb)	Prospektveranlasser nach § 21 Abs. 1 Ziff. 2 WpPG	25
cc)	Expertenhaftung	26
dd)	Insbesondere: Haftung der Wirtschaftsprüfer	28
(1)	Prospekthaftung des Abschlussprüfers für das Pflichttestat	28
(2)	Anderweitige Mitwirkung des Wirtschaftsprüfers	30
d)	Verschuldensmaßstab und Haftungsausschluss	31
aa)	Haftung nur für Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit	31
bb)	Haftungsausschlüsse, weitergehende Ansprüche	34
2.	Haftung bei fehlendem Prospekt, § 24 WpPG.....	34
a)	Anspruchsvoraussetzungen	35
b)	Anspruchsverpflichtete.....	35
aa)	Emittent und Anbieter	35
bb)	Ablehnung des „Angebotsveranlassers“	35
cc)	Expertenhaftung	36
dd)	Einschränkungen	37
c)	Verschuldensmaßstab.....	37
d)	Haftungsausschluss, Haftungsbeschränkungen, weitergehende Ansprüche	38
III.	Prospekthaftung nach dem Vermögensanlagengesetz	39
1.	Haftung bei fehlerhaftem Verkaufsprospekt, § 20 VermAnlG	41
a)	Anspruchsvoraussetzungen	41
b)	Anspruchsverpflichtete.....	42
aa)	Prospektverantwortlicher und Prospektveranlasser	42
bb)	Ablehnung einer Expertenhaftung	43
(1)	Grundsatz	43
(2)	Keine Erweiterung durch § 3 VermVerkProspV	43
(3)	Keine Anwendung der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung.....	44
c)	Verschuldensmaßstab und Haftungsausschluss	45

2.	Haftung bei fehlendem Verkaufsprospekt, § 21 VermAnlG.....	45
a)	Anspruchsvoraussetzungen	45
b)	Anspruchsverpflichtete.....	46
aa)	Emittent.....	46
bb)	Anbieter	46
cc)	Weitere Anspruchsverpflichtete, Expertenhaftung.....	47
c)	Verschuldensmaßstab.....	47
d)	Anspruchsausschluss, Verhältnis zu weiteren Ansprüchen	47
3.	Haftung bei unrichtigem Vermögensanlagen-Informationen-	
	blatt, § 22 VermAnlG	48
a)	Anspruchsvoraussetzungen	48
b)	Anspruchsverpflichtete.....	49
aa)	Anbieter	49
bb)	Weitere Anspruchsgegner.....	49
c)	Verschuldensmaßstab	49
d)	Anspruchsausschluss, Haftungsbeschränkungen,	
	weitergehende Ansprüche	49
IV.	Prospekthaftung nach dem Kapitalanlagegesetzbuch.....	50
1.	Haftung bei unrichtigem Prospekt, § 306 Abs. 1 KAGB.....	50
2.	Haftung für fehlerhafte wesentliche Anlegerinformationen,	
	§ 306 Abs. 2 KAGB	51
3.	Anspruchsverpflichtete	51
a)	Anspruchsgegner nach § 306 Abs. 1, 2 KAGB.....	51
b)	Im fremden Namen handelnde Anlagevermittler	52
c)	Weitere Anspruchsgegner	52
4.	Abweichungen zur Prospekthaftung nach dem	
	Wertpapierprospektgesetz.....	53
V.	Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung	54
1.	Verbleibender Anwendungsbereich	54
2.	Anspruchsvoraussetzungen.....	56
3.	Anspruchsverpflichtete	57
a)	Voll Verantwortliche: Prospektverantwortliche und	
	Hintermänner	58
b)	Sachlich beschränkt Verantwortliche: Experten, Garanten	58
c)	Keine Haftung der Anlagegesellschaft und der	
	Mitgesellschafter	61
4.	Verschuldensmaßstab	62
5.	Weitere Anspruchsgegner, Prospekthaftung im weiteren	
	Sinne	62
VI.	Haftung bei fehlerhafter Angebotsunterlage, § 12 WpÜG	63
1.	Anspruchsvoraussetzungen.....	64
2.	Anspruchsverpflichtete.....	65
a)	Der für die Angebotsunterlage verantwortlich Zeichnende.....	65

b) Veranlasser der Angebotsunterlage	66
c) Expertenhaftung	66
VII. Ausgewählte Reformbestrebungen	67
1. Beschlüsse des 64. DJT 2002.....	67
2. Der Diskussionsentwurf für ein Kapitalmarkt- informationshaftungsgesetz, 2004.....	68
a) Diskussionsentwurf für einen § 44a BörsG.....	68
b) Bewertungen der Norm in der Literatur.....	69
3. Ausblick	69
VIII. Gegenwärtige und absehbare Einflüsse des Europarechts	69
IX. Zusammenfassung	70
C. <i>Haftungstatbestände am Sekundärmarkt</i>	71
I. Schutzzwecke des Wertpapierhandelsgesetzes.....	71
1. Strukturunterschiede zum Primärmarkt.....	72
2. Typisierung nach Art der fehlerhaften Information.....	73
II. Haftung bei fehlerhafter Ad-hoc-Publizität.....	74
1. Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, § 15 WpHG	74
2. Haftung gem. §§ 37b, 37c WpHG.....	75
a) Anspruchsvoraussetzungen	76
aa) Vorliegen einer mitteilungspflichtigen Tatsache.....	76
bb) Tathandlung	77
(1) § 37b WpHG: Unterlassung bzw. Verzögerung der Veröffentlichung	77
(2) § 37c WpHG: Veröffentlichung einer unwahren Information.....	78
cc) Transaktionserfordernis	78
dd) Haftungs begründende Kausalität und ersatzfähiger Schaden.....	79
(1) Streitstand zum ersatzfähigen Schaden	79
(2) Die IKB-Entscheidung des BGH	80
(3) Ergebnis	81
ee) Verschulden	82
b) Anspruchsgegner.....	82
aa) Emittent als einziger Haftungsadressat	82
bb) Ablehnung von Erweiterungen	84
c) Zwischenergebnis.....	84
3. Haftung gem. § 826 BGB	84
a) Anspruchsvoraussetzungen nach der Rechtsprechung	86
aa) Sittenwidrigkeit.....	86
bb) Vorsatz.....	87

cc) Haftungs begründende Kausalität, Ablehnung von Beweiserleichterungen	88
(1) Anscheinsbeweis	88
(2) Anlagestimmung	88
(3) Weitere Ansätze, dem Geschädigten die Beweislast zu erleichtern	89
(4) Ergebnis	90
b) Art und Umfang des Schadensersatzes	90
c) Anspruchsgegner	91
d) Kritik	91
aa) Ermittlung der Sittenwidrigkeit	91
bb) Feststellung des Schädigungsvorsatzes	92
cc) Kausalität, Ablehnung von Beweiserleichterungen	93
dd) Schaden	94
ee) Verzicht auf ein Transaktionserfordernis	95
e) Grundlegende Kritik an der Heranziehung des § 826 BGB	96
f) Stellungnahme	96
g) Haftung Dritter	97
4. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung	98
5. Haftung gem. § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. Schutzgesetz	99
a) Zur Schutzgesetzproblematik im Kapitalmarktrecht	99
b) Ablehnung der Schutzgesetzeigenschaft von § 15 WpHG	102
c) Ablehnung der Schutzgesetzeigenschaft von § 20a WpHG	103
d) § 264a StGB, § 263 StGB, § 400 AktG	105
6. Ergebnis	108
III. Haftung bei fehlerhafter Regelpublizität	108
1. Haftung gem. §§ 37b, 37c WpHG analog	109
2. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung	111
3. Haftung gem. § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. §§ 37v, 37w, 37x WpHG	112
a) Schutzgesetzcharakter der §§ 37v, 37w, 37x WpHG	112
aa) Für den Schutzgesetzcharakter	112
bb) Wider den Schutzgesetzcharakter	114
cc) Stellungnahme	115
b) Anspruchsvoraussetzungen	117
aa) Fehlerhafte, verzögerte oder unterlassene Veröffentlichung	117
bb) Transaktionserfordernis	117
cc) Haftungs begründende Kausalität und ersatzfähiger Schaden	118
dd) Verschuldensmaßstab: Gesamtanalogie	119
c) Passivlegitimation	121
d) Haftungsausschluss	122

4. Haftung gem. § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. drittschützernder Strafnorm	122
a) Geeignete Strafvorschriften	122
b) Verletzung einer Strafnorm	123
c) Verschuldensmaßstab	123
d) Passivlegitimation	123
e) Ersatzfähiger Schaden	124
5. Haftung gem. § 826 BGB	124
6. Dritthaftung, insbesondere der Wirtschaftsprüfer	125
IV. Haftung bei fehlerhafter freiwilliger Publizität	125
1. Haftung gem. §§ 37b, 37c WpHG analog	126
2. Haftung gem. § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 400 AktG	127
3. Haftung gem. § 826 BGB	127
4. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung	128
5. Haftung aus § 311 Abs. 2, 3 BGB, <i>culpa in contrahendo</i>	128
V. Ausgewählte Reformvorschläge	130
1. Regierungskommission Corporate Governance 2001	130
2. 64. Deutscher Juristentag 2002	130
3. Der Diskussionsentwurf für ein Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz, 2004	131
4. Keine Folgerungen für die Teilnehmerhaftung	132
VI. Gegenwärtige und künftige Einflüsse des Europarechts	132
D. Zusammenfassung	132

Kapitel 2 – Zivilrechtliche Haftung von Sekundärakteuren bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation im US-amerikanischen Recht

135

A. Einzelstaatliche <i>Blue Sky Laws</i> vs. Bundesrecht	138
B. Haftung von Sekundärakteuren nach dem <i>Securities Act 1933</i>	140
I. Haftung nach sec. 12(a) <i>Securities Act 1933</i>	141
1. Allgemeine Haftungsvoraussetzungen	141
2. Keine Anwendbarkeit am Sekundärmarkt	143
3. Anwendbarkeit gegenüber Sekundärakteuren	144
4. Ergebnis	145
II. Haftung nach sec. 11 <i>Securities Act 1933</i>	145
1. Sachlicher Anwendungsbereich	146
2. Anspruchsverpflichtete	147
3. Anwendbarkeit auf Sekundärakteure?	147
III. Statutarische Haftungserweiterungen auf Sekundärakteure	148

1. <i>Controlling person liability</i> nach sec. 15(a) SA 1933	148
2. <i>Aiding and abetting liability</i> nach sec. 15(b) SA 1933	149
IV. Zusammenfassung	150
C. <i>Haftung von Sekundärakteuren nach dem Securities Exchange Act 1934</i>	150
I. Zentrale Anspruchsgrundlage: sec. 10(b) SEA 1934 i. V.m. SEC Rule 10b-5	153
1. Konstruktion als flexible „ <i>catch-all clause</i> “	153
2. Zusammenspiel von Gesetzesnorm und SEC Rule	155
3. Anspruchsvoraussetzungen	158
a) Fehldarstellung: <i>making of a material misrepresentation or omission</i>	158
aa) Gehalt des „ <i>to make</i> “ <i>a misrepresentation</i>	159
bb) Wesentlichkeit, <i>materiality</i>	160
cc) Behandlung des Unterlassens: <i>omission</i>	161
dd) Prognosen	161
b) Verschuldensmaßstab: <i>scienter</i>	163
c) Transaktionserfordernis: <i>in connection with a purchase or sale of a security</i>	165
d) Haftungsbegründende Kausalität: <i>reliance</i>	166
aa) Vertrauen auf pflichtwidriges Unterlassen?	167
bb) Anerkennung der <i>fraud on the market theory</i>	168
cc) Anwendungsvoraussetzungen der <i>fraud on the market theory</i>	169
dd) Aktuelle Kritik am <i>reliance</i> -Erfordernis	170
e) Schaden, <i>economic loss</i> und haftungsausfüllende Kausalität, <i>loss causation</i>	171
4. Sec. 10(b) SEA 1934 und <i>private enforcement</i>	173
a) Anerkennung des <i>implied private right of action</i> durch den Supreme Court	174
b) Missbrauchsrisiken	175
aa) Reaktionen des Gesetzgebers	176
bb) Gesinnungswandel des Supreme Court	177
cc) Position der SEC	179
c) Aktuelle Strömungen	179
II. Entwicklung der Haftung von Sekundärakteuren bis 1994	181
1. Ausgangslage	182
2. Anspruchsvoraussetzungen für eine Haftung wegen <i>aiding and abetting</i>	184
a) Vorliegen einer Primärverletzung	185

b)	Kenntnis des Sekundärakteurs von der Verletzung, <i>knowledge/awareness</i>	186
aa)	Begriffsklärung	186
bb)	<i>General awareness/knowledge</i> von der Primärverletzung... ..	187
cc)	Praktische Relevanz der Problematik	188
c)	Vorsätzliche Gehilfenhandlung: <i>knowing and substantial assistance</i>	189
aa)	Objektive Komponente: <i>substantial assistance</i>	189
bb)	Subjektive Komponente: <i>knowing participation</i>	190
(1)	Implikationen aus <i>Ernst & Ernst v. Hochfelder</i>	191
(2)	Differenzierungsansätze der Folgerechtsprechung	191
cc)	Behandlung des Unterlassens	192
dd)	Kausalitätserfordernis?	194
d)	Zusammenfassung: <i>aiding and abetting liability</i> bis 1994	195
3.	Weitere Konzepte zur derivativen Haftung von Sekundärakteuren	195
a)	<i>Conspiracy liability</i>	196
b)	<i>Respondeat superior (agency) und controlling person liability</i>	197
aa)	Anwendungsbereich	197
bb)	Anwendbarkeit von <i>respondeat superior</i> neben sec. 20(a) SEA 1934?	198
4.	<i>Private enforcement</i> bis 1994	199
5.	Reservation der Frage durch den Supreme Court – beredtes Schweigen?	200
III.	Die „ <i>Central Bank</i> “-Entscheidung des Supreme Court (1994)	202
1.	Sachverhalt.....	202
2.	Verfahrensgang	203
3.	Entscheidung	204
a)	Wortlautanalyse	205
b)	Systematisches Argument	207
c)	Intention des historischen Gesetzgebers der Kapitalmarktgesetze	208
d)	Gesetzgebungshistorie seit Inkrafttreten der Kapitalmarktgesetze	208
e)	<i>Policy</i> -Erwägungen, Schutzzweck der Norm.....	209
f)	Drohender Wertungswiderspruch zum Strafrecht	209
4.	<i>Dissenting opinion</i>	210
5.	Kritik.....	212
a)	Methodische Einwände	213
b)	Fehlinterpretation des historischen Gesetzgebers	215
c)	Einseitige und überproportionale Berücksichtigung von <i>policy</i> -Argumenten.....	217

6. Folgenbetrachtung	217
IV. Private Securities Litigation Reform Act von 1995	218
1. Schaffung von sec. 20(f) SEA 1934 – <i>liability of those who aid and abet</i>	220
2. Verschärfung der Beibringungslast	221
a) <i>Making of an untrue statement or fact</i> bzw. <i>omission</i>	221
b) <i>Defendant's mental state</i>	222
c) <i>Economic loss</i> und <i>loss causation</i>	222
3. Begrenzung der <i>joint and several liability</i> auf vorsätzliches Handeln	223
V. Lösungen der Courts of Appeal in den verschiedenen Circuits	224
1. <i>Bright Line Test/Attribution Test</i>	225
2. <i>Substantial Participation Test</i>	229
3. <i>Co-Author Standard/Creator Standard</i>	231
4. <i>Scheme Liability</i>	233
VI. Die „ <i>Stoneridge</i> “-Entscheidung des Supreme Court (2008)	238
1. Sachverhalt und Verfahrensgang	238
2. Problemstellung	240
3. Entscheidung	241
4. <i>Dissenting opinion</i>	243
5. Reaktionen aus dem Schrifttum	246
6. Auswirkungen	248
7. Verarbeitung in der Folgerechtsprechung	249
VII. Aufkommen der <i>Implied Statement Theory</i>	250
VIII. Die „ <i>Janus</i> “-Entscheidung des Supreme Court (2011)	252
1. Sachverhalt und Verfahrensgang	252
2. Problemstellung	254
3. Entscheidung	255
4. <i>Dissenting opinion</i>	256
5. Reaktionen aus dem Schrifttum	258
6. Auswirkungen	260
IX. Aktuelle Rechtslage	262
1. Vertane Chancen? Jüngere Gesetzgebungsinitiativen	262
a) Gesetzesentwürfe zur Etablierung einer <i>private aiding and abetting liability</i>	262
aa) Liability for Aiding and Abetting Securities Violations Act of 2009	262
(1) Stellungnahmen gegen den Entwurf	262
(2) Stellungnahmen zugunsten des Entwurfs	264
bb) Resultate der Anhörung	265
b) <i>Aiding and abetting liability</i> im Dodd-Frank Act 2010	265
2. Gutachten des Government Accountability Office infolge des Dodd-Frank Act	266

3. Handlungsmöglichkeiten der SEC, des Department of Justice und privater Geschädigter	267
4. Reformanregungen aus dem Schrifttum	267
X. Eigene Stellungnahme	269
D. <i>Ergebnisse der Untersuchung des US-amerikanischen Rechts</i>	271
Kapitel 3 – Lösungen im deutschen Recht <i>de lege lata</i>	273
A. <i>Vertragliche und quasivertragliche Ansätze</i>	273
I. Vertragsrechtliche Dritthaftung am Primärmarkt	274
1. Haftung nach §§ 311 Abs. 2, 3, 241 Abs. 2, 280 Abs. 1 BGB	274
a) Entwicklungsstand der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung	275
b) Ablehnung darüber hinausgehender Erweiterungen	276
aa) Sperrwirkung der Prospekthaftungstatbestände	276
bb) Fehlendes Näheverhältnis	277
cc) Zwischenergebnis	278
2. Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	278
a) Voraussetzungen der Einbeziehung	278
aa) Leistungsnähe des Dritten	279
bb) Einbeziehungsinteresse (Gläubignähe)	279
cc) Erkennbarkeit	280
dd) Schutzbedürftigkeit des Dritten	280
b) Dritthaftung des Wirtschaftsprüfers für das Pflichttestat	280
aa) Anwendbarkeit	281
bb) Leistungsnähe und Einbeziehungsinteresse	281
cc) Erkennbarkeit	282
dd) Schutzbedürftigkeit des Dritten	283
ee) Zwischenergebnis	283
c) Kritik aus der Literatur	284
d) Keine Dritthaftung anderer Sekundärakteure	285
3. Ergebnis	286
II. Vertragsrechtliche Dritthaftung am Sekundärmarkt	286
1. Haftung nach §§ 311 Abs. 2, 3, 241 Abs. 2, 280 Abs. 1 BGB	286
2. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung	287
3. Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	287
4. Ergebnis	288
B. <i>Anknüpfungspunkt: § 830 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 BGB</i>	288
I. Regelungsgegenstand	289

II.	<i>Ratio</i> der Vorschrift.....	289
III.	Die verschiedenen Beteiligungsformen	290
	1. Mittäterschaft	291
	a) Vorsätzliches Zusammenwirken.....	291
	b) Objektive Mitwirkungshandlung	292
	c) Nachrangige Bedeutung für die vorliegende Untersuchung	294
	2. Beihilfe.....	294
	a) Gehilfenhandlung: Vorsätzliche Förderung einer vorsätzlichen Haupttat.....	295
	aa) Abkehr vom Vorsatzerfordernis beim Gehilfen?	296
	bb) Abkehr vom Erfordernis einer vorsätzlichen Haupttat?	297
	cc) Insbesondere: Beihilfe zur fahrlässigen Insolvenzverschleppung	298
	dd) Stellungnahme zum Vorsatzerfordernis	299
	(1) Argument der Einheit der Rechtsordnung	299
	(2) Historisches Argument	300
	(3) Systematisches Argument.....	301
	(4) Teleologische Erwägungen, <i>ratio legis</i>	301
	(5) Ergebnis	302
	b) Einwand fehlender Kausalität der Beihilfehandlung?	302
	aa) Präzisierung der Anknüpfungspunkte	303
	bb) Analyse des Meinungsstandes	304
	cc) Stellungnahme.....	305
	c) Sonderproblematik der „neutralen Beihilfe“.....	309
	aa) Leitlinien der strafrechtlichen Rechtsprechung.....	310
	bb) Übertragbarkeit auf § 830 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 BGB.....	310
	cc) Stellungnahme.....	312
	3. Anstiftung.....	312
	a) Hervorrufen des Tatentschlusses	313
	aa) Hervorrufen: Kausalität der Einwirkung für den Entschluss	313
	bb) Tatentschluss: Erfordernis einer vorsätzlichen Haupttat	313
	b) Vorsatz des Anstifters, Ablehnung der „fahrlässigen Anstiftung“	314
	aa) Schutzzweck und <i>ratio legis</i> des § 830 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 BGB	315
	bb) Unvereinbarkeit mit dem Wesen der Anstiftung	315
IV.	Rechtsfolge	316
C.	<i>Anwendbarkeit von § 830 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 BGB im Kapitalmarktrecht</i>	317
I.	Europarechtliche Zulässigkeit	317

1. Gegenwärtig	317
2. Jüngste Reformen	318
II. Entwicklung der maßgeblichen Kriterien.....	319
1. Begrenzte Leistungsfähigkeit der herkömmlichen Abgrenzung	319
2. Auslegung des Anwendungsbereichs von § 830 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 BGB	321
a) Wortlaut	321
b) Systematik.....	323
c) Gesetzeshistorie	325
d) Teleologische Erwägungen.....	326
e) Ergebnis	327
3. Vorzüge einer funktionalen Betrachtung.....	327
a) Entfaltung der zu berücksichtigenden Kriterien und Wertungen.....	328
b) Erste Erkenntnisse aus dem Rechtsvergleich	330
aa) Grundsätzliches	331
bb) Insbesondere: Missbrauchsrisiko	331
4. Methodische Verortung: direkte Anwendbarkeit.....	332
5. Alternativ: analoge Anwendung	332
6. Ergebnis	333
III. Teilnehmerhaftung nach § 830 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 BGB am Primärmarkt	334
1. Keine Anwendung auf die Prospekthaftungstatbestände	334
a) Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung	334
b) Kodifizierte Prospekthaftung.....	335
2. Ausnahmen.....	336
a) Teilnehmerhaftung im Rahmen von § 306 KAGB.....	336
b) Verstoß gegen drittschützende Strafgesetze.....	337
3. Implikationen aus dem Rechtsvergleich.....	337
4. Ergebnis	338
IV. Teilnehmerhaftung nach § 830 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 BGB am Sekundärmarkt	338
1. Ad-hoc-Publizität	339
a) Keine abschließende Regelung.....	339
b) Funktionale Analyse.....	340
c) Alternative Begründungsansätze	341
aa) Deliktische Qualifikation der Haftung bei fehlerhafter Ad-hoc-Publizität	341
(1) Argumente für eine deliktsrechtliche Einordnung.....	342
(2) Hinweise aus der Rechtsprechung	343
(3) Zwischenergebnis	343
bb) Hilfsweise: Analogie	344

d) Diskussion möglicher Einwände	344
aa) Rechtsnatur der Haftung bei fehlerhafter Ad-hoc-Publizität	345
bb) Konflikt zum Anwendungsbereich des § 15 Abs. 1 WpHG	345
cc) Gesellschaftsrechtliche Einwände	346
dd) Wertungsparallele zur spezialgesetzlichen Prospekthaftung	347
ee) Divergierende Verschuldensmaßstäbe	348
e) Ergebnis	349
2. Regelpublizität	349
a) Keine abschließende Regelung	349
b) Funktionale Analyse	350
c) Ergebnis	350
3. Freiwillige Marktkommunikation	350
a) Keine abschließende Regelung	350
b) Funktionale Analyse	351
c) Ergebnis	351
V. Zwischenergebnis	351
D. <i>Ausgewählte Anspruchsgrundlagen</i>	352
I. §§ 37b, 37c WpHG i. V. m. § 830 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 BGB	352
1. Voraussetzungen	352
a) Anspruch aus vorsätzlich verwirklichter Haupttat	352
b) Tauglicher Teilnehmer	353
c) Vorsätzliche Beteiligung	353
d) Kein Auftreten nach außen erforderlich	354
2. Rechtsfolge	355
a) Grundsatz: Gesamtschuld	355
b) Einschränkung bei fehlender Kausalität der geleisteten Beihilfe?	355
3. Vorzüge dieser Lösung gegenüber einem Abstellen auf § 826 BGB	356
a) Sittenwidrigkeitsverdikt	357
b) Haftungsbegründende Kausalität	357
II. §§ 823 Abs. 2, 830 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 BGB i. V. m. §§ 37v, 37w, 37x WpHG	358
1. Anspruchsvoraussetzungen	358
a) Vorsätzlicher Normverstoß	358
b) Tauglicher Teilnehmer	359
c) Vorsätzliche Teilnahmehandlung	359

d) Kein Auftreten nach außen notwendig, kein Einwand fehlender Kausalität	359
2. Rechtsfolge.....	360
3. Vorzüge dieser Lösung gegenüber einem Abstellen auf § 826 BGB.....	360
III. Übergreifend anwendbare, genuin deliktsrechtliche Anspruchsgrundlagen	360
1. §§ 826, 830 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 BGB.....	361
a) Voraussetzungen	361
b) Erfasste Akteure	362
c) Rechtsfolge	362
d) Anwendungsbeispiel	362
2. § 826 BGB.....	363
a) Voraussetzungen	363
b) Rechtsfolge	364
c) Begrenzte Bedeutung für die Rechtsrealität.....	364
3. §§ 823 Abs. 2, 830 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 BGB i. V. m. Schutzgesetzen	364
IV. Teilnehmerhaftung am Primärmarkt	364
1. Teilnehmerhaftung nach dem Kapitalanlagegesetzbuch.....	365
2. Haftung bei Teilnahme an Verletzung drittschützender Strafnorm	365
<i>E. Ergebnisse der Untersuchung des deutschen Rechts.....</i>	<i>365</i>
 Kapitel 4 – Vergleichende Gegenüberstellung der Ergebnisse	 367
<i>A. Teilnehmerhaftung am Primärmarkt</i>	<i>367</i>
<i>B. Teilnehmerhaftung am Sekundärmarkt.....</i>	<i>368</i>
<i>C. Schlussfolgerungen und Empfehlungen de lege ferenda</i>	<i>368</i>
 Literaturverzeichnis.....	 371
Verzeichnis der zitierten US-amerikanischen Rechtsprechung	397
Sachverzeichnis	403

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
abw.	abweichend/e/er
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a.F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Ala. L. Rev.	Alabama Law Review
allg.	allgemein/e
Am. Bus. L. J.	American Business Law Journal
Am. Econ. Rev. Papers and Proceedings	The American Economic Review: Papers and Proceedings
Am. U. L. Rev.	American University Law Review
Anm.	Anmerkung
Ark. L. Rev.	Arkansas Law Review
Art.	Artikel
ausf.	ausführlich
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
Begr.	Begründung
Berkeley Bus. L. J.	Berkeley Business Law Journal
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
Bus. Law.	Business Lawyer
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
Cal. L. Rev.	California Law Review
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
Cath. U. L. Rev.	Catholic University Law Review
Cato Sup. Ct. Rev.	Cato Supreme Court Review
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review

Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
DB	Der Betrieb
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
Denv. U. L. Rev.	Denver University Law Review
ders.	derselbe
Der Konzern	Der Konzern
dies.	dieselbe, dieselben
Diske	Diskussionsentwurf
DJT	Deutscher Juristentag
DOJ	Department of Justice (US-amerikanisches Justizministerium)
DStR	Deutsches Steuerrecht
Duke L. J.	Duke Law Journal
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
ebd.	ebendort
ECFR	European Company and Financial Law Review
Einl.	Einleitung
Emory L. J.	Emory Law Journal
endg.	endgültig
Engage	Engage: The Journal of the Federalist Society Practice Groups
etc.	et cetera (und weitere)
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f.	folgende
ff.	folgende (Plural)
Fla. L. Rev.	University of Florida Law Review
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
F.Supp	Federal Supplement, first series (Entscheidungssammlung der US-amerikanischen Bundesgerichte erster Instanz)
F.Supp.2d	Federal Supplement, second series (Entscheidungssammlung der US-amerikanischen Bundesgerichte erster Instanz)
F.Supp.3d	Federal Supplement, third series (Entscheidungssammlung der US-amerikanischen Bundesgerichte erster Instanz)
F.2d	Federal Reporter, second series (Entscheidungssammlung der US-amerikanischen Bundesappellationsgerichte)
F.3d	Federal Reporter, third series (Entscheidungssammlung der US-amerikanischen Bundesappellationsgerichte)
GAO	US Government Accountability Office (US-amerikanischer Rechnungshof)
gem.	gemäß
Geo. Mason L. Rev.	George Mason Law Review
ggf.	gegebenenfalls
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau

grds.	grundsätzlich
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Harv. J. on Legis.	Harvard Journal on Legislation
Hastings L.J.	Hastings Law Journal
HdB	Handbuch
hins.	hinsichtlich
h. L.	herrschende Lehre
h. Lit.	herrschende Literatur
h. M.	herrschende Meinung
Hofstra L. Rev.	Hofstra Law Review
H.R.	House of Representatives (amtliche Dokumente des Repräsentantenhauses)
Hrsg.	Herausgeber
i. d. R.	in der Regel
i. e.	id est (dies ist)
insb.	insbesondere
InvG	Investmentgesetz
IPO	Initial Public Offering (Erstangebot von Aktien am Primärmarkt)
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
i. S. d.	im Sinne der/des
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
J. Bus. & Sec. L.	Journal of Business & Securities Law
J. Bus. & Tech. L.	Journal of Business & Technology Law
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Invest. Compl.	Journal of Investment Compliance
JOBS-Act	Jumpstart Our Business Startups Act
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
krit.	kritisch
Ky. L.J.	Kentucky Law Journal
LMK	Kommentierte BGH-Rechtsprechung Lindenmaier-Möhring
Loy. U. Chi. L.J.	Loyola University Chicago Law Journal
Mealeys Emerg. Securities Litig.	Mealey's Emerging Securities Litigation
Mo. L. Rev.	Missouri Law Review
m. E.	meines Erachtens
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
N. C. L. Rev.	North Carolina Law Review
Nr.	Nummer
New Eng. L. Rev.	New England Law Review

New York Times	The New York Times
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
Nw. U. L. Rev. Colloquy	Northwestern University Law Review Colloquy
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenzrecht
Or. L. Rev.	Oregon Law Review
ORDO	ORDO – Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
OTC-Transaktion	Handel mit Finanzprodukten over the counter (außerhalb der organisierten Börsenhandelssysteme)
p.	page
PSLRA	Private Securities Litigation Reform Act
Quinnipiac L. Rev.	Quinnipiac Law Review
RegE	Regierungsentwurf
Regulation	Regulation
Rev. Litig.	The Review of Litigation
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rz.	Randziffer
S. Ill. U. L. J.	Southern Illinois University Law Journal
SA	Securities Act of 1933
S.Ct.	Supreme Court Reporter (Entscheidungssammlung des US Supreme Court)
SEA	Securities Exchange Act of 1934
SEC	Securities Exchange Commission (US-amerikanische Börsenaufsicht)
sec.	Section (Artikel eines US-amerikanischen Bundesgesetzes)
Sec. Reg. L.J.	Securities Regulation Law Journal
SLUSA	Securities Litigation Uniform Standards Act
sog.	sogenannte/r
ssrn	Social Science Research Network
ST	Der Schweizer Treuhänder
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
u. a.	unter anderem/ und andere
U. Chi. L. Rev.	The University of Chicago Law Review
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
U. Pa. J. Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of Business Law

U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
UC Davis L. Rev.	University of California, Davis Law Review
UCLA L. Rev.	University of California, Los Angeles Law Review
Urt.	Urteil
U.S.	United States Reports (amtliche Entscheidungssammlung des Supreme Court der Vereinigten Staaten)
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
VersR	Versicherungsrecht
vgl.	vergleiche
Vorbem.	Vorbemerkung
Wash. U. L. Q.	Washington University Law Quarterly
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
Wm. & Mary L. Rev.	William and Mary Law Review
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
Yale L.J.	Yale Law Journal
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
zust.	zustimmend

Einleitung

Das noch junge Rechtsgebiet Kapitalmarktrecht entfaltet sich mit enormer Geschwindigkeit. Seit mittlerweile über einem Jahrzehnt werden insbesondere Fragen der zivilrechtlichen Haftung für Fehlinformation am Kapitalmarkt in Rechtsprechung und Schrifttum zunehmend diskutiert. Im Mittelpunkt stehen dabei die Haftung der börsennotierten Gesellschaften selbst sowie ihrer Geschäftsleiter. Zu den Voraussetzungen der Innen- und Außenhaftung von Vorständen und Aufsichtsräten bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation hat sich mittlerweile beachtliches Fallmaterial angesammelt,¹ welches seitens der Wissenschaft akribisch ausgewertet, kritisiert, systematisiert und fortgedacht wird.

Beflügelt und zugleich stets aufs Neue herausgefordert werden die Rechtsanwender durch einen Normenbestand, welcher in beispiellos hoher Taktfrequenz modernisiert, aktualisiert und vor allem europarechtlich präformiert und harmonisiert² wird.³ Rechtspolitische Antriebsfedern dieses Prozesses sind dabei – in stark vereinfachter Sichtweise – einerseits das Bedürfnis, den Finanzhandelsplatz Deutschland zu fördern⁴, andererseits den Anlegerschutz zu stärken⁵ sowie den europäischen Binnenmarkt zu verwirklichen^{6,7}. In Kri-

¹ Grundlegend für den Sekundärmarkt vor allem die „Infomatec“-Trilogie: BGH Urt. v. 19.7.2004 – II ZR 218/03, NJW 2004, 2664 (Infomatec I); BGH Urt. v. 19.7.2004 – II ZR 402/02, NJW 2004, 2971 (Infomatec II) und BGH Urt. v. 19.7.2004 – II ZR 217/03, NJW 2004, 2668 (Infomatec III); sowie BGH Urt. v. 13.12.2011 – XI ZR 51/10, NZG 2012, 263 (IKB); am Primärmarkt zuletzt prägend BGH Urt. v. 17.11.2011 – III ZR 103/10, NJW 2012, 758 (Rupert Scholz); BGH Urt. v. 18.9.2012 – XI ZR 344/11, ZIP 2012, 2199.

² Überblick bei *Assmann*, in: ders./Schneider WpHG, Einl. Rn. 12 ff.; *Buck-Heeb*, KapitalmarktR, Rn. 32 ff.

³ Vgl. *Fleischer*, in: Engel/Schön (Hrsg.), Das Proprium der Rechtswissenschaft, 2007, S. 50, 62; *Sethe*, ZBB 2007, 421, 422; treffend *Merkt*, in: FS Hopt, 2010, S. 2207, 2221: „Dauerreformzustand“ des Kapitalmarktrechts.

⁴ Vgl. u. a. Veröffentlichung des Bundesministers der Finanzen „Konzept Finanzplatz Deutschland“ vom 16.1.1992, abgedruckt in WM 1992, 420; vgl. auch *Hellwig*, ZGR 1999, 781, 783 in einer Rezension des Gutachtens „Börsenreform“ unter Federführung von *Hopt*, *Fundolph* und *Baum*: „Die Chancen für den Finanzplatz Deutschland stehen nicht schlecht.“

⁵ Vgl. ausf. *Fleischer*, Gutachten F für den 64. DJT, 2002; zuvor bereits *Hopt*, Gutachten G für den 51. DJT, 1976.

⁶ Vgl. nur statt vieler Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung), ABl.