

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*, *Rudolph* 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.