

Lucas Phillip Haak

Die Schutzgesetzeigenschaft i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB von kapitalmarktrechtlichen Vorschriften

Fachbereich: Rechtswissenschaften
Vertiefungsfach: Kapitalmarktrecht
Bearbeitungsort-/-stand: Hannover, den 21. November 2022

A. Inhaltsverzeichnis

A. Inhaltsverzeichnis	II
B. Literaturverzeichnis	V
C. Die Schutzgesetzeigenschaft kapitalmarktrechtlicher Vorschriften	1
Einleitung	1
I. Einführung in die Problematik	1
II. Gang der Untersuchung	2
Kapitel 1: Grundlagen des Kapitalmarktrechts	3
I. Das Kapitalmarktrecht	3
1. Grundbegriffe des Kapitalmarktrechts	3
2. Regelungsgegenstand und -zweck des Kapitalmarktrechts	3
II. Das Schutzgesetz im Sinne des § 823 II BGB	5
1. § 823 II BGB im deliktsrechtlichen Haftungssystem	5
2. Anforderungen an das Schutzgesetz	5
a. Gesetz	5
b. Ge- oder Verbot	6
c. Individualschutzcharakter	6
aa. Allgemeiner Auslegungskanon	6
(1) Wortlaut	7
(2) Systematik	7
(3) Wille des Gesetzgebers	7
(4) Teleologie	8
bb. Europarechtliche Vorgaben	9
cc. Rechtsvergleichung	9

Kapitel 2: Die Schutzgesetzeigenschaft kapitalmarktrechtlicher Einzelnormen	10
I. Primärmarktpublizität	10
1. Primärmarktrechtliche Schutzgesetze <i>de lege lata</i>	10
2. Paradigmenwechsel durch die Rspr. des IX. Zivilsenats?	11
II. Sekundärmarktpublizität.....	13
1. Ad-hoc-Publizität, Art. 17 MAR.....	13
a. Allgemeiner Auslegungskanon	13
aa. Wortlaut und Systematik	13
bb. Wille des Gesetzgebers	14
cc. Teleologie	15
(1) Zweckorientierte Deutung der Individualschutzrichtung	15
(2) Vorrang des öffentlich-rechtlichen Haftungsregimes.....	16
(3) Vorrang spezialgesetzlicher Zivilrechtshaftung	17
b. Europarechtliche Vorgaben.....	19
aa. Bisherige EuGH-Rechtsprechung.....	19
bb. Übertragung auf die MAR.....	20
cc. Kritik.....	20
c. Eigene Würdigung.....	21
2. Regelpublizität, §§ 114 f. WpHG.....	24
a. Allgemeiner Auslegungskanon	24
aa. Wortlaut und Systematik	24
bb. Wille des Gesetzgebers	25
cc. Teleologie	26
b. Europarechtliche Vorgaben.....	28
c. Eigene Würdigung.....	28
III. Marktverhaltensrecht.....	31
1. Insiderhandelsverbot, Art. 14 MAR.....	31
a. Allgemeiner Auslegungskanon	31

aa. Wortlaut und Systematik	31
bb. Wille des Gesetzgebers	32
cc. Teleologie	32
b. Eigene Würdigung.....	33
2. Verbot der Marktmanipulation, Art. 15 MAR	34
a. Allgemeiner Auslegungskanon	34
aa. Wille des Gesetzgebers.....	34
bb. Teleologie.....	35
b. Europäische Vorgaben	35
c. Eigene Würdigung.....	35
3. Verhaltenspflichten nach §§ 63 ff. WpHG.....	36
a. Allgemeiner Auslegungskanon	36
aa. Wortlaut und Systematik	36
bb. Wille des Gesetzgebers	37
cc. Teleologie	37
b. Eigene Würdigung.....	38
Kapitel 3: Fazit und Ausblick	39
I. Fazit: Zusammenfassung der Ergebnisse.....	39
II. Ausblick: Plädoyer für eine europaeinheitliche Lösung.....	41

B. Literaturverzeichnis

- Assmann, Heinz-Dieter / Schneider, Uwe H. / Mülbert, Peter O.* (Hrsgg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Auflage 2019, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln (zit.: *Bearbeiter*, in: Assmann/Schneider/Mülbert).
- Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf / Buck-Heeb, Petra* (Hrsgg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, C.H. Beck Verlag, München (zit.: *Bearbeiter*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb).
- Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf* (Hrsgg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Auflage 2015, C.H. Beck Verlag, München (zit.: *Bearbeiter*, in: Assmann/Schütze, 4. Aufl. 2015).
- Bachmann, Gregor / Caspar, Matthias / Schäfer, Carsten / Veil, Rüdiger* (Hrsgg.), Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts im Gesellschaft- und Kapitalmarktrecht, 1. Auflage 2007, Nomos Verlag, Baden-Baden (zit.: *Bearbeiter*, in: Steuerungsfunktionen).
- Basedow, Jürgen*, Der Europäische Gerichtshof und das Privatrecht, in: Archiv für die civilistische Praxis 210 (2010), S. 157 – 195.
- Becker, Andreas*, Deliktsrechtliche Sanktionen von Verstößen gegen die kapitalmarktschützenden Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetz, 2006, Tectum Verlag, Marburg.
- Beneke, Moritz / Thelen, Martin*, Die Schutzgesetzqualität des Insiderhandelsverbots gem. Art. 14 Marktmissbrauchsverordnung, in: BKR 2017, S. 12 – 20.
- Benzinger, Tanja*, Zivilrechtliche Haftungsansprüche im Zusammenhang mit Insiderhandelsverbot und Ad hoc Publizität, 2008, Verlag Dr. Kovač, Hamburg.
- Bhattacharya, Utpal / Daouk, Hazem*, When No Law is Better Than a Good Law, in: Review of Finance Vol. 13 No. 4, Juni 2009, European Finance Association, S. 577 – 627.
- Blaurock, Uwe*, Regelbildung und Grenzen des Rechts – Das Beispiel der Finanzkrise, in: JZ 2012, S. 226 – 234.
- Buck-Heeb, Petra*, Kapitalanlagebetrug bei Anlegerwerb im Börsenhandel: Anm. zu BGH, Urt. v. 5.5.2022 – III ZR 131/20, in: ZBB 2022, S. 718 – 726.
- , Kapitalmarktrecht, 12. Auflage 2022, C.F. Müller Verlag, Heidelberg.
 - , Aktuelle Entwicklungen des Prospektrechts und der Prospekthaftung, in: BKR 2021, S. 317 – 324.
 - , Aufsichts- und zivilrechtliche Normen im Bank- und Kapitalmarktrecht: einheitliche oder gespaltene Auslegung?, in: WM 2020, S. 157 – 164.
 - , Schadensersatz nach § 823 II BGB – Insbesondere zur Schutzgesetzzeigenschaft kapitalmarktrechtlicher Normen, in: Ad Legendum 2011, 185 – 191.
- Buck-Heeb, Petra / Dieckmann, Andreas*, Die deliktische Prospekthaftung – ein scharfes Schwert für geschädigte Anleger?, in: NJW 2022, S. 2873 – 2879.
- , Die spezialgesetzliche Prospekthaftung: Missverhältnis zwischen Anbieterhaftung und Anlegerschutz, in: ZBB 2022, S. 84 – 96.
- de Larosière, Jacques* (et al.), The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, 25. Februar 2009, Brüssel (zit.: *de Larosière-Bericht*).
- Dreschner, Ingo / Fleischer, Holger / Schmidt, Karsten* (Hrsgg.), Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch – Band 4, §§ 238-342e HGB, Nachtrag ESEG-UG, 4. Auflage 2020, C.H. Beck Verlag, München (zit.: *Bearbeiter*, in: MüKo-HGB).
- Einsele, Dorothee*, Kapitalmarktrecht und Privatrecht, in: JZ 2014, S. 703 – 714.
- Enzinger, Michael*, Grundlagen und Voraussetzungen der Haftung für Erklärungen an die Öffentlichkeit, insbesondere am Kapitalmarkt, in: Aicher, Joseph / Fina, Siegfried (Hrsgg.), Festschrift für Manfred Straube zum 65. Geburtstag, 2009, Manz Verlag, Wien (zit.: *Bearbeiter*, in: FS Straube).
- Fleischer, Holger*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, in: St. Deputation des DJG (Hrsg.), Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag (DJR), 2002, C.H. Beck Verlag, München, S. F13 – F141.
- Freitag, Robert*, Überfällige Konvergenz von privatem und öffentlichem Recht der Anlageberatung, in: ZBB 2014, S. 357 – 365.
- Fuchs, Andreas* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz – Kommentar, 2. Auflage 2016, C.H. Beck Verlag, München (zit.: *Bearbeiter*, in: Fuchs-WpHG).
- Goette, Wulf / Habersack, Mathias / Kalss, Susanne* (Hrsgg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz – Band 6, §§ 329 – 415 AktG, 5. Auflage 2022, C.H. Beck Verlag, München (zit.: *Bearbeiter*, in: MüKo-AktG).

- Grechenig, Kristoffel*, Schadensersatz bei Verletzung von § 14 WpHG?, in: ZBB 2010, S. 232 – 241.
- Grigoleit, Hans Christoph*, Anlegerschutz – Produktinformation und Produktverbote, in: ZHR 177 (2013), S. 264 – 309.
- Grüneberg, Christian*, Beck'scher Kurzkommentar – Bürgerliches Gesetzbuch mit Nebengesetzen, 81. Auflage 2022, C.H. Beck Verlag, München (zit.: *Bearbeiter*, in: Grüneberg).
- Gsell, Beate / Krüger, Wolfgang / Lorenz, Stephan / Reymann, Christoph* (Hrsgg.), Beck'scher Online Großkommentar – Zivilrecht, C.H. Beck Verlag, München (zit.: *Bearbeiter*, in: Beck-OKG, § Gesetz).
- Habersack, Michael* (Red.), Münchner Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 7: Schuldrecht – Besonderer Teil IV (§§ 705 – 853), 8. Auflage 2020, C.H. Beck Verlag, München (zit.: *Bearbeiter*, in: MüKo-BGB).
- Hahn, Christoph*, Regelpublizitätshaftung – Die zivilrechtliche Haftung für fehlerhafte Regelpublizität des Emittenten und der verantwortlichen Organmitglieder am Kapitalmarkt, in: Dauner-Lieb/Habersack/Kumpan (Hrsgg.), Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Band 171, 2018, Nomos Verlag, Baden-Baden.
- Harnos, Rafael*, Effektivitätsgebot und Anlegerschutz, in: ZEuP 2015, S. 546 – 568.
- Hellgardt, Alexander*, Europarechtliche Vorgaben für die Kapitalmarktinformativhaftung, in: AG 2012, S. 154 – 168.
- Henssler, Martin* (Hrsgg.), Beck'scher Online Großkommentar – Handels- und Gesellschaftsrecht, C.H. Beck Verlag, München (zit.: *Bearbeiter*, in: Beck-OKG, § Gesetz).
- , Beck'scher Online Großkommentar – Aktienrecht, C.H. Beck Verlag, München (zit.: *Bearbeiter*, in: Beck-OKG, § Gesetz).
- Hirte, Heribert / Möllers, Thomas M. J.* (Hrsgg.), Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage 2014, Carl Heymanns Verlag, Köln, Berlin, Bonn, München (zit.: *Bearbeiter*, in: KK-WpHG).
- Höpfner, Clemens / Rütters, Bernd*, Grundlagen der europäischen Methodenlehre, in: Archiv für die civilistische Praxis 209, 2009, S. 1 – 35.
- Hopt, Klaus*, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz - insbesondere Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität, in: ZHR 159 (1995), S. 135 – 163.
- , Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? – Teil 2: Die deutsche Entwicklung im internationalen Vergleich, in: ZHR 141 (1977), S. 389 – 441.
- Jackson, Howell E. / Roe, Mark*, Public and private enforcement of securities laws: Resource-based evidence, in: Journal of Financial Economics Vol. 93 No. 2, August 2009, Elsevier Verlag, S. 207 – 238.
- Kalss, Susanne / Fleischer, Holger / Vogt, Hans-Ueli* (Hrsgg.), Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in Deutschland, Österreich und der Schweiz, 2014, Mohr Siebeck Verlag, Tübingen (zit.: *Bearbeiter*, in: Kalss/Fleischer/Vogt, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht).
- Klöhn, Lars*, Einführung, in: Beck-Texte Kapitalmarktrecht, 9. Auflage 2022, C.H. Beck Verlag, München.
- , Marktmissbrauchsverordnung: Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch – Kommentar, 1. Aufl. 2018, C.H. Beck Verlag, München.
- , Marktbetrug (Fraud on the Market), in: ZHR 178 (2014), S. 671 – 714.
- Knöpfle, Robert*, Zur Problematik der Beurteilung einer Norm als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB, in: NJW 1967, S. 697 – 702.
- Krieger, Gerd / Schneider, Uwe H.* (Hrsgg.), Handbuch Managerhaftung, 3. Auflage 2017, Verlag Dr. Otto Schmidt (zit.: *Bearbeiter*, in: HndB Managerhaftung).
- Kümpel, Siegfried* (Begr.) / *Mülbert, Peter O. / Früh, Andreas / Seyfried, Thomas* (Hrsgg.), Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Auflage 2022, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln (zit.: *Bearbeiter*, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried).
- La-Porta, Rafael / Lopez-de-Silanes, Florencio / Shleifer, Andrei*, What works in Securities Laws?, in: Journal of Finance Vol. 61 No. 1, Februar 2006, John Wiley & Sons, Ltd, S. 1 – 32.
- Lang, Volker*, Einmal mehr: zur Schutzgesetzeigenschaft der Verhaltenspflichten der §§ 63 ff. WpHG unter dem Regime von MiFID II, in: ZBB 2021, S. 47 – 57.
- Larenz, Karl*, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 6. Aufl. 1991, Springer Verlag, Berlin, Heidelberg, New York.
- Markworth, David*, Kapitalmarktinformativhaftung wegen Bilanzmanipulation, in: BKR 2020, S. 438 – 447.
- , Marktmissbrauchsverordnung und effet utile, in: ZHR 183 (2019), S. 46 – 73.

- Maume, Phillip*, Staatliche Rechtsdurchsetzung im deutschen Kapitalmarktrecht: eine kritische Bestandsaufnahme, in: ZHR 180 (2016), S. 358 – 395.
- Mock, Sebastian*, Rechnungslegungsenforcement nach Wirecard – alles auf Anfang oder punktuelle Reformen?, in: Betriebs-Berater (BB) 30/2020, S. I.
- Mülbart, Peter O.*, Wirecard 4.0, in: Archiv für die civilistische Praxis 185 (2021), S. 1 – 15.
- Mülbart, Peter O. / Steup, Steffen*, Emittentenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation am Beispiel der fehlerhaften Regelpublizität, in: WM 2005, S. 1633 – 1655.
- Möllers, Thomas M. J.*, Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts, in: Archiv für die civilistische Praxis 208 (2008), S. 1 – 36.
- Poelzig, Dörte*, Kapitalmarktrecht, 2. Auflage 2021, C.H. Beck Verlag, München.
- , Durchsetzung und Sanktionierung des neuen Marktmissbrauchsrechts, in: NZG 2016, S. 492 – 502.
- , Private Enforcement im deutschen und europäischen Kapitalmarktrecht, in: ZGR 2015, S. 801 – 848.
- Rebhahn, Robert*, Zur Methodenlehre des Unionsrechts – insbesondere im Privatrecht, in: ZfPW 2016, S. 281 - 306.
- Uhlmann, Christian*, Individualschutz im Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht, 2021, Mohr Siebeck Verlag, Tübingen.
- Schmiedel, Burkhard*, Deliktobligationen nach deutschem Kartellrecht – Erster Teil: Zivilrechtsdogmatische Grundlegung: Untersuchungen zu § 823 Abs. 2 BGB, 1974, Mohr Siebeck Verlag, Tübingen.
- Schmolke, Klaus Ulrich*, Private Enforcement und institutionelle Balance – Verlangt das Effektivitätsgebot des Art. 4 III EUV eine Schadensersatzhaftung bei Verstoß gegen Art. 15 MAR?, in: NZG 2016, S. 721 – 728.
- Scholz, Marcel*, Private Enforcement des Marktmanipulationsverbots – Haftung bei Verstößen gegen Art. 15 MAR?, in: ZBB 2022, S. 200 – 207.
- Schütt, Jan-Sebastian*, Europäische Missbrauchsverordnung und Individualschutz, 2018, Duncker & Humblot Verlag, Berlin.
- Schwark, Eberhard*, Kurs- und Marktpreismanipulation, in: Ekkenga/Hadding/Hammen (Hrsgg.), Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung – Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag, 2003, Erich Schmidt Verlag, Berlin (zit.: *Bearbeiter*, in: FS Kümpel).
- Schwark, Eberhard / Zimmer, Daniel*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage 2020, C.H. Beck Verlag, München (zit.: *Bearbeiter*, in: Schwark/Zimmer, § Gesetz).
- , Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage 2010, C.H. Beck Verlag, München (zit.: *Bearbeiter*, in: Schwark/Zimmer, 4. Aufl. 2010, § Gesetz).
- Schwarzer, Eva-Maria*, Die Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften mittels Privatrechts, 2020, in: Ebke, Werner F. (Hrsg.), Deutsches, Europäisches und Vergleichendes Wirtschaftsrecht – Band 124, Nomos Verlag, Baden-Baden.
- Seibt, Christoph / Buck-Heeb, Petra / Harnos, Rafael* (Hrsgg.), Beck'scher Online Kommentar – Wertpapierhandelsrecht, 5. Edition (Stand: 15.08.2022), C.H. Beck Verlag, München (zit.: *Bearbeiter*, in: BeckOK-WpHR, § Gesetz).
- Seibt, Christoph / Wollenschläger, Bernward*, Revision des Marktmissbrauchsrechts, in: AG 2014, S. 593 – 608.
- Sieckmann, Jan*, Recht als normatives System – Die Prinzipientheorie des Rechts, in: Alexy/Dreier (Hrsgg.), Studien zur Rechtsphilosophie und Rechtstheorie, 1. Aufl. 2009, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden.
- Spickhoff, Andreas*, Gesetzesverstoß und Haftung, 1998, Carl Heymanns Verlag, Köln, Berlin, Bonn, München.
- von Staudinger, Julius* (Begr.) / *Mansel, Heinz-Peter* (Red.), Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen – Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse (§§ 823 A – D), Neubearbeitung 2017, Verlag Dr. Otto Schmidt/de Gruyter, Köln, Berlin (zit.: *Bearbeiter*, in: Staudinger).
- , Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen – Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse (§§ 823 E-I, 824, 825), Neubearbeitung 2021, Verlag Dr. Otto Schmidt/de Gruyter, Köln, Berlin (zit.: *Bearbeiter*, in: Staudinger).
- Tountopoulos, Vassilios D.*, Market abuse and private enforcement, in: European Council on Foreign Relations (ECFR), 2014, S. 297 – 332.

C. Die Schutzgesetzeigenschaft kapitalmarktrechtlicher Vorschriften

Einleitung

I. Einführung in die Problematik

»If there are no gun laws, everyone has guns, and it is the Wild West (...). (If there are gun laws that are not enforced, (only) law abiders will not have guns (...) and so (they) cannot protect themselves and are worse off than they were in a Wild West situation.«¹

Diese dystopische, zugleich aber treffende Parabel von *Bhattacharya* und *Daouk* bezieht sich auf die zu befürchtenden Missstände, die ein nur unzureichend durchgesetztes Rechtssystem mit sich bringen soll. Rechtsverletzern würde Tür und Tor für ungerechtfertigte Wettbewerbsvorteile geöffnet, Rechtstreue mittelbar bestraft² und eine fehlende Waffengleichheit könne langfristig zu Zuständen wie im „Wilden Westen“ führen.

Zur Verhütung solcher Schreckensszenarien bedient sich der kapitalmarktrechtliche Gesetzgeber seit jeher des Instruments effektiver Rechtsdurchsetzung („*Enforced Gun Laws*“). Dieses beruht auf den Säulen der staatlichen Regulierung und mittelbaren Verhaltenssteuerung durch private Schadensersatzansprüche. Dabei zeigt die Analyse zahlreicher Europäisierungswellen, dass der Schwerpunkt der Rechtsdurchsetzung heute auf einem öffentlich-rechtlichen Aufsichts- und Sanktionsregime (sog. *Public Enforcement*) liegt, welches mit den Instrumenten der Verwarnung und Abschreckung mancherorts auch als die „Triebfeder“ der Kapitalmarktregulierung bezeichnet wird.³

Doch in jüngerer Lit. mehren sich Stimmen, die für eine flankierende zivilrechtliche Rechtsdurchsetzung (sog. *Private Enforcement*) plädieren. Zwar habe der Kapitalmarkt sein angestaubtes Image als unvollkommener Risikomarkt und „Krisentreiber“ mittlerweile verloren. Angekommen im Bürgertum, diene er heute der Finanzierung von Unternehmen, Haushalten und Staaten sowie der privaten Altersvorsorge. Indes offenbaren Vorfälle wie die

¹ *Bhattacharya/Daouk*, in: 13. Rev. Fin. 4 (2009), 577, 578.

² *Maume*, in: ZHR 2016, 358, 362.

³ Ebd., S. 360 f.

durch den US-Hypothekenmarkt ausgelöste Finanzkrise⁴ oder jüngst der *WireCard*-Skandal⁵ ein juveniles und in sich (noch) fragiles Rechtsschutzsystem für einzelne Anleger, welches einer stetigen Reevaluation seiner Durchsetzungsmechanismen bedürfe. Denn mit wachsender Popularität und Einflussnahme auf das Anlegerpublikum wüchse auch das Bedürfnis nach zusätzlichem privatrechtlichem Schutz. In dieser bisweilen lebhaft geführten Debatte erfährt auch der § 823 II BGB eine kleine Renaissance, der eine „europarechtlich determinierte Zeitenwende“ einläuten soll – dahinter steht der Gedanke, durch ein flankierendes *Private Enforcement* ein maximaleffektives System der Rechtsdurchsetzung zu schaffen, um nicht nur die Liquidität der Kapitalmärkte, sondern auch die Anlegerschaft umfassend zu schützen und, im besten Falle, Zustände wie im „Wilden Westen“ zu verhindern.

II. Gang der Untersuchung

Vor diesem Hintergrund untersucht die Ausarbeitung die Schutzgesetzeigenschaft kapitalmarktrechtlicher Vorschriften iSd § 823 II BGB. Ziel wird es sein, die wesentlichen Argumentationslinien, welche die wissenschaftliche Diskussion um den Individualschutzcharakter prägen, auf ihre Güte und Reliabilität zu überprüfen. Damit soll die Forschungsfrage beantwortet werden, inwieweit der Durchsetzungsmechanismus aus § 823 II BGB den Anforderungen des Kapitalmarktrechts gerecht werden und ein geeignetes Instrument für den – vorschnell? – postulierten Paradigmenwechsel sein kann.

Hierfür werden in Kapitel 1 die Grundlagen des Kapitalmarktrechts sowie die allgemeine Anforderungen an das Schutzgesetz methodisch deduktiv dargestellt. Alsdann widmet sich das zweite Kapitel der eingehenden Untersuchung des Schutzgesetzcharakters kapitalmarktrechtlicher Einzelnormen. Dabei sei bereits an dieser Stelle erwähnt, dass eine ganzheitliche Darstellung jeden Rahmen sprengen würde – die Arbeit beschränkt sich insoweit auf die Verschaffung eines Überblicks bzgl. der für die Diskussion maßgeblichen Vorschriften und vertieft punktuelle Argumentationslinien induktiv anhand des jeweiligen Normkontextes. Abschließend fasst Kapitel 3 die Ergebnisse thesenartig zusammen und formuliert Handlungsmöglichkeiten *de lege ferenda*.

⁴ *Blaurock*, in: JZ 2012, 226, 227.

⁵ *Mülbart*, in: AcP 2021, 1 ff.

Kapitel 1: Grundlagen des Kapitalmarktrechts

Das erste Kapitel dient der deduktiven Erläuterung der kapitalmarktrechtlichen Begrifflichkeiten (I.), der Stellung des § 823 II BGB im Deliktsrechtssystem (II. 1.) sowie der Voraussetzungen eines Schutzgesetzes (II. 2.).

I. Das Kapitalmarktrecht

1. Grundbegriffe des Kapitalmarktrechts

Kapitalmärkte sind besondere Finanzmärkte, auf denen Anleger, die einen Überschuss an langfristigen Finanzierungshilfen (sog. Kapital) halten, diese Unternehmen oder Institutionen öffentlicher Hand (sog. Emittenten) zur Finanzierung gewinnbringender Projekte zur Verfügung stellen.⁶ Dabei wird grds. zwischen Primärmärkten, auf denen Emittenten Wertpapiere erstmalig ausgeben, und Sekundärmärkten, auf denen bereits emittierte Wertpapiere zirkulieren, unterschieden.⁷ Gesetzlich geregelt wird das marktbezogene Verhalten durch die rechtlichen Normen und Standards des Kapitalmarktrechts.⁸

2. Regelungsgegenstand und -zweck des Kapitalmarktrechts

Das Kapitalmarktrecht setzt sich als sog. Querschnittsrecht aus einer Vielzahl – zum großen Teil europarechtlich geprägten – Gesetzen zusammen und umfasst nach *Hopt* „die Gesamtheit der Grundsätze und Normen (...), die sich mit dem öffentlichen Vertrieb und Umlauf von Finanzinstrumenten befassen, um den Schutz der Kapitalanleger und den Funktionsschutz von Kapitalmarkt und Wirtschaft zu gewährleisten.“⁹

a. Regelungsgegenstand und Rechtsquellen. Dabei lässt sich in neuerer Zeit zunehmend die Ablösung der richtliniengeprägten Gesetzeslage durch ein (mehrfach gestuftes) EU-Verordnungsrecht beobachten.¹⁰ Doch dieser multifunktionale und dezentralisierte Kodifikationsansatz führt dazu, dass das Kapitalmarktrecht heute geradezu „zerfleddert“¹¹ wirkt: Die organisatorischen Rahmenbedingungen und die auf Transparenz und Integrität der Märkte

⁶ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 1.

⁷ *Klöhn*, Einführung, in: Beck-Texte Kapitalmarktrecht, S. XV.

⁸ *Einsele*, in: JZ 2014, 703.

⁹ *Hopt*, in: ZHR 1977, 389, 431.

¹⁰ *Assmann* in: Assmann/Schneider/Mülbert, Einl., Rn. 7, 10.

¹¹ *Ebd.*, Rn. 10.

bezogenen Tätigkeiten sind im WpHG – früher auch als das „Grundgesetz“¹² des Kapitalmarktrechts bezeichnet – sowie in der Marktmissbrauchs-VO EU 596/2014 (MAR) kodifiziert. Regelungen für Wertpapierbörsen, die einen möglichst effizienten Rahmen für den Wertpapierhandel liefern, finden sich vorrangig im richtliniengeprägten BörsG. Die Prospektierung ist u.a. im WpPG sowie im VermAnlG geregelt.¹³

b. Regelungszweck und Regulierungsinstrumente. Das Kapitalmarktrecht betrifft in seiner *hopt'schen* Zieldualität¹⁴ sowohl den Funktionsschutz und die Sicherung der Finanzsystemstabilität des Kapitalmarktes, als auch den Anlegerschutz.¹⁵ Während Ersteres den Schutz der institutionellen, operationalen und allokativen Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes bezweckt und damit dem öffentlichen Interesse an effizienten, liquiden und stabilen Märkten dient, zielt der Anlegerschutz auf den institutionellen und individuellen Schutz der am Kapitalmarkt agierenden Investoren.¹⁶

Mit Blick auf die Forschungsfrage ist insbesondere der individuelle Anlegerschutz mit seiner zunehmend gesetzrechtlich verankerten Zivilrechtshaftung hervorzuheben.¹⁷ In dieser Schutzdimension hat das Kapitalmarktrecht auch zum Gegenstand, einzelne Kapitalmarktakteure vor unseriösen Produkten und Verhaltensweisen von Marktteilnehmern zu schützen.¹⁸ Heute stellen die marktbezogenen Publizitätspflichten – zuvörderst in Art. 17 MAR und §§ 114 f. WpHG – sowie weitere Verhaltenspflichten (u.a. §§ 63 ff. WpHG) die wohl populärsten Instrumente der Kapitalmarktregulierung dar.¹⁹ Flankiert wird dies durch das Verbot bestimmter Marktpraktiken (zB in Art. 14 f. MAR), denen redliche Kapitalmarktakteure zum Opfer fallen und sie zum Marktaustritt veranlassen können.²⁰

¹² *Hopt*, in: ZHR 1995, 135.

¹³ *Früh*, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Rn. 1.111.

¹⁴ *Hopt*, in: ZHR 1995, 135, 159: „Zwei Seiten derselben Medaille“.

¹⁵ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 6.

¹⁶ Ebd., Rn. 7 ff.

¹⁷ *Buck-Heeb*, Fn. 15, Rn. 13 ff.

¹⁸ *Einsele*, in: JZ 2014, 703.

¹⁹ *Klöhn*, Fn. 7, S. XVII.

²⁰ Ebd., S. XVII f.

II. Das Schutzgesetz im Sinne des § 823 II BGB

In jedem Fall hängt die Effektivität dieser Instrumente davon ab, wie sie durchgesetzt werden können. Als ein Mittel kommt § 823 II BGB in Betracht. Dabei werden Umfang und Grenzen durch die Stellung im Haftungssystem (1.) und durch die Anforderungen an das Schutzgesetz (2.) bestimmt.

1. § 823 II BGB im deliktsrechtlichen Haftungssystem

Das Deliktsrecht bezweckt den Schutz des Integritätsinteresses außerhalb vertraglicher Sonderbeziehungen.²¹ Dabei hat sich der Gesetzgeber gegen eine „große“, das gesamte Deliktsrecht beherrschende und mit den §§ 823 I, II und 826 BGB für drei „kleine“ Generalklauseln entschieden.²²

Während § 823 I BGB Schadensersatz (nur) für die erfolgsbezogene Verletzung von Rechtsgütern und absoluten Rechten gewährt, ohne auch das Vermögen auf Tatbestandsseite zu schützen, rekurren die § 826 und § 823 II BGB abweichend auf das Prinzip des Handlungsunrechts.²³ Dabei ermöglicht § 823 II BGB die Durchsetzung von – regelmäßig in anderen Rechtsgebieten aufgestellten – Verhaltensanforderungen,²⁴ ohne wie § 826 BGB an die engen Grenzen des Vorsatzes und sozialetischen Minimums durch schwere Sittenverstöße gebunden zu sein. Voraussetzung dafür ist zwar die Verletzung eines verhaltens- oder vermögensbezogenen Schutzgesetzes; indes kann § 823 II BGB in diesen Bereichen seine Stellung als Auffangtatbestand mit bloßer Verdeutlichungs- und Ergänzungsfunktion verlassen und die Liquidierung auch fahrlässig verursachter, reiner Vermögensschäden ermöglichen.²⁵

2. Anforderungen an das Schutzgesetz

Grammatikalisch fordert § 823 II BGB den „Verstoß“ eines „den Schutz eines anderen bezweckende[n] Gesetz[es].“ Voraussetzung ist also ein Gesetz, welches ein Ge- oder Verbot enthält und Individualschutzcharakter aufweist.

a. Gesetz

Nach Art. 2 EGBGB ist ein „Gesetz“ jede Rechtsnorm, mithin jedes Gesetz im materiellen Sinne.²⁶

²¹ *Sprau*, in: Grüneberg, Vorb. § 823 Rn. 1.

²² *Wagner*, in: MüKo-BGB, Vorb. § 823 Rn. 7, 15.

²³ *Wagner*, in: MüKo-BGB, § 823 Rn. 4 ff., 62.

²⁴ *Hager*, in: Staudinger, § 823 Rn. G3.

²⁵ Ebd., Rn. G1, G4.

²⁶ Ebd., Rn. G9.

Dabei stellt § 823 II BGB eine sog. dynamische Verweisung dar, die stets auf die derzeit gültige Rechtsnorm verweist – eine solche Lesart ist gerade bei divergierenden Gesetzgebern verfassungsrechtlich nicht unbedenklich.²⁷ Ein möglicher Verstoß gegen das Demokratieprinzip ist jedoch nicht zu befürchten, soweit der verantwortliche Bundesgesetzgeber die Existenz eines anderen Legislativorgans bei Normerlass in Rechnung gestellt oder im Nachhinein anerkannt hat.²⁸ Dies trifft mit Blick auf die Integrationsaufgabe aus Art. 23 I GG und Art. 114 AEUV auf den EU-Verordnungsgeber zu, sodass auch EU-Verordnungen und richtliniengeprägte Gesetze Schutzgesetze sein können.²⁹

b. Ge- oder Verbot

Die Rechtsnorm muss ein Ge- oder Verbot mit „Befehlsqualität“ enthalten („Verstoß“).³⁰ Solche Verstöße sind jedoch nur gegen Vorschriften denkbar, die bestimmte Verhaltensanforderungen vorschreiben.³¹

c. Individualschutzcharakter

Nach der in der Rspr. entwickelten Schutznormtheorie muss das Gesetz neben dem Schutz der Allgemeinheit auch dazu dienen, „den Einzelnen oder einzelne Personenkreise gegen die Verletzung eines Rechtsgutes zu schützen“³², also über die objektive Erreichbarkeit als bloßer Rechtsreflex hinaus gerade auch den Individualschutz „bezwecken“.

Problematisch daran ist, dass das Allgemeininteresse in der Praxis meist nichts anderes ist als die Summe der Individualinteressen; ein gesetzlicher Schutz, der einer Subjektgesamtheit zukommt, schützt regelmäßig auch jedes einzelne Subjekt als Teil der Gesamtheit und umgekehrt.³³ Der Normzweck ist daher im Wege einer umfassenden Auslegung nach allgemeinen nationalen, europäischen und rechtsvergleichenden Kriterien zu ermitteln.

aa. Allgemeiner Auslegungskanon

Ein erster Ansatzpunkt sind die für § 823 II BGB maßgeblich von *Schmiedel*³⁴

²⁷ *Spickhoff*, Gesetzesverstoß und Haftung, S. 100 f. m.w.N.

²⁸ Ebd., S. 105.

²⁹ *Schütt*, Europäische Marktmissbrauchsverordnung, S. 70.

³⁰ *Buck-Heeb*, in: Ad Legendum 2011, 185, 186.

³¹ *Becker*, Deliktsrechtliche Sanktionen, S. 10.

³² BGHZ 12, 14.

³³ *Becker*, Fn. 31, S. 11; *Knöpfe*, in: NJW 1967, 697, 699.

³⁴ *Schmiedel*, Deliktsobligationen, S. 138 ff.

konkretisierten juristischen Auslegungsmethoden.

(1) Wortlaut

Grammatikalisch soll eine Norm nach *Schmiedel* den Schutz des Einzelnen bezwecken, wenn sie ein konkretes Verletzungs- oder Gefährdungsobjekt nennt und hierfür von einem Zuordnungssubjekt ein bestimmtes Verhalten fordert.³⁵ Ferner muss sich der Personenkreis als Verletzungs- oder Gefährdungssubjekt rechtssicher von der Allgemeinheit abgrenzen lassen.³⁶

(2) Systematik

Systematisch liegt der Schutzgesetzcharakter nahe, wenn auch das Normenumfeld individualschutzrechtlich geprägt ist, mithin auch die vor- und nachstehenden Vorschriften den Schutz desselben Rechtsguts bezwecken.³⁷

Ferner könne auch der Zweck des Gesamtgesetzes zu einer „wechselseitigen Erhellung“³⁸ mit der Einzelnorm führen, wobei gerade jüngere Gesetzesvorhaben häufig ausdrückliche Klarstellungen ihrer Schutzzwecke vorweisen.

(3) Wille des Gesetzgebers

(a) *Vorgängernorm*. Historisch kann zunächst die Vorgängernorm geänderte Wertvorstellungen und dogmengeschichtliche Entwicklungslinien nachzeichnen und so Rückschlüsse auf gesetzgeberische Absichten zulassen.³⁹

(b) *Gesetzesmaterialien*. Überdies können sich Vorstellungen, Wertungen und Zwecke des Gesetzgebers auch durch die im parlamentarischen Prozess entstandenen Gesetzesmaterialien ermitteln lassen.⁴⁰

(c) *Erwägungsgründe*. Doch der EuGH zieht unionale Gesetzmaterialien aufgrund der pluralistischen Handhabe in den Mitgliedstaaten allenfalls ergänzend heran.⁴¹ An Boden gewinnt die Auslegung hier durch die Berücksichtigung der Erwägungsgründe (EG), die gem. Art. 296 II AEUV integraler Bestandteil des Gesetzgebungsdokuments sind. Auch wenn diese „unvollständig“ oder „widersprüchlich“ sein können,⁴² lässt sich als „weiche Regel“

³⁵ *Schmiedel*, Fn. 34, S. 168 f.

³⁶ BGH NJW 2018, 1671, 1673.

³⁷ *Schmiedel*, Fn. 34, S. 191.

³⁸ *Larenz*, Methodenlehre, S. 207.

³⁹ *Sieckmann*, Recht als normatives System, S. 158.

⁴⁰ *Bydlinski*, Juristische Methodenlehre und Rechtsbegriff, S. 449.

⁴¹ Vgl. EuGH, Rs. C-310/08, Slg. 2010, I-1065, Rn. 47 (Ibrahim).

⁴² *Basedow*, in: AcP 2010, 157, 169.

formulieren, dass aufgrund der demokratischen Legitimation des EU-Gesetzgebers ein Individualschutz zumindest indiziert werden kann.⁴³

(d) *Historisch-teleologische Auslegung*. Schließlich kann auch die mittelbare *ratio legis* außerhalb konkreter Gesetzesmaterialien ermittelt werden.⁴⁴

(4) Teleologie

Für die teleologische Auslegung präsumtiver Schutznormen hebt die Rspr. maßgeblich darauf ab, ob die Annahme eines individualschützenden Moments im haftungsrechtlichen Gesamtsystem tragbar erscheint. Denn § 823 II BGB formuliert eine sektorale Durchbrechung für das Prinzip, dass für reine Vermögensschäden außerhalb des Vertragsrechts kein Ersatz zu leisten ist.⁴⁵ Es gehe allerdings zu weit, dem Verletzten in allen Fällen, in denen er gegen ein individualschützendes Gesetz verstößt, auch einen Schadensersatzanspruch zuzubilligen.⁴⁶ Normativ tragbar sei dies nur, wenn „es in der Tendenz des Gesetzgebers liegen konnte, an die Verletzung des geschützten Interesses die deliktische Einstandspflicht (...) mit allen damit zugunsten des Geschädigten gegebenen Haftungs- und Beweiserleichterungen zu knüpfen.“⁴⁷

Teilweise wird kritisiert, dass sich hieraus ein „hoher Grad an Unbestimmtheit“ ergäbe und der Schutzcharakter damit „stark wertend“ interpretiert würde.⁴⁸ Dem ist insoweit zuzustimmen, als dass eine Überakzentuierung der Tragbarkeitsformel dazu führe, dass § 823 II BGB nur eine Ergänzungsfunktion beigemessen würde. Dies wäre systemwidrig, hat sich der Gesetzgeber doch für ein System *drei* kleiner Generalklauseln entschieden.⁴⁹ Andererseits gilt es zu respektieren, dass sich er im Grundsatz auch gegen eine allgemeine Fahrlässigkeitshaftung für reine Vermögensschäden ausgesprochen hat, so dass der Schaffung eines inflationären Systems an Schutzgesetzen vorzubeugen ist. Überzeugend ist daher ein Mittelweg zu wählen, wonach der Schutznormcharakter als *ultima ratio* zumindest durch andere Absicherungen des Geschädigten kontraindiziert wird, sog. Subsidiaritätsthese.⁵⁰

⁴³ Weitergehend *Rebhahn*, in: ZfPW 2016, 281, 296.

⁴⁴ *Bydlinski*, Fn. 40, S. 451.

⁴⁵ *Wagner*, in: MüKo-BGB, § 823 Rn. 569.

⁴⁶ *Knöpfle*, NJW 1967, 697, 699.

⁴⁷ BGH NJW 1976, 1740 f.

⁴⁸ *Grechenig*, in: ZBB 2010, 232, 235.

⁴⁹ *Bachmann*, in: Steuerungsfunktionen, S. 93, 121 f.

⁵⁰ Ebd., S. 123, 125.

bb. Europarechtliche Vorgaben

Bzgl. europäischer Normen ist zu beachten, dass das Europarecht maßgeblich von dem *Effet Utile* aus Art. 4 III AEUV geprägt wird, sodass auch das Gebot der praktischen Wirksamkeit in die Überlegungen einzustellen ist. Ferner ist das Sekundärrecht wegen des Bedürfnisses nach einer einheitlichen Rechtsauslegung und -angleichung „in der Regel“⁵¹ unionsautonom auszulegen.

cc. Rechtsvergleichung

Zuletzt kann eine rechtsvergleichende Analyse als „universale Interpretationsmethode“ aufschlussreich sein,⁵² wenngleich angesichts der Limitierungen hier nur kontextbezogene Erwähnungen Eingang finden werden.

⁵¹ EuGH, Rs. C-135/15, Rn. 28 (Nikiforidis).

⁵² *Bydlinski*, Fn. 40, S. 461.

Kapitel 2: Die Schutzgesetzeigenschaft kapitalmarktrechtlicher Einzelnormen

Das zweite Kapitel widmet sich einer induktiven Untersuchung prägender Argumentationslinien, wobei die präsumtive Schutzgesetzeigenschaft marktchronologisch innerhalb der Primär- (I.) und Sekundärmarktpublizität (II.) sowie anschließend im weiteren Marktverhaltensrecht (III.) beleuchtet wird.

I. Primärmarktpublizität

Die Primärmarktpublizität umfasst die Publizitätspflichten des Emittenten bei erstmaliger Emission neuer Wertpapiere, wobei heute das Regime der Prospekt-VO im Vordergrund steht. Dieses hat in Art. 11 die Sicherstellung eines wirksamen Haftungssystems in die Hände der Mitgliedstaaten gelegt. Der Gesetzgeber ist diesem Gestaltungsauftrag insbesondere in §§ 9 ff. WpPG, 306 I, II KAGB und §§ 20 ff. VermAnlG nachgekommen.

1. Primärmarktrechtliche Schutzgesetze *de lege lata*

Durch diese hohe spezialgesetzliche Regulierungsdichte wurde der Haftung aus § 823 II BGB bisher nur „marginale“ Relevanz beigemessen.⁵³ Die Diskussion betrifft im Wesentlichen Normen, die keine des Kapitalmarktrechts *ieS*⁵⁴ und auch für die Nachzeichnung der Argumentationslinien wenig ergiebig sind, sodass sich die Arbeit auf eine verkürzte Darstellung beschränkt.

a. (Kapitalanlage-)Betrug, §§ 263, 264a StGB. Die Schutzgesetzeigenschaft der §§ 263, 264a StGB wird nahezu unisono bejaht:⁵⁵ § 263 StGB zielt schon seinem Wortlaut nach auf den Schutz vor Individualtäuschungen. § 264a StGB umfasst als abstraktes Gefährungsdelikt zwar nur einen „größeren Kreis von Personen“, allerdings erwähnt die Gesetzesbegründung ausdrücklich auch den „Schutz des individuellen Vermögens.“⁵⁶

b. Unrichtige Darstellung, §§ 400 AktG, 331 HGB. Selbiges gilt nach Rspr.⁵⁷ und Lit.⁵⁸ für §§ 400 AktG, 331 HGB. Sofern man eine rechtsgutspezifische Differenzierung vornimmt, wird der Schutzgesetzcharakter bereits durch die

⁵³ *Buck-Heeb*, in: BKR 2021, 317, 321.

⁵⁴ *Hopt*, in: ZHR 1977, 389, 431.

⁵⁵ Statt aller *Fleischer*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, § 6 Rn. 18.

⁵⁶ BT-Drs. 10/318, S. 22; s.a. *Buck-Heeb*, in: ZBB 2022, 718, 724.

⁵⁷ BGHZ 149, 10, 20.

⁵⁸ *Hefendehl*, in: Beck-OKG, § 400 AktG Rn. 8/*Waßmer*, ebd., § 331 HGB Rn. 117.

Rechtsnatur als strafbewehrte Sanktionsnormen indiziert.⁵⁹ Verstärkt wird dies durch die Normzwecke, die das Vertrauen der Anteilseigner und Dritter, die zu der Gesellschaft in rechtlicher oder wirtschaftlicher Beziehung stehen, in die Richtigkeit von Erklärungen und anderen Äußerungen sowie deren individuellen Vermögensinteressen schützen.⁶⁰ Hinzu soll treten, dass § 331 III HGB den sog. Bilanzleid enthält, der (auch) das Vertrauen des Einzelnen in die Rechnungsunterlagen stärke.⁶¹

c. Auskunftspflicht, § 41 BörsG. Die Vorschrift aus § 41 BörsG dient grammatikalisch nicht individuellen Vermögensinteressen, sondern dem überindividuellen „Schutz des Publikums“, sodass der Schutzgesetzcharakter einheitlich abgelehnt wird.⁶²

d. Verleiten zur Börsenspekulation, § 26 BörsG. Anderes gilt für § 26 BörsG, bei dem sich die Individualschutzrichtung bereits grammatikalisch aus der Herausstellung der individuellen „Unerfahrenheit“ anderer ergibt. Auch der Normzweck, die Ausnutzung dieser Unerfahrenheit zu verhindern, da Einzelne die Risiken von Börsenspekulationsgeschäften unterschätzen können, spricht hierfür.⁶³ Insofern dient § 26 BörsG nicht dem Funktions-, sondern dem individuellen Anlegerschutz und ist Schutzgesetz iSd § 823 II BGB.

2. Paradigmenwechsel durch die Rspr. des XI. Zivilsenats?

De lege ferenda könnte die Diskussion um den Schutzgesetzcharakter primärmarktrechtlicher Vorschriften aber wieder an Fahrt gewinnen. Jüngst von *Buck-Heeb* und *Dieckmann* als „Neuordnung des Prospektrechts“⁶⁴ bezeichnet, stellte der XI. Zivilsenat mit einem „Paukenschlag“ den Vorrang der spezialgesetzlichen gegenüber der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung fest.⁶⁵ Nicht zuletzt wegen begünstigender Kausalitätsvermutungen,⁶⁶ sondern auch da eine solche Sperrwirkung ausweislich der §§ 16 WpPG, 306 VI 2 KAGB und 20 VI 2 VermAnlG nicht auf das Deliktsrecht durchschlägt, ist davon

⁵⁹ *Spindler*, in: Beck-OKG, § 823 BGB Rn. 266.

⁶⁰ *Wittig*, in: MüKo-AktG, § 400 Rn. 2; *Klinger*, in: MüKo-HGB, § 331 Rn. 1.

⁶¹ *Mock*, in: KK-WpHG, § 37v Rn. 151.

⁶² *Buck-Heeb*, Fn. 15, Rn. 344.

⁶³ *Kumpan*, in: Schwark/Zimmer, § 26 BörsG Rn. 1.

⁶⁴ *Buck-Heeb/Dieckmann*, in: ZBB 2022, 84.

⁶⁵ BGHZ 220, 100; BGHZ 228, 237.

⁶⁶ *Buck-Heeb/Dieckmann*, in: NJW 2022, 2873, 2879, Rn. 39, 42.

auszugehen, dass die deliktische Prospekthaftung in Zukunft wieder zu einem „scharfen Schwert“ für die Anleger wird.

Dies führt aber nicht zwangsläufig zu einer vermehrten Anzahl an Schutzgesetzen. Zwar wurde der Individualschutz (zusätzlicher) prospektrechtlicher Vorschriften in der Vergangenheit sporadisch diskutiert – namentlich genannt seien hier §§ 3 und 5 WpPG a.F.⁶⁷ Allerdings schafft das auf §§ 400 AktG, 331 HGB und §§ 263, 264a StGB beruhende Haftungsregime bereits ein nahezu lückenloses und in sich stimmiges Rechtsschutzsystem, welches den Abbau primärmarktrechtlicher Informationsgefälle⁶⁸ ausreichend sicherstellt. Selbst in den wenigen Fällen, in denen der Rückgriff auf kapitalmarktrechtliche Vorschriften ieS einzelne Anleger begünstigen würde, ist aufgrund der schutzgesetzimmanenten *de facto*-Begrenzung auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz Vorsicht geboten, um die Kohärenz der bestehenden Haftungsausgestaltung nicht zu untergraben. Dem normativen Gedanken des deliktsrechtlichen Gesamtsystems folgend, ist eine restriktive Handhabe der Schutzgesetzbeurteilung daher gerade auch innerhalb der Primärmarktpublizität angezeigt, um eine Überbeanspruchung der normspeziellen Öffnungsfunktion des § 823 II BGB zu vermeiden.

⁶⁷ Krämer/Gillessen, in: HndB Managerhaftung, Rn. 32.40 f.

⁶⁸ Ebd., Rn. 32.1.

II. Sekundärmarktpublizität

Im Vergleich zum Primärmarkt deutlich unregulierter ist die spezielle Schadensersatzhaftung auf dem Sekundärmarkt. Zur Durchsetzung der dortigen Publizitätspflichten, vorrangig aus Art. 17 MAR (1.) und §§ 114 f. WpHG (2.), wird daher kontinuierlich die Heranziehung des § 823 II BGB diskutiert.

1. Ad-hoc-Publizität, Art. 17 MAR

Art. 17 MAR dient als Rechtsnorm iSd Art. 2 EGBGB dazu, ein Informationsgefälle zwischen Insidern und uninformierten Anlegern zu beseitigen, indem ein gleicher Informationsstand der Marktteilnehmer durch das Gebot unverzüglicher Marktunterrichtung erreicht wird.⁶⁹

a. Allgemeiner Auslegungskanon

aa. Wortlaut und Systematik

(1) *Grammatikalische Auslegung.* Der isoliert betrachtete Wortlaut des Art. 17 MAR spricht weder ausdrücklich von den Schutzbedürfnissen der Anleger, noch wird das konkrete Verletzungs- oder Gefährdungsobjekt genannt. Mit der Regel *Schmiedels* soll dies eine restriktive Beurteilung des Individualschutzes indizieren. Indes ist der Wortlaut bzgl. der Schutzrichtung eher neutral gehalten⁷⁰ und für eine Interpretation daher wenig ergiebig.

(2) *Zweck des Gesamtgesetzes.* In systematischer Hinsicht bestehen keine Zweifel daran, dass die MAR ihrem Regelungszweck nach zumindest „auch“ dem Anlegerschutz dient: Art. 1 MAR zielt neben der „Integrität der Finanzmärkte“ ausdrücklich auch auf den „Anlegerschutz“ und das „Vertrauen der Anleger in diese Märkte.“ Schon aus diesem Grund geht eine in jüngerer Lit.⁷¹ vertretene Ansicht davon aus, die Verhaltensvorschriften der MAR seien Schutzgesetze iSd § 823 II BGB. Auf der anderen Seite wird dem Begriff des Anlegerschutzes eine gewisse Unschärfe attestiert,⁷² da hierunter auch allein der „überindividuelle Schutz der Anlegerschaft als Teilaspekt des Funktionsschutzes“⁷³ fallen könne.

⁶⁹ *Buck-Heeb*, Fn. 15, Rn. 479.

⁷⁰ *Uhlmann*, Individualschutz, S. 393.

⁷¹ Statt vieler *Seibt/Wollenschläger*, in: AG 2014, 593, 607.

⁷² *Schütt*, Fn. 29, S. 123.

⁷³ *Benzinger*, Zivilrechtliche Haftungsansprüche, S. 107.

bb. Wille des Gesetzgebers

(1) *Vorgängernorm.* Vorgängerin der MAR war die MM-RL 2003/6/EG, wobei der Regelungsgehalt des Art. 17 MAR durch § 15 WpHG a.F. umgesetzt wurde. Nach § 15 VI 1 WpHG a.F. war der Emittent einem anderen „nur unter den Voraussetzungen der §§ 37b f. WPHG zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet“, sodass der Schutzgesetzcharakter grds. abgelehnt wurde.⁷⁴ Hinzu trat die Gesetzesgründung zum 2. FMFG, in der die zivilrechtliche Einstandspflicht mittels der Schutzzwecklimitierung auf „funktionierende Wertpapiermärkte“ *expressis verbis* ausgeschlossen wurde.⁷⁵

(2) *Erwägungsgründe.* Zu erörtern ist aber, ob der Verordnungsgeber mit der Ablösung der RL 2003/6/EG auch die Stärkung des individuellen Anlegerschutzes forcierte. In ihrer Entwicklungslinie ist die MAR als eine kapitalmarktrechtliche Antwort auf die Finanzkrise zu lesen. Sie basiert auf den Ergebnissen der sog. *de Larosière*-Gruppe, die eine zu schwache und ungenügende Durchsetzung der Regeln der RL 2003/6/EG als (Mit-)Auslöser der Krise identifiziert hat.⁷⁶ Dabei stellt EG Nr. 49 für Art. 17 MAR klar, dass die Bekanntgabe von Insiderinformationen auch dazu dient, der „Irreführung von Anlegern“ vorzubeugen.

Für *Seibt/Wollenschläger* spricht diese Formulierung „eher für einen Schutzgesetzcharakter“. Insbesondere habe sich der Verordnungsgeber für eine „finale Verknüpfung“ von Anlegerschutz und Insiderrecht entschieden, die in der RL 2003/6/EG noch nicht zum Ausdruck gekommen sei.⁷⁷ Auch nach *Schütt* sei der neu eingefügte Begriff der „Irreführung“ in einer Gesamtschau mit den EGen Nr. 44 („Verluste (...) für die Anleger“) und Nr. 47 MAR („schadet den Anlegern“) eine „zentrale politische Weichenstellung“, die auf einen Schutz der individuellen Dispositionsfreiheit hindeute.⁷⁸ Zum Teil wird daher auch von einer „europäisch determinierten Zeitenwende“ gesprochen.⁷⁹

Dagegen argumentiert *Buck-Heeb*, dass der Schutz vor Irreführung nach wie vor nicht zu einem Individualschutz des einzelnen Anlegers, sondern zum

⁷⁴ *Uhlmann*, Fn. 70, S. 390.

⁷⁵ *Ebd.*, S. 394.

⁷⁶ EG Nr. 3, 70 MAR; *Beneke/Thelen*, in: BKR 2017, 12, 13.

⁷⁷ *Seibt/Wollenschläger*, in: AG 2014, 593, 607 (Fn. 199).

⁷⁸ *Schütt*, Fn. 29, S. 370 f. mit 438.

⁷⁹ *Krit. Markworth*, in: ZHR 2019, 46.

Schutz der Anlegerschaft als solcher führen solle. Da der EU-Gesetzgeber keine – etwa an das o.g. Prospektrecht angelehnte – zivilrechtliche Haftung vorgesehen habe, sei es „überzeugend, dies als bewusste Entscheidung gegen eine (zwingende) zivilrechtliche Haftung zur Durchsetzung des Art. 17 MAR anzusehen.“⁸⁰ Auf dieser Linie bewegen sich auch *Kumpan/Grütze*, die davon ausgehen, dass das Ziel der MAR durch das Rekurrieren allein auf die öffentliche Marktintegrität in den EGen Nr. 1, 2, 4 und 5 MAR nur auf den Funktionsschutz gerichtet sei.⁸¹

(3) *Historisch-teleologische Auslegung.* Hinsichtlich der historischen *ratio legis* wird angeführt, dass auf Rüge der *de Larosière*-Gruppe⁸² lediglich das *Public Enforcement*, nicht aber das *Private Enforcement* gestärkt wurde. So hat der Verordnungsgeber in Art. 30 f. MAR ein umfassendes Aufsichts- und Verwaltungsinstrumentarium geschaffen, welches durch strafrechtliche Sanktionen in der RL 2014/57/EU (CRIM-MAD) flankiert wird. Diese Vorgehensweise sei auffällig, da schon deutlich vor Beginn der Reformbemühungen eine weitreichende EuGH-Rspr. zum Kartell- und Lauterkeitsrecht erging,⁸³ die auf das Prinzip der funktionalen Subjektivierung des § 823 II BGB setzte und das *Public Enforcement* des EU-Gesetzgebers insoweit „ergänzte“.⁸⁴ Da sich die *de Larosière*-Gruppe nicht für eine gesetzliche Kodifikation jener Prinzipien ausgesprochen hat, sei dies als eine bewusste Entscheidung gegen die Zivilrechtshaftung zu werten.

cc. Teleologie

Teleologisch bezieht sich die Diskussion zuvörderst auf eine zweckorientierte Deutung der Individualschutzrichtung (1) sowie auf das Verhältnis zum öffentlich-rechtlichen (2) und spezialgesetzlichen Haftungsregime (3).

(1) Zweckorientierte Deutung der Individualschutzrichtung

Rechtsökonomisch analysierend merkt *Klöhn* an, dass die Informationspflichten am Sekundärmarkt keinen Schutz der individuellen Entscheidungs-

⁸⁰ *Buck-Heeb*, in: BeckOK-WpHR, Art. 17 MAR Rn. 452.

⁸¹ *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer, Art. 14 MAR Rn. 50.

⁸² Vgl. *de Larosière*-Bericht, S. 23 Rn. 84.

⁸³ S. 19.

⁸⁴ *Markwort*, in: ZHR 2019, 46, 66.

freiheit bezwecken, „weil die meisten rationalen Anleger ihre Entscheidungen nicht auf diese Informationen stützen“ würden.⁸⁵

Für *Schütt* spreche dies aber nicht *per se* gegen die Schutzgesetzeigenschaft des Art. 17 MAR, da auch nach *Klöhn*⁸⁶ zumindest die Informationshändler geschützt würden. Vielmehr handle es sich lediglich um eine Begrenzung des persönlichen Schutzbereiches.⁸⁷

Dagegen ließe sich anführen, dass auch die Beschränkungen auf Informationshändler haftungsausfernd seien, da es sich weiterhin um einen nur unbestimmten Personenkreis handle.⁸⁸ Auch ist zu konstatieren, dass *Klöhn* ausdrücklich auf den Schutz des „kompetitiven Marktes“ für Informationshändler rekurriert, also auch (nur) die überindividuelle „Informationshändlerschaft“ meinen könnte, die vor zu hohen Such- und Analysekosten bei fehlender Anlasspublizität geschützt werden solle.⁸⁹

(2) Vorrang des öffentlich-rechtlichen Haftungsregimes

(a) *Ausreichendes Public Enforcement*. Zunächst wird angeführt, dass das aufsichts- und strafrechtliche Sanktionsregime aus Art. 30 f. MAR ausreichend sei, um Verstöße gegen Art. 17 MAR zu verhindern. Solange keine empirischen Belege für Vollzugsdefizite bestehen, sei von einem funktionierenden Haftungssystem auszugehen, welches kein zusätzliches *Private Enforcement* bedürfe. Dies folge auch aus Art. 38 MAR, der die Angemessenheit des Durchsetzungsniveaus mittels Berichtspflichten stetig kontrolliert.⁹⁰

(b) *Gefahr der Überabschreckung*. Noch strenger wird argumentiert, dass ein zusätzliches *Private Enforcement* zwar die Effektivität der Rechtsdurchsetzung stärken, aber gegenteilig sogar die Gefahr einer Überabschreckung (sog. *Over-Deterrence*) schüren und so marktschwächende Mechanismen in Gang setzen könne: Eine überregulierte zivilrechtliche Haftung würde Privaten den Anreiz bieten, auch bei legalen Marktstrategien Klage zu erheben und trotz fehlender Schadensposition positive Vergleichswerte zu erzielen.⁹¹

⁸⁵ *Klöhn*, in: ZHR 2014, 671, 697.

⁸⁶ Ebd., S. 698.

⁸⁷ *Schütt*, Fn. 29, S. 372.

⁸⁸ Vgl. auch S. 33 f.

⁸⁹ *Klöhn*, Fn. 85, S. 698.

⁹⁰ *Schmolke*, in: *Klöhn*, MAR, Art. 15 Rn. 96 f.

⁹¹ *Klöhn*, in: *Kalss/Fleischer/Vogt*, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 229, 241.

(c) *Kritik*. Dagegen wird angeführt, dass der Sinn des *Public Enforcements* in der Sanktionierung unerwünschten Verhaltens liege, während zivilrechtlicher Schadensersatz vornehmlich auf Kompensation gerichtet sei. Aus dieser Wesensverschiedenheit folge, dass die Nennung des einen nicht die Negierung des anderen impliziere.⁹²

Überdies wird der Präventionsgedanke als „zweite Stoßrichtung“ des *Private Enforcements* hervorgehoben: Unternehmen müssten mögliche Schadensersatzhaftungen in ihrer Finanzplanung berücksichtigen und würden daher ein vorbeugendes Kontroll- und Überwachungssystem etablieren.⁹³ Auch würden die Verbotsnormen bei Beschränkungen auf das *Public Enforcement* zu bloßen Programmsätzen degradiert, da Behörden Verstöße bei personeller Unterbesetzung und ausgefeilten „Camouflage“-Techniken nicht erkennen würden.⁹⁴ Hier werde durch den besseren Zugang Privater zu Informationen und Beweismitteln eine dezentralisierte Anwendungskontrolle ermöglicht (sog. *Private Attorneys*).⁹⁵ Ferner würden neben Verwaltungskosten auch sog. *social costs* eingespart, da redlichen Unternehmen keine Ressourcen für die Wiederherstellung des Anlegervertrauens sowie unredliche Unternehmen keine für die Verschleierung der wahren Sachlage aufwenden müssten.⁹⁶

Schließlich ist rechtsvergleichend anzuführen, dass auch der österreichische OGH dem *Public Enforcement* keine entscheidende Aussagekraft beimisst, sodass die Schutzgesetzeigenschaft dort allgemein anerkannt ist.⁹⁷

(3) Vorrang spezialgesetzlicher Zivilrechtshaftung

(a) *Sperrwirkung der §§ 97 f. WpHG*. Für die Anlasspublizität besteht die Besonderheit spezialgesetzlicher Haftungsregelungen in §§ 97 f. WpHG, die in der Vergangenheit als „Dauerbrenner-Argument“⁹⁸ für eine Sperrwirkung herangezogen wurden: Historisch gehen die §§ 97 f. WpHG auf § 37b f. WpHG a.F. zurück, die Individualansprüche ebenfalls nur unter bestimmten Voraussetzungen – insbesondere nur bei grobem Verschulden – vorgesehen haben, um eine Ersatzpflicht nicht unangemessen weit auszudehnen. Aus

⁹² *Beneke/Thelen*, in: BKR 2017, 12, 13.

⁹³ *Möllers*, in: AcP 2008, 1, 24.

⁹⁴ *Beneke/Thelen*, in: BKR 2017, 12, 15.

⁹⁵ *Scholz*, in: ZBB 2022, 200, 203, 206.

⁹⁶ *Möllers*, in: AcP 2008, 1, 24.

⁹⁷ OGH GesRZ 2012, Rn. 5.2; krit. *Enzinger*, in: FS Straube, S. 19, 33 ff.

⁹⁸ *Schütt*, Fn. 29, S. 373.

diesem Grund war für *Schwark* eine zum gleichen Ergebnis führende, deliktische Haftung über den Weg des § 823 II BGB nicht gangbar. Es sei davon auszugehen, dass Schadensersatzansprüche nur dann bezweckt sind, wenn der Gesetzgeber sie statuiert oder erkennen lässt, dass sie nicht ausgeschlossen bleiben sollen.⁹⁹

Dem stellte sich *Bachmann* entgegen, nach dem die §§ 37b f. WpHG a.F. nicht das „letzte Wort“ des Gesetzgebers, sondern als „provisorische Teillösung“ zu verstehen seien: Eine Sperrwirkung entfalte sich nur dort, wo Freiheitsräume über Gebühr eingeschränkt, namentlich Kompensation für leichte Fahrlässigkeit ermöglicht werde.¹⁰⁰ An dieser Modifikation des Haftungsmaßstabs anknüpfend, postuliert *Schütt*, dass die heutigen §§ 97 f. WpHG „deklaratorische Ausformungen“ des § 823 II BGB seien: Aus einer Gesamtschau der §§ 97 f. WpHG mit Art. 1 und den EGen der MAR ließe sich konstatieren, dass der Gesetzgeber eine „Kehrtwende“ zur früheren Rechtslage hingelegt und sich zu einer Kompensation von Sekundärmarktschäden bekannt habe.¹⁰¹ Weiter gehen *Seibt/Wollenschläger* 2014, die den §§ 97 f. WpHG n.F. aufgrund der Ausklammerung leichter Fahrlässigkeit im Vergleich zu § 823 II BGB kaum noch praktische Bedeutung beimessen.¹⁰²

Hiergegen stellt sich *Wagner*, der eine solche Deutung angesichts bisheriger Entwicklungslinien für „schwerlich“ vertretbar hält.¹⁰³ Auch für *Buck-Heeb* entfalten die Spezialtatbestände aus §§ 97 f. WpHG entsprechend der Rechtslage zu §§ 37b f. WpHG a.F. weiterhin eine volle Sperrwirkung, damit die vorgesehene Einschränkung auf grobe Fahrlässigkeit nicht „umgangen“ werde.¹⁰⁴

(b) *Bedeutung des § 26 III 1 WpHG*. Dogmatische Schärfe könnte den §§ 97 f. WpHG n.F. in einer Gesamtschau mit § 26 III 1 WpHG n.F. verliehen werden. Wie gezeigt, wurde schon die Schutzgesetzzeigenschaft des § 15 WpHG a.F. maßgeblich mithilfe der Vorgängernorm aus § 15 VI WpHG a.F. abgelehnt.¹⁰⁵ Diese Überlegungen sollen angesichts des identischen Wortlautes in

⁹⁹ *Schwark*, in: FS Kümpel, S. 485, 499.

¹⁰⁰ *Bachmann*, Fn. 49, S. 125 ff.

¹⁰¹ *Schütt*, Fn. 29, S. 373 f.

¹⁰² *Seibt/Wollenschläger*, in: AG 2014, 593, 607 f.

¹⁰³ *Wagner*, in: MüKo-BGB, § 823 Rn. 577.

¹⁰⁴ *Buck-Heeb*, Fn. 15, Rn. 566.

¹⁰⁵ S. 14.

§ 26 III 1 WpHG n.F. fortgelten.¹⁰⁶ Dem stehe auch nicht S. 2 entgegen, wonach anderweitige Schadensersatzansprüche „unberührt“ bleiben sollen: Einerseits enthielt auch § 15 VI 2 WpHG a.F. eine entsprechende Wendung. Auch habe der Gesetzgeber mit dem – ansonsten nicht notwendigen – Verweis *nur* auf §§ 97 f. WpHG zum Ausdruck bringen wollen, den Art. 17 MAR weiterhin nicht als Schutzgesetz zu qualifizieren.¹⁰⁷

b. Europarechtliche Vorgaben

Die Entscheidung, ob eine EU-Norm mit den Mitteln des Deliktsrechts durchgesetzt werden kann, ist jedoch nur begrenzt die des nationalen Gesetzgebers. Vielmehr ist denkbar, dass Art. 17 MAR wegen des *Effet Utiles* als Schutzgesetz zu interpretieren ist.

aa. Bisherige EuGH-Rechtsprechung

Die bejahende Argumentationslinie beruft sich hierfür auf die EuGH-Rspr. zum Kartell- und Wettbewerbsrecht, in denen ein *Private Enforcement* aus Gründen des *Effet Utiles* auch ohne gesetzliche Normierung möglich sei. So hat der EuGH in der Rs. *Courage* entschieden, dass die „volle Wirksamkeit“ des unionsrechtlichen Kartellverbots, konkret die Wirkung des Art. 101 AEUV beeinträchtigt werde, wenn nicht jedermann Ersatz des Schadens verlangen könne, der ihm durch ein den Wettbewerb beschränkendes oder verfälschtes Verhalten entstanden sei.¹⁰⁸ Damit wurde erstmals auf eine dezentralisierte Anwendungskontrolle des Unionsrechts auch auf nationaler Zivilrechtsebene erkannt.¹⁰⁹ Eine dogmatische Verfeinerung erfuhr die Rspr. in der Rs. *Muñoz*, nach der neben Primärrechtsregelungen auch europäische Verordnungen für ihre „volle Wirksamkeit“ einer privaten Klagebefugnis bedürfen, welche „die Durchsetzungskraft der gemeinschaftsrechtlichen Regelungen“¹¹⁰ verstärke. Durch diese Intensivierung des *Private Enforcements* verspricht sich der EuGH einen „Effektivitätsgewinn“¹¹¹ durch die funktionale Subjektivierung der Rechtsdurchsetzung.¹¹²

¹⁰⁶ *Buck-Heeb*, in: BeckOK-WpHR, Art. 17 MAR Rn. 451 m.w.N.

¹⁰⁷ *Wagner*, in MüKo-BGB, § 823 Rn. 578.

¹⁰⁸ EuGH, Rs. C-453/99, Slg. 2001, I-6297, Rn. 31 (*Courage*).

¹⁰⁹ *Markworth*, in: ZHR 2019, 46, 63.

¹¹⁰ EuGH, Rs. C-253/00, Slg. 2002, I-7289, Rn. 32 f. (*Muñoz*).

¹¹¹ *Klöhn*, Fn. 91, S. 247.

¹¹² *Poelzig*, in: ZGR 2015, 801, 812.

bb. Übertragung auf die MAR

Dem folgend, plädiert *Hellgardt* in einem Pionierbeitrag dafür, die Ergebnisse der EuGH-Rspr. auf die MAR zu übertragen. Ein ausschließlich öffentlich-rechtliches Sanktionsregime würde den Verboten nicht zu einer „vollen“ Wirksamkeit verhelfen, sodass sich daraus die Pflicht der Mitgliedstaaten ergebe, bei Verstößen auch private Haftungsansprüche vorzuhalten.¹¹³ *Tountopoulos* ergänzt, dass die *Muñoz*-Entscheidung zeige, dass für ein *Private Enforcement* keine primärrechtliche Regelung erforderlich sei, zumal auch die Sanktionsregelung in Art. 50 der gegenständlichen VO EU 2200/96 den EuGH nicht gehindert habe, implizite Privatklagerechte für verletzte Verhaltensnormen zu bejahen.¹¹⁴

Diese Argumentation aufgreifend, lasse sich ein Effektivitätsgewinn für *Poelzig* sogar empirisch mit *La-Porta* et al.¹¹⁵ belegen, wonach sich entwickelte Märkte durch eine ausgeprägte und anlegerfreundliche Zivilrechtshaftung auszeichnen würden, während eine Durchsetzung mittels Aufsichtsbehörden vergleichsweise wenig Wirkung zeige. Daraus folge, dass eine zivilrechtliche Haftung das Aufsichtsrecht und die Durchsetzungskraft der MAR zumindest sinnvoll ergänze.¹¹⁶ Rechtsökonomisch trete die Überlegung hinzu, dass der rationale *homo oeconomicus* gesamtgesellschaftlich schädliches Verhalten unterlassen würde, soweit der erwartete Nutzen die Kosten – insbesondere aus rechtlichen Sanktionen – übersteige.¹¹⁷

cc. Kritik

Indes hat *Grigoleit* eine solche Vorgehensweise auf Grundlage des *Effet Utiles* zumindest in Bezug auf die RL 2004/39/EG (MiFID I) abgelehnt. Der Effektivitätsgrundsatz gelte nicht pauschal im Sinne einer „absoluten Maximierung“ der Wirkungen europäischer Normen. Gibt der europäische Gesetzgeber zu erkennen, die Rechtsdurchsetzung mittels eines aufsichtsrechtlichen Sanktionsrahmens zu gewährleisten, so sei die Annahme, er habe die Alternative einer zivilrechtlichen Regelbildung nicht in Rechnung gestellt, fernliegend.¹¹⁸ Dem schließt sich *Markworth* an, wonach dem EuGH eine weiter

¹¹³ *Hellgardt*, in: AG 2012, 154, 156 f., 165.

¹¹⁴ *Tountopoulos*, in: ECFR 2014, 297, 323 ff.; s.a. *Schmolke*, in: NZG 2016, 721, 725.

¹¹⁵ *La-Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer*, in: 61. J. Fin. 1 (2006).

¹¹⁶ *Poelzig*, in: ZGR 2015, 801, 820 f.

¹¹⁷ Ebd., S. 821 f.

¹¹⁸ *Grigoleit*, in: ZHR 2013, 264, 275 f.

gehende, allein auf den *Effet Utile* gestützte Interessenabwägung bereits im Ausgangspunkt verwehrt sei. Anderenfalls negiere er die dem Unionsgesetzgeber zustehende Einschätzungsprärogative und überschreite damit seinen Kompetenzbereich, was gegen das auf europäischer Ebene anerkannte „Prinzip des institutionellen Gleichgewichts“ verstieße.¹¹⁹

In diesem Geiste warnt auch *Schmolke* davor, die EuGH-Rspr. auf das Kapitalmarktrecht zu übertragen: Gerade der Vergleich mit der *Muñoz*-Rspr. könne nicht durchgreifen, da das *Enforcement* in der VO EU 2200/96 an die Mitgliedstaaten delegiert wurde. In der MAR verabschiedete sich der Verordnungsgeber aber von der traditionellen Arbeitsteilung zwischen EU-Sekundärrecht (Verhaltensnormen) und nationalem Recht (Rechtsdurchsetzung) und beschränke sich bewusst auf öffentliche Sanktionsmechanismen – eine solch klare gesetzgeberische Positionierung verbiete eine Ergänzung *qua* funktionaler Subjektivierung.¹²⁰ Hinzu komme, dass der Verordnungsgeber die Begrenzung auf ein (nur) angemessenes Effektivitätsniveau nicht mehr aus eigener Kraft erreichen könne, soweit die Mitgliedstaaten wegen des Gebots der „vollen“ Wirksamkeit ohnehin immer auch ein *Private Enforcement* vorsehen müssten.¹²¹

c. Eigene Würdigung

aa. Rechtspolitik. Nach Sichtung der Argumente ist zunächst herauszustellen, dass die Intensivierung des Individualschutzes rechtspolitisch wünschenswert wäre. Der Kapitalmarkt ist – nicht zuletzt durch die steigende europäische Regulierungsdichte – für unerfahrene Anleger undurchsichtig geworden, obwohl er einen zunehmend höheren Stellenwert für die Altersvorsorge und finanzielle Freiheit einnimmt. Daher ist es folgerichtig, dass der EU-Gesetzgeber den Anlegerschutz mit jeder Gesetzesnovelle weiter stärkt.

bb. Wortlaut und Erwägungsgründe. Semantisch lässt sich ein Individualschutz aber nicht allein aus dem dogmatisch unscharfen Begriff des Anlegerschutzes herleiten, da dieser auch (nur) auf den institutionellen Anlegerschutz gerichtet sein kann. Auch sind die EG nicht eindeutig, wengleich sich langfristig eine den Individualschutz begünstigende Entwicklung abzeichnet.

¹¹⁹ *Markworth*, in: ZHR 2019, 46, 66 f.

¹²⁰ *Schmolke*, in: NZG 2016, 721, 726.

¹²¹ *Ders.*, in: Klöhn, MAR, Art. 15 Rn. 92.

Rechtstechnisch erschöpft sich eine solche Argumentationslinie in einer (zum Teil willkürlichen) Akzentuierung der einen oder anderen Deutungsvariante, ohne zu rechtssicheren Erkenntnissen zu führen. Ihr sollte an dieser Stelle und im Folgenden keine allzu große Bedeutung beigemessen werden.

cc. Gefahr der Überabschreckung. Teleologisch kann die Auffassung, *Public* und *Private Enforcement* würden sich bestmöglich ergänzen, nicht überzeugen. Denn es ist zu bezweifeln, dass – ein zusätzliches Schutzbedürfnis unterstellt¹²² – die einzige Lösung der Weg über § 823 II BGB ist, zumal die Stärkung der Aufsichtsbehörden aufgrund ihrer gesetzlichen Verankerungen in Art. 30 f. MAR die naheliegendere Möglichkeit ist.

Entscheidend ist hier aber Folgendes: Die bejahende Ansicht verkennt, dass die gewählte Variationsbreite des Sanktionsregimes keinesfalls eine zufällige ist, sondern mit rechtsökonomischen Erwägungen wie Durchsetzungskosten, -anreizen und -spielräumen korreliert.¹²³ Die Marktmechanismen sind insoweit einer elaborierten Feinjustierung unterworfen, um die Liquidität und Volatilität der Kapitalmärkte nicht maximal, sondern lediglich optimal zu schützen. Dieses Gefüge würde gestört, soweit man allein deshalb für eine pauschale Aufrüstung des Rechtdurchsetzungsapparates¹²⁴ plädiert, um eine anlegerfreundlichere Schadenskompensation zu ermöglichen. So zeigen gerade die Entwicklungslinien in verwandten Rechtsgebieten, dass ein *Over-Enforcement* auch eine marktschwächende Überabschreckung zur Folge haben kann – namentlich genannt seien nur die sog. „räuberischen Aktionäre“ in Deutschland oder rechtsvergleichend die „*Strike Suits*“ in den USA.¹²⁵

dd. Sperrwirkung der §§ 97 f. WpHG. Bzgl. der präsumtiven Sperrwirkung ist festzustellen, dass Anleger auch ohne § 823 II BGB nicht völlig schutzlos gestellt werden. Denn schon der historische Gesetzgeber wurde mit §§ 37b f. WpHG a.F. umfassend tätig, hat die Haftung dabei auf grobe Fahrlässigkeit begrenzt und diese Prinzipien in §§ 97 f. WpHG unberührt gelassen. Dies ist angesichts der sonst zu befürchtenden Informationserdrosselung¹²⁶ der

¹²² Auch dies kann man – vorgreifend – kritisch sehen: So spricht *Harnos* in ZEuP 2015, 546, 562 explizit davon, dass das bestehende deutsche Sanktionssystem sogar dem europarechtlichen Effektivitätsgrundsatz (mit seiner Verbraucherschutzdimension) entspreche.

¹²³ Allg. *Klöhn*, Fn. 91, S. 236 ff.

¹²⁴ *Schmolke*, in: *Klöhn*, MAR, Art. 15 Rn. 96.

¹²⁵ *Klöhn*, Fn. 91, S. 240 f.

¹²⁶ *Bachmann*, Fn. 49, S. 125.

Anleger nachvollziehbar. Soweit aber *Seibt/Wollenschläger* den §§ 97 f. WpHG n.F. ihre praktische Bedeutsamkeit absprechen wollen, kann dem nicht gefolgt werden. Denn klarer als durch eine wortlautgenaue Beibehaltung des Regelungsgehaltes kann sich der Gesetzgeber kaum äußern.

Müsste § 823 II BGB insoweit aber iSd §§ 97 f. WpHG modifiziert werden, stellt sich die Frage nach der praktischen Notwendigkeit einer parallelen Deliktsrechtshaftung. Die Rspr. ist in dieser Hinsicht eher zurückhaltend und behält stets das haftungsrechtliche Gesamtsystem im Blick. Eine solche Vorgehensweise empfiehlt sich auch hier: Würde man die Schutzgesetzeigenschaft des Art. 17 MAR ergänzend zu der Haftung aus §§ 97 f. WpHG anerkennen, wäre dies für Verstöße gegen Art. 17 MAR wenig ergiebig, könnte aber mit Blick auf vergleichbare Marktverhaltensvorschriften¹²⁷ zu einem „Dammbruch“ auf nationaler Haftungsebene führen. Zu befürchten wäre die Entwicklung eines inflationären Systems (europäischer) Schutzgesetze, die langfristig auf eine Überregulierung der Kapitalmarkthaftung zusteuern. Das ist aber nicht notwendig, da der nationale Gesetzgeber nicht gehalten ist, eine effektive Sanktionierung ausgerechnet mit § 823 II BGB zu bewirken. Insofern entfalten §§ 97 f. WpHG eine Sperrwirkung zulasten des § 823 II BGB.

ee. Effektivitätsgebot. Zuletzt kann auch der *Effet Utile* zu keinem anderen Ergebnis führen. Zunächst steht es zwar außer Frage, dass ein *Private Enforcement* die Durchsetzungskraft der MAR erhöhen würde. Doch eine Intensivierung bis hin zu einer absoluten Effektivitätsmaximierung lässt sich weder dem Art. 4 III AEUV entnehmen noch ist dies mit Blick auf die unionale Gewaltenteilung empfehlenswert. Vielmehr ist die Nichtregulierung des *Private Enforcements* unter Berücksichtigung bisheriger Entwicklungslinien als Grundsatzentscheidung des europäischen Gesetzgebers aufzufassen, die *Poelzig* allein durch empirische – sowie mancherorts auch relativierte¹²⁸ – Zweckmäßigkeitserwägungen zu überspielen versucht. Dies fügt sich zwar nahtlos in die strukturelle Vergleichbarkeit von Regelungszielen und -konflikten des Kartell- und Kapitalmarktrechts ein, bringt aber das institutionelle Gleichgewicht ins Wanken.

¹²⁷ Vgl. S. 31 und S. 34.

¹²⁸ Vgl. *Jackson/Roe*, in: 93. J. Fin. Econ. 2 (2009), 207, 218 f., nach denen die Effektivität der Rechtsdurchsetzung (fast) nur mit der Intensität des *Public Enforcements* korrelieren soll.

Denn ein zusätzliches *Private Enforcement* um jeden Preis („volle“ Wirksamkeit) würde den Verordnungsgeber eher lähmen als stärken, da ihm die eigene Steuerungsfähigkeit der effektiven Rechtsdurchsetzung aus der Hand genommen würde. Dass der Verordnungsgeber allerdings davon ausgeht, das Effektivitätsniveau selbst festlegen zu können, zeigt sich in jüngerer Zeit – „in aller Deutlichkeit“¹²⁹ – auch an anderen Sekundärrechtsakten.¹³⁰ Dies ist auch folgerichtig, dient Art. 4 III AEUV nach seinem europäischen Verständnis doch allein der Sicherung eines harmonischen Rechtsniveaus, ohne aber auch überobligatorische Eingriffe in die Einschätzungsprärogative des Verordnungsgebers zu rechtfertigen. Nimmt man das Prinzip des institutionellen Gleichgewichts insoweit ernst, darf der *Effet Utile* auch nicht als „*Passepartout*“ für ein von der Legislative nicht explizit vorgesehenes, effizienzmaximiertes *Private Enforcement* missbraucht werden.

ff. Ergebnis. Art. 17 MAR ist kein Schutzgesetz iSd § 823 II BGB.

2. Regelpublizität, §§ 114 f. WpHG

Die für die Regelpublizität relevanten §§ 114 f. WpHG statuieren ein abgestuftes System der Berichterstattung, indem sie für (Inlands-)Emittenten die Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung von Jahresfinanzberichten bzw. für bestimmte Emittenten sogar halbjährige Veröffentlichungspflichten vorsehen.¹³¹

a. Allgemeiner Auslegungskanon

aa. Wortlaut und Systematik

(1) *Grammatikalische Auslegung.* Grammatikalisch richten sich die §§ 114 f. WpHG an Emittenten, wobei der Zwang zur Offenlegung auch das Marktpublikum adressiert. Die Semantik lässt jedoch keinen Rückschluss darauf zu, in welchem Interesse und zu welchem Zweck entsprechende Finanzberichte zu publizieren sind.¹³²

¹²⁹ So *Schmolke*, in: Klöhn, MAR, Art. 15 Rn. 93.

¹³⁰ Vgl. EG Nr. 83 RL 2014/17/EU, wonach den MS ausdrücklich die Wahl eingeräumt wird, ob „bestimmte von dieser RL erfasste Aspekte durch das Aufsichtsrecht“ oder „durch das Zivil- oder das Strafrecht in nationales Recht umgesetzt werden (sollen).“

¹³¹ *Schwarzer*, Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften, S. 130.

¹³² *Uhlmann*, Fn. 70, S. 416.

(2) *Vergleich mit anderen bilanzrechtlichen Vorschriften.* Systematisch wird angeführt, dass die ähnlichen Straftatbestände aus §§ 400 AktG, 331 HGB¹³³ sowie zunehmend auch die §§ 325 ff. HGB als Schutzgesetze anerkannt werden. Denn während bei Letzteren ursprünglich die Selbstinformation bzgl. einer Insolvenzgefahr, impliziert durch die Appell- und Warnungsfunktion des Jahresabschlusses, im Vordergrund stand, vollzog sich durch die Ausweitung der Offenlegungspflichten ein Wandel hin zum individuellen Drittschutz.¹³⁴ In der Rs. *Daihatsu* entschied der EuGH 1994 sogar ausdrücklich, dass die Offenlegungspflichten vorrangig der Information Dritter dienen.¹³⁵ Auch enthalten die §§ 114 f. WpHG ebenfalls den sog. Bilanzzeit, womit eine erhöhte Verlässlichkeit der Rechnungslegungsunterlagen erreicht werde.¹³⁶

Dagegen wird eingewandt, dass der deutsche „Bilanzzeit“ keine garantieähnliche Einstandspflicht für die materielle Richtigkeit des Jahresabschlusses begründe.¹³⁷ Auch bestehe wegen der Anerkennung des § 400 AktG als Schutzgesetz keine Schutzlücke, die eine entsprechende Qualifikation der §§ 114 f. WpHG erforderlich mache.¹³⁸

bb. Wille des Gesetzgebers

(1) *Vorgängernorm.* Bzgl. der Vorgängernormen aus §§ 37v f. WpHG bejahte *Mock* die zivilrechtliche Einstandspflicht mit den bilanzrechtlichen Parallelnormen.¹³⁹ Indes lehnten *Heidelbach/Doleczik* die Schutzgesetzeigenschaft auch dort mit Verweis auf fehlende Schutzlücken vollständig ab.¹⁴⁰

(2) *Gesetzesmaterialien und Erwägungsgründe.* Die §§ 114 f. WpHG dienen der Umsetzung der Art. 4 f. RL 2004/109/EG (T-RL I),¹⁴¹ wobei die Gesetzesmaterialien zum Umsetzungsakt neben der Entwicklung eines transparenten Wertpapiermarktes (nur) auf den „Schutz der Anlegerschaft“¹⁴²

¹³³ S. 10 f.

¹³⁴ *Uhlmann*, Fn. 70, S. 420 f.

¹³⁵ EuGH, Rs. C-97/96, Slg. 1997, I-6843, Rn. 24 f. (*Daihatsu*).

¹³⁶ *Mock*, in: KK-WpHG, § 37v WpHG Rn. 151.

¹³⁷ *Fleischer*, in: Assmann/Schütze, 4. Aufl. 2015, § 6 Rn. 60.

¹³⁸ *Heidelbach/Doleczik*, in: Schwark/Zimmer, § 114 WpHG Rn. 43.

¹³⁹ *Mock*, in: KK-WpHG, § 37v WpHG Rn. 151.

¹⁴⁰ *Heidelbach/Doleczik* in: Schwark/Zimmer, 4. Aufl. 2010, § 37v WpHG Rn. 43.

¹⁴¹ *Markworth*, in: BeckOK-WpHR, § 114 WpHG Rn 0.

¹⁴² BT-Drs. 16/2498, S. 26.

rekurrieren. Für *Hahn* ist diese Wendung ein erstes Indiz gegen eine Individualschutzrichtung.¹⁴³

Indes soll die zutreffende Informationsveröffentlichung auch einzelnen Anlegern „eine hinreichende Grundlage für ihre Investitionsentscheidungen geben“ und ihre „Investitionsbereitschaft am Kapitalmarkt“ fördern.¹⁴⁴ Auf selbiges zielt EG Nr. 1 T-RL I, welcher auf eine „fundierte Beurteilung ihres Geschäftsergebnisses“ rekurriert. Verstärkt wird dies durch Art. 7 T-RL I, der ausdrücklich die Regelung einer zivilrechtlichen Einstandspflicht fordert.

Für *Uhlmann* spricht der intendierte Zweck, den Anlegern eine solide Informationsgrundlage zur Verfügung zu stellen, daher für den Individualschutz.¹⁴⁵ Denn aus ökonomischer Sicht sei eine persönliche Auswertung der Informationen für Marktteilnehmer ineffizient, sodass sich ein Schutz allein der Dispositionsfreiheit der überindividuellen Anlegerschaft in einer symbolischen Wirkung erschöpfen würde. Dies könne angesichts der starken Akzentuierung des Anlegerschutzes in BT-Drs. und EGen nicht gewollt sein.¹⁴⁶

(3) *Historisch-teleologische Auslegung.* Historisch hat sich der Gesetzgeber bisher allein auf die Stärkung des *Public Enforcements* beschränkt – zB durch das Bilanzkontrollgesetz oder die Erhebung der BaFin zur dritten „Kontrollinstanz.“ Dies ist bemerkenswert, da es an Versuchen, die zivilrechtliche Kapitalmarktinformationshaftung weiter zu schärfen, über die Jahre nicht gefehlt hat.¹⁴⁷ Zu nennen sei hier der Vorstoß *Fleischers*, die §§ 37b f. WpHG a.F. mit dem gescheiterten KapInHaG zu einem generellen Haftungstatbestand auszubauen.¹⁴⁸ Dies lege nahe, der Gesetzgeber habe ein *Private Enforcement* bewusst nicht in das Regelpublizitätsregime aufgenommen.

cc. Teleologie

(1) *Sperrwirkung der §§ 97 f. WpHG?* Umstritten ist, ob die o.g. Sperrwirkung der §§ 97 f. WpHG¹⁴⁹ auf die Regelpublizität durchschlägt.

¹⁴³ *Hahn*, Regelpublizität, S. 197 f.

¹⁴⁴ BT-Drs. 16/2498, S. 26.

¹⁴⁵ *Uhlmann*, Fn. 70, S. 417.

¹⁴⁶ Ebd., S. 417 f.

¹⁴⁷ *Markworth*, in: BKR 2020, 438, 441.

¹⁴⁸ *Fleischer*, Gutachten zum 64. DJT, S. F109 ff.

¹⁴⁹ S. 22 f.

(a) *Bejahende Ansicht.* Nach *Schwarzer* schließt die Schaffung der haftungsrechtlichen Ausnahmeregelung in §§ 97 f. WpHG eine Haftung aus § 823 II BGB aus: Der Gesetzgeber habe sich in diesen Vorschriften dafür entschieden, die Haftung bei der Ad-hoc-Publizitätspflicht auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit zu beschränken. Es leuchte jedoch nicht ein, weshalb das Haftungsniveau bei der Regelpublizität aufgrund fehlender Einschränkungen höher sein soll, sodass für die Anwendung des § 823 II BGB kein Raum sei.¹⁵⁰

(b) *Vermittelnde Ansicht.* *Mülbert/Steup* plädieren für eine analoge Anwendung der §§ 37b f. WpHG a.F. (§§ 97 f. WpHG). Damit soll eine mögliche Haftungserweiterung auf leichte Fahrlässigkeit ausgeschlossen und ein kohärentes Haftungssystem geschaffen werden.¹⁵¹ Folgt man dem, so würde auch dies eine Sperrwirkung der §§ 97 f. WpHG (analog) zu Lasten des § 823 II BGB nahelegen, da ansonsten ebendiese Kohärenz torpediert würde.

(c) *Ablehnende Ansicht.* Hingegen sind die §§ 97 f. WpHG für *Uhlmann* kein Ausdruck eines haftungsrechtlichen Gesamtkonzepts, wobei er sich maßgeblich auf den „getriebenen“ und „situationsbezogenen“ Gesetzgebungsprozess zu §§ 97 f. WpHG bezieht, der „eine Reaktion auf den übermäßigen Missbrauch von Ad-hoc-Mitteilungen am Neuen Markt“ sei. Der Gesetzgeber intendierte mit §§ 97 f. WpHG allein die „präzise Feinsteuerung“ der Anlasspublizität, eine Aussage bzgl. der Regelpublizität lasse sich daraus aber nicht ableiten.¹⁵² Umgekehrt zeige sogar die Abwesenheit einer mit § 26 III 1 WpHG vergleichbaren Norm, dass die Haftung aus § 823 II BGB bei der Regelpublizität nicht ausgeschlossen sein solle; den Wertungen aus §§ 97 f. WpHG käme für § 823 II BGB allenfalls eine „Leitbildfunktion“ zu.¹⁵³

(2) *Haftungsausuferung.* Ferner sollen die §§ 97 f. WpHG auch bzgl. der Aktivlegitimation relevant sein: Innerhalb der Anlasspublizität sei der Kreis der Anspruchsberechtigten von Handlungen während eines eng umgrenzten Desinformationszeitraums abhängig¹⁵⁴ und wirke damit ganz natürlich einer Haftungsausuferung entgegen. Mangels spezialgesetzlicher Vorschriften würden

¹⁵⁰ *Schwarzer*, Fn. 131, S. 144.

¹⁵¹ *Mülbert/Steup*, in: WM 2005, 1633, 1651.

¹⁵² *Uhlmann*, Fn. 70, S. 171.

¹⁵³ Ebd., S. 169 f.

¹⁵⁴ Vgl. nur § 97 I Nr. 2 WpHG: „wenn der Dritte (...) die Finanzinstrumente *vor* dem Entstehen der Insiderinformation erwirbt und *nach* der Unterlassung veräußert“.

solche Einschränkungen bei der Regelpublizität fehlen.¹⁵⁵ Aktivlegitimiert wäre hier jeder, der behauptet, das Wertpapier erworben oder veräußert zu haben. Selbst wenn die vermeintlichen Anleger einen Schaden nicht beweisen könnten, würde allein die gerichtliche Geltendmachung zu immensen finanziellen und tatsächlichen Nachteilen führen. Denn auch ein gewonnener Gerichtsprozess sei zeitaufwendig, könne die öffentliche Reputation negativ beeinflussen, zu schlechten Prognosen führen und die Bildung von Rückstellungen erforderlich machen.¹⁵⁶

b. Europarechtliche Vorgaben

Aus europäischer Sicht wird gegen den Schutzgesetzcharakter angeführt, dass die §§ 114 f. WpHG zwar Teil eines umfassenden (materiellen) Bilanzierungsrechts seien, das Europarecht hier aber kein einheitliches Grundkonzept vorweisen könne.¹⁵⁷ Ganz im Gegenteil habe der EuGH in der Rs. *Immo Chiaradia* sogar – als „bemerkenswerten Akt der Selbstverzweigung“¹⁵⁸ – dargelegt, dass nicht von einem geschlossenen Rechnungslegungssystem auf europäischer Ebene auszugehen sei.¹⁵⁹ Sehe sich der EuGH aber schon systembedingt nicht in der Lage, harmonisierende Rechnungslegungsvorgaben zu entwickeln, würde er sich wohl „erst recht“ davor hüten, deliktische Schadensersatzfolgen an vermeintliche Verstöße zu knüpfen.¹⁶⁰

c. Eigene Würdigung

aa. Systematik und Erwägungsgründe. Anders als bei der Ad-hoc-Publizität ist festzustellen, dass sich die Individualschutzkomponente der §§ 114 f. WpHG in Systematik und EGen verdichtet, wobei Art. 7 T-RL sogar ausdrücklich auf eine zivilrechtliche Einstandspflicht rekurriert. Dogmatische Traktion erhält die Argumentation ferner durch eine Gesamtschau mit § 400 AktG und § 331 HGB: In deutlicher Parallelität sind die §§ 114 f. WpHG seit ihrer Entstehung (auch) der Information des individuellen Marktpublikums verschrieben und dienen damit nicht nur der Selbstinformation des Emittenten oder der Allokationsfunktion des Kapitalmarktes, sondern ermöglichen Anlegern, fundierte und wohlüberlegte Investitionsentscheidungen zu

¹⁵⁵ Schwarzer, Fn. 131, S. 143.

¹⁵⁶ Ebd.

¹⁵⁷ Markworth, in: BKR 2020, 438, 443.

¹⁵⁸ Ebd.

¹⁵⁹ EuGH, Rs. C-444/16 (*Immo Chiaradia*).

¹⁶⁰ Markworth, in: BKR 2020, 438, 443, 447.

treffen.¹⁶¹ Dieser Gedanke spiegelt sich auch in den Gesetzesmaterialien wider: §§ 114 f. WpHG ist als nationaler Umsetzungsakt nicht unionsautonom auszulegen, sodass namentlich die Erwägung des nationalen Gesetzgebers, die Offenlegungspflichten sollen Dritten „eine hinreichende Grundlage für ihre Investitionsentscheidungen“ geben, ein individualschützendes Moment der §§ 114 f. WpHG konstituiert.

bb. Haftungsrechtliches Gesamtsystem. Damit ist jedoch nicht gesagt, ob die Vorschriften auch normativ in das haftungsrechtliche Gesamtsystem passen.

(1) Dichotomie zwischen Historie und Teleologie. Hier ist zunächst Schwarzer beizupflichten, soweit sie aus rechtspolitischer Sicht die stärkere Haftung der Regelpublizität bei Anwendung des § 823 II BGB im Vergleich zur Anlasspublizität bemängelt. Daraus lässt sich indes nicht der Schluss ziehen, die deliktische Haftung müsse aufgrund eines aus §§ 97 f. WpHG fließenden Haftungssystems gesperrt werden. Denn eine solche Deutung würde umgekehrt zu dem fragwürdigen Ergebnis führen, dass der Emittent innerhalb der Regelpublizität nur für (bedingten) Vorsatz iSd § 826 und somit schwächer als bei der Anlasspublizität hafte. Teleologisch leuchtet die Effektivierung des § 823 II BGB mit einem durch die Leitbildfunktion der §§ 97 f. WpHG geprägten Verschuldens- und Beweislastmaßstabs daher ein.

Auf der anderen Seite ergibt sich aus historischer Sicht, dass der Gesetzgeber in der Regelpublizität allein auf ein *Public Enforcement* gesetzt hat und daher in der Tat von unterschiedlichen Regulierungskulturen ausging.¹⁶² Die Schaffung eines kohärenten Haftungssystems lag (und liegt) angesichts des gescheiterten KapInHaG und aufgrund fehlender spezialgesetzlicher Kodifikationen nicht im gesetzgeberischen Willen. Ganz aktuell zeigt sich dies sogar an den Reaktionen auf den Fall *WireCard*, in denen bislang ausschließlich eine (weitere) Verbesserung des *Public Enforcements* gefordert wird.¹⁶³

Insofern ist eine klassische Dichotomie zwischen objektiv-teleologischer und subjektiv-historischer Auslegung festzustellen. In diesen Fällen ist der Rechtsanwender aufgrund des Prinzips der Gewaltenteilung grds. an die im

¹⁶¹ So auch Uhlmann, Fn. 70, S. 422.

¹⁶² Markworth, in: BKR 2020, 438, 441.

¹⁶³ Mock, in: BB 30/2020, S. I.

Gesetzgebungsprozess getroffenen Wertentscheidungen gebunden.¹⁶⁴ Eine andere Auslegung (zB bei gewandelten Lebensverhältnissen) ist zwar möglich, kommt angesichts der steten Erneuerung des gesetzgeberischen Willens aber nicht in Betracht. Im Ergebnis bedeutet dies, dass die §§ 97 f. WpHG entgegen *Schwarzer* keine Sperrwirkung für die Regelpublizität entfalten, auf der anderen Seite aber auch – nur insoweit *Uhlmann* widersprechend – keine Leitbildfunktion für eine haftungskohärente Anwendung des § 823 II BGB aufweisen. Vielmehr sind die Wertungen aus §§ 97 f. WpHG aufgrund der divergierenden Regulierungskulturen vollständig unberücksichtigt zu lassen.

(2) *Haftungsausuferung*. Ist damit die Stellung der §§ 114 f. WpHG im haftungsrechtlichen Gesamtsystem isoliert zu betrachten, ergibt sich ein eindeutiges Ergebnis: Den §§ 114 f. WpHG fehlt es an einem einschränkenden Element, welches den Kreis der Aktivlegitimierten begrenzt. Zwar wäre es möglich, den Haftungskreis angemessen zu limitieren, dies ist mit Bedacht auf die weitreichenden Konsequenzen für Emittenten und Anleger aber eine „wesentliche“ und somit legislative Aufgabe, die nicht richterrechtlich auszufüllen ist. Das gesetzgeberisch intendierte Individualschutzmoment darf insoweit nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Anerkennung des Schutznormcharakters auch hier zu einem ausufernden *Over-Enforcement* führen kann, das marktschädigende Effekte nach sich ziehen würde.¹⁶⁵

cc. Ergebnis. §§ 114 f. WpHG sind keine Schutzgesetze iSd § 823 II BGB.

¹⁶⁴ *Larenz*, Fn. 38, S. 344.

¹⁶⁵ S. 22.

III. Marktverhaltensrecht

Unter dem Topos des Marktverhaltensrechts sind die Normen zu verstehen, die einen Verhaltenskodex für Kapitalmarktakteure aufstellen.¹⁶⁶ Dabei werden hier exemplarisch das Insiderhandels- (1.) und Marktmanipulationsverbot (2.) sowie die Verhaltensregeln nach §§ 63 ff. WpHG (3.) vorgestellt.

Vorab ist festzuhalten, dass bzgl. der MAR-Vorschriften auf die parallelen Ausführungen zu Art. 17 MAR¹⁶⁷ zu verweisen ist, sofern sich die Argumentation auf die genetische Herkunft (vgl. *de-Larosière*-Bericht), die systematische Stellung in der MAR oder die Eigenschaft als EU-Verordnung (*Effet Utile*) bezieht. Sie sollen an dieser Stelle nicht wiederholt werden.

1. Insiderhandelsverbot, Art. 14 MAR

Art. 14 MAR soll verhindern, dass Marktteilnehmer mittels Insiderinformationen ungerechtfertigte Vorteile zum Nachteil uninformierter Dritter erzielen.¹⁶⁸ Hierfür werden konkrete Verwendungs-, Empfehlungs- und Offenlegungsverbote formuliert, die einen Schutznormcharakter aufweisen könnten.

a. Allgemeiner Auslegungskanon

aa. Wortlaut und Systematik

Art. 14 MAR fordert als sog. *victimless crime*¹⁶⁹ weder eine tatsächliche Funktionsbeeinträchtigung des Kapitalmarktes, noch Vermögensschäden auf Seiten der Anleger, sodass es sich um ein abstraktes Gefährdungsdelikt handelt.¹⁷⁰ Da hiermit aber gerade kein *konkretes* Subjekt benannt wird, könnte dies mit der Regel *Schmiedels* gegen den Individualschutz sprechen.

Indes zeigen schon die §§ 264a StGB, 26 BörsG systematisch,¹⁷¹ dass das Leitmotiv bei Gefährdungsdelikten in der Sanktionierung generell gefährlicher Verhaltensweisen liegt, ohne dass damit zwangsläufig auch eine Vorwegnahme der geschützten Rechtsgüter verbunden ist.¹⁷²

¹⁶⁶ Uhlmann, Fn. 70, S. 446.

¹⁶⁷ S. 21 ff.

¹⁶⁸ EG Nr. 23 MAR; *Buck-Heeb*, Fn. 15, Rn. 360.

¹⁶⁹ *Wagner*, in: MüKo-BGB, § 823 Rn. 580.

¹⁷⁰ Uhlmann, Fn. 70, S. 463 f.

¹⁷¹ S. 10 f.

¹⁷² Uhlmann, Fn. 70, S. 463 f.

bb. Wille des Gesetzgebers

(1) *Vorgängernorm.* Nach älterer Kommentarliteratur diente die Vorgängernorm aus § 14 WpHG a.F. allein Markttransparenz, sodass der Schutznormcharakter idR abgelehnt wurde.¹⁷³

(2) *Erwägungsgründe.* Wie EG Nr. 23 MAR klarstellt, liegt das wesentliche Merkmal von Insidergeschäften in dem „ungerechtfertigten Vorteil, der mittels Insiderinformationen zum Nachteil (uninformierter) Dritter erzielt wird, (...) und infolgedessen in der Untergrabung der Integrität der Finanzmärkte und des Vertrauens der Investoren.“ Gerade im Vergleich mit EG Nr. 15 MM-RL könnte dies ein verändertes Reichweitenverständnis konstatieren: Der Verordnungsgeber erkenne hier nicht nur, dass durch Insidergeschäfte einzelne Personen geschädigt würden, sondern formuliert, dass erst *infolgedessen* (reflexartig) die Funktionsfähigkeit des Marktes beeinträchtigt werde, sodass aufgrund der umgekehrten Syntax nunmehr der Individualschutz im Vordergrund stehe.¹⁷⁴

cc. Teleologie

Aus teleologischer Sicht wird zum Teil angeführt, Art. 14 MAR falle normative aus dem deliktischen Haftungssystem.

(1) *Anwendbarkeit.* Vorab ist knapp festzustellen, dass Erwägungen zum haftungsrechtlichen Gesamtsystem auch in Bezug auf MAR-Normen zulässig sind: Zwar ist keinesfalls gesagt, dass der Verordnungsgeber den restriktiven Ansatz nationaler Gerichte teilt,¹⁷⁵ zumal die Einschränkungen mithilfe der „drei kleinen Generalklauseln“ ein nationales Produkt sind. Angesichts des Prinzips der begrenzten Einzelermächtigung kann das EU-Recht aber schwerlich einen Grad an Systembildung erreichen, der eine europäische Fortentwicklung der Schutznormtheorie zuließe.¹⁷⁶ Die ersatzweise Ausfüllung mit nationalen Kriterien stellt auch nicht die Einheitlichkeit der MAR infrage, die als Tatbestandsmerkmal weiterhin autonom auszulegen ist; der EuGH behält insoweit sein Deutungsmonopol.¹⁷⁷

¹⁷³ *Sethe*, in: Assmann/Schütze, 4. Aufl. 2015, § 8 Rn. 162.

¹⁷⁴ *Beneke/Thelen*, in: BKR 2017, 12, 13.

¹⁷⁵ *Markworth*, in: ZHR 2019, 46, 59.

¹⁷⁶ *Höpfner/Rüthers*, in: AcP 2009, 1, 12.

¹⁷⁷ *Uhlmann*, Fn. 70, S. 175 f.

(2) *Informationsarbitragemodell*. Zwar wird angeführt, dass ein Anleger, der mit einem Insider kontrahiert, mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit auch mit einem „Outsider“ gehandelt hätte, sodass es hier an einer Schadenskausalität fehle.¹⁷⁸ Dieser Umstand werde aber mit dem sog. Informationsarbitragemodell kompensiert, wonach zumindest Informationshändler einen Schaden erleiden würden: Diese erkennen mithilfe legaler Informationsvorsprünge Differenzen zwischen Marktpreis und Fundamentalwert eines Wertpapiers und monetarisieren diese durch entgeltliche Weitergabe der Informationen oder eigene Beteiligung an Transaktionen (sog. Arbitragemöglichkeit).¹⁷⁹ Durch die illegale Ausnutzung ihres Informationsmonopols würden Insider aber die Profitmöglichkeiten beteiligter Informationshändlern in der Desinformationsphase reduzieren.¹⁸⁰ Ferner könnten Unbeteiligte die ausgelösten Kursbewegungen missverstehen und entgegengesetzt handeln, sodass auch mittelbare Schäden nicht ausgeschlossen seien.¹⁸¹

(3) *Kritik*. Folgt man dem, so sei mit *Schütt* aber eine völlig unkalkulierbare Haftungsausuferung zu befürchten. Denn grds. wäre jeder Informationshändler, der durch eigene Transaktionen innerhalb der Desinformationsphase eine Profitminderung nachweise, anspruchsberechtigt. Auch die Lösung, dass man einschränkend nur auf die Informationshändler abstellt, die Vertragspartner eines Insiders geworden sind, sei bedenklich: Zwar bliebe der Haftungskreis überschaubar, dem betroffenen Händler flösse jedoch „als Geschenk des Himmels“ ein Insidergewinn zu, der ökonomisch der gesamten Gruppe zustehe.¹⁸²

b. Eigene Würdigung

Neben der Argumentationslage zu Art. 17 MAR¹⁸³ erlangt die zu befürchtende Haftungsausuferung für Art. 14 MAR eigenständige Bedeutung, wobei der Ansicht *Schütts* beizupflichten ist: Es ist völlig unklar, welchem Kapitalmarktakteur in welcher Höhe ein Schadensersatz zustehen soll, sofern man sich nicht über gefestigte Kausalitätserfordernisse hinwegsetzen will. Den rechtstechnisch überzeugendsten Ansatz liefert noch das

¹⁷⁸ *Buck-Heeb*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, § 8 Rn. 308.

¹⁷⁹ *Beneke/Thelen*, in: BKR 2017, 12, 16.

¹⁸⁰ Ebd.

¹⁸¹ Ebd., S. 18.

¹⁸² *Schütt*, Fn. 29, S. 554 f.

¹⁸³ S. 21 ff.

Informationsarbitragemodell, welches jedoch eine unkalkulierbare bzw. nur wenig durchsichtige Zufallshaftung nach sich ziehen würde. Gerade sofern man auch eine nur mittelbare Schädigung in die Erwägungen einstellt, wäre das präsumtive Haftungsrisiko für Insider nicht erkennbar. Dies führt dazu, dass ein darauf gestützter Schadensersatzanspruch schon im Grundsatz unverhältnismäßig sein muss. Ferner legt der weite Haftungskreis ein eher spezialgesetzliches Kompensationssystem nahe, um die Möglichkeit einer angemessenen Haftungsbegrenzung in den Händen des Verordnungsgebers zu belassen und damit die Steuerung der Rechtsdurchsetzung nicht judikativ auszulagern. Da ein solches Gesetz bewusst nicht auf den Weg gebracht wurde, kann eine ersatzweise Kompensation durch § 823 II BGB nicht überzeugen.

Art. 14 MAR ist damit kein Schutzgesetz iSd § 823 II BGB.

2. Verbot der Marktmanipulation, Art. 15 MAR

Art. 15 MAR verbietet im Zusammenspiel mit §§ 119 f. WpHG (sog. zweistufiges Sanktionssystem) handels- und informationsgestützte Kurs- und Marktmanipulationen iSd Art. 12 MAR.¹⁸⁴

a. Allgemeiner Auslegungskanon

aa. Wille des Gesetzgebers

(1) *Vorgängernorm.* Schon zuvor hat der BGH den Schutznormcharakter des § 20a WpHG a.F. mithilfe der Gesetzgebung abgelehnt, dass das Verbot der Marktmanipulation „der Wahrung der Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung an Börsen und organisierten Märkten“ und allenfalls „mittelbar (dem) Anlegerschutz“ diene.¹⁸⁵ Auch die Lit. ging deshalb von einem *droit constant* zu der Vor-Vorgängernorm aus § 88 BörsG a.F. aus.¹⁸⁶

(2) *Erwägungsgründe.* Nach EG 44 MAR soll die Manipulation von Referenzwerten nicht nur das Marktvertrauen beeinträchtigen, sondern auch zu „beträchtlichen Verlusten für die Anleger“ führen. Auch EG Nr. 47 MAR spricht davon, dass die Verbreitung falscher oder irreführender Informationen Anleger „in besonderer Weise (schade), weil sie sie dazu veranlasst, ihre

¹⁸⁴ *Buck-Heeb*, Fn. 15, Rn. 654 f.

¹⁸⁵ BGH NZG 2012, 263, 264 Rn. 12.

¹⁸⁶ *Fleischer*, in: Fuchs-WpHG, § 20a Rn. 154.

Anlageentscheidungen auf unrichtige oder verzerrte Informationen zu stützen.“ Jedenfalls für *Poelzig* erkenne der Verordnungsgeber den individuellen Anlegerschutz mit dieser Wendung explizit an.¹⁸⁷

bb. Teleologie

Auch teleologisch ist auffällig, dass der BGH darauf erkannte, ein Anspruch aus § 823 II BGB iVm § 20a WpHG a.F. sei nicht erforderlich, da dem Anleger „mit § 37b f. WpHG Anspruchsgrundlagen zur Liquidation eines etwaigen Schadens zur Verfügung (stünden).“¹⁸⁸ Dies könnte eine Sperrwirkung der heutigen §§ 97 f. WpHG für das Marktmanipulationsverbot nahelegen.

b. Europäische Vorgaben

Speziell für Art. 15 MAR sieht *Klöhn* starke Einschränkungen einer funktionalen Subjektivierung durch den *Effet Utile*: Differenzierend sei ein solcher „Effektivitätsgewinn“ allenfalls innerhalb der *informationsgestützten* Marktmanipulation zu sehen. Denn nur hier werde durch den Anreiz Privater, anonyme Täter den Behörden zu melden, einer Identifikationsverschleierung durch Einleitung behördlicher Ermittlungen entgegengewirkt und so Marktmissbrauch effektiv bekämpft.¹⁸⁹

c. Eigene Würdigung

Die Argumentationslinien für eine Schutzgesetzeigenschaft verlaufen grds. parallel zu denen zu Art. 17, 14 MAR.¹⁹⁰

aa. Sperrwirkung. Soweit der BGH aber speziell für § 20a WpHG a.F. (Art. 15 MAR) eine Sperrwirkung durch §§ 37b f. WpHG a.F. (97 f. WpHG n.F.) annimmt, ist dem einen Riegel vorzuschieben. Denn eine solche Argumentation kann schon bei der Regelpublizität nicht überzeugen,¹⁹¹ sodass eine Übertragung auf Art. 15 MAR aufgrund der divergierenden Regulierungskultur „erst recht“ ausscheiden muss.

bb. Erwägungsgründe. Augenfällig ist, dass EG Nr. 47 MAR die „Transaktionsentscheidungen“ einzelner Anleger hervorhebt, wie sie schon bei §§ 114 f. WpHG für einen Individualschutz sprechen.¹⁹² Allerdings ist eine nur

¹⁸⁷ *Poelzig*, in: NZG 2016, 492, 501.

¹⁸⁸ BGH NZG 2012, 263, 264 Rn. 12.

¹⁸⁹ *Klöhn*, Fn. 91, S. 246 ff., 249; s.a. *Schmolke*, in: NZG 2016, 721, 724.

¹⁹⁰ S. 21 ff. und S. 33.

¹⁹¹ S. 29.

¹⁹² S. 25 f.

darauf gestützte Argumentation mit den Einwänden *Hahns* schon dort nicht zwingend. Vielmehr ist der eindeutige Art. 7 T-RL I ausschlaggebend, der für Art. 15 MAR gerade nicht fruchtbar gemacht werden kann. Ferner wurde schon mit § 20a WpHG a.F. ein nur „mittelbarer Anlegerschutz“ forciert; ein gewollter Paradigmenwechsel in Art. 15 MAR, nunmehr durch den Verordnungsgeber, tritt hier nicht eindeutig zu Tage. Entscheidend ist aber, dass die Begründung zu §§ 114 f. WpHG maßgeblich auf der Vergleichbarkeit zu bilanzrechtlichen Parallelvorschriften beruht, die für Art. 15 MAR fehlen.

cc. Ergebnis. Auch Art. 15 MAR ist kein Schutzgesetz iSd § 823 II BGB.

3. Verhaltenspflichten nach §§ 63 ff. WpHG

Die §§ 63 ff. WpHG enthalten einen Katalog an (Wohl-)Verhaltensgeboten.

a. Allgemeiner Auslegungskanon

aa. Wortlaut und Systematik

(1) *Grammatikalische Auslegung.* In § 63 I, II WpHG heißt es, dass die Dienstleistungen „ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse seiner Kunden zu erbringen“ und Interessenkonflikte offenzulegen seien, „um nach vernünftigem Ermessen zu gewährleisten, dass das Risiko der Beeinträchtigung von Kundeninteressen vermieden wird.“ Für *Wagner* könne ein Individualschutz nicht deutlicher formuliert werden.¹⁹³

(2) *Öffentlich-rechtliche Normen.* Systematisch wird gegen den Schutznormcharakter angeführt, dass es sich im Kern um öffentliches Aufsichtsrecht handle, welches für private Anlageberatungsverträge keine rechtliche Bedeutung habe.¹⁹⁴

Dagegen soll sprechen, dass der BGH selbst von einer „Ausstrahlwirkung einzelner Pflichten“ auf das Zivilrecht ausgehe: Das Aufsichtsrecht stünde zu zivilrechtlichen Normen in keinem Spannungsverhältnis, sondern sei „als Ausdruck eines allgemeinen (flächendeckenden) Rechtsprinzips bei der Auslegung der Vertragserklärungen zu berücksichtigen.“¹⁹⁵ *Buck-Heeb* moniert aber, dass der BGH hier nicht die Verzahnung von Aufsichts- und Zivilrecht,

¹⁹³ *Wagner*, in MüKo-BGB, § 823 Rn. 581.

¹⁹⁴ BGH BKR 2001, 38, 40.

¹⁹⁵ BGH BKR 2014, 370, 373 Rn. 37.

sondern nur die Einwirkung eines „übergeordnetes“ Rechtsprinzips auf beide Ebenen konstatiere.¹⁹⁶

bb. Wille des Gesetzgebers

(1) *Vorgängernormen.* Die hL hat den Vorgängernormen aus §§ 31 ff. WpHG a.F. einen Schutzgesetzcharakter beigemessen, soweit sie individuell-kundenbezogene Verhaltenspflichten begründen.¹⁹⁷ Auf der anderen Seite hat der BGH u.a. für §§ 31 I Nr. 2, 31d WpHG a.F.¹⁹⁸ ausgeführt, dass diese als bloße Organisationsregeln keine Schutzgesetze seien.

(2) *Gesetzesmaterialien.* Inhaltlich gehen die §§ 63 ff. WpHG auf Umsetzungen der RL 2014/65/EU (MiFID II) zurück, das aus der Erkenntnis, unzureichende Sanktionen hätten zur Finanzkrise beigetragen, die „Stärkung des Anlegerschutzes“ bezweckte.¹⁹⁹ Auf der anderen Seite konzentriert sich der nationale Gesetzgeber auch nach MiFID II allein auf das *Public Enforcement*, welches er überdies in MiFID I noch ausdrücklich als wirksam, abschreckend und verhältnismäßig bezeichnete.²⁰⁰

cc. Teleologie

Poelzig führt an, dass dem Anlegerschutz über die (Beratungs-)Vertragshaftung und flankierende Schutzgesetze aus §§ 263, 264a StGB „ausreichend“ Rechnung getragen werde,²⁰¹ zumal nach Ansicht des BGH ansonsten die hohen Anforderungen der Vertretereigenhaftung aus § 311 III BGB und deliktisch aus § 826 (Vorsatz) unterlaufen würden.²⁰² Mit der Subsidiaritätstheorie gelte es daher zu vermeiden, dass die §§ 63 ff. WpHG zu „Jedermannspflichten“ umqualifiziert und eine persönliche Mitarbeiterhaftung für einfachfahrlässige Vermögensschäden ermöglicht werde.²⁰³

Dagegen wendet *Lang* ein, dass bei Schaffung der §§ 63 ff. WpHG n.F. „(d)er Schutz des individuellen Anlegers (...) eines der beiden zentralen Richtlinienziele“ gewesen sei und „sogar ausdrücklich ein Verbot“ enthalte, sodass

¹⁹⁶ *Buck-Heeb*, in WM 2020, 154, 160.

¹⁹⁷ *Fuchs*, in: Fuchs-WpHG, Vorb. §§ 31 ff. Rn. 101.

¹⁹⁸ BGHZ 170, 226, 232 Rn. 19; NZG 2013, 1226, 1228 f. Rn. 24.

¹⁹⁹ BT-Drs. 18/10936, S. 2 f.

²⁰⁰ *Poelzig*, in: BeckOK-WpHR, § 63 WpHG Rn. 3.1.

²⁰¹ Ebd., Rn. 232.

²⁰² BGH NJW 2008, 1734, 1735 Rn. 16.

²⁰³ BGHZ 175, 276, 281 f. Rn. 20.

der Gesetzgeber bewusst auch den zivilrechtlichen Schutz stärken wollte.²⁰⁴ Vermittelnd will auch *Freitag* die Schutzgesetzeigenschaft bejahen, aber die untergeordneten Angestellten aus dem Haftungskreis herausnehmen, da sich die Vorschriften ausschließlich an Wertpapieranbieter richten.²⁰⁵

b. Eigene Würdigung

aa. Wortlaut und Rechtsnatur. Auch wenn *Lang* zuzugestehen ist, dass die Natur als Aufsichtsrecht nicht *per se* gegen die Schutzgesetzeigenschaft spricht, kann jedenfalls die Begründung, namentlich die Ausgestaltung als „Verbotsnorm“, nicht überzeugen, da damit nicht zwangsläufig auch ein Individualschutzcharakter einhergeht.²⁰⁶ Doch wie *Wagner* zutreffend anmerkt, spricht der Wortlaut, der den individuellen Anlegerschutz nunmehr ausdrücklich adressiert, zusammen mit Historie und Regelungszielen von MiFID II eindeutig für einen solchen Paradigmenwechsel.

bb. Haftungsrechtliches Gesamtsystem. Allerdings verdient die Ansicht *Poelzigs* Beifall, soweit sie auf das haftungsrechtliche Gesamtsystem rekurriert: Die Bedeutung des § 823 II BGB wäre angesichts flankierenden Vertragsrechts gering, während Grenzfälle über die strafrechtlichen Schutzgesetzeigenschaft gelöst werden können. Dort, wo die §§ 63 ff. WpHG eigenständige Geltung erlangen, überzeugt aufgrund des umfangreichen *Public Enforcements* eher zurückhaltende Handhabe: Hier kann die Auffassung *Freitags* zwar insofern tragen, dass auf eine generelle Beschränkung des Haftungskreises zu plädieren wäre. Allerdings will die Einstellung in das haftungsrechtliche Gesamtsystem nicht allein eine Haftungsausuferung vermeiden, sondern auch der *ultima-ratio*-Funktion des § 823 II BGB Rechnung tragen. Dies gilt umso mehr für den „bunten Strauß“ an Verhaltenspflichten aus §§ 63 ff. WpHG, da auch hier ein nicht notwendiger „Dambruch“ durch eine zu starke Akzentuierung präventiver Zwecke zu befürchten wäre.

cc. Ergebnis. Die §§ 63 ff. WpHG sind keine Schutzgesetze iSd § 823 II BGB.

²⁰⁴ *Lang*, in: ZBB 2021, 47, 53.

²⁰⁵ *Freitag*, in: ZBB 2014, 357, 363.

²⁰⁶ S. 6.

Kapitel 3: Fazit und Ausblick

Das dritte Kapitel gelangt unter thesenartiger Zusammenfassung der erzielten Ergebnisse zu der Beantwortung der Forschungsfrage (I.) und schließt mit einem (kurzen) Ausblick auf die künftige Rechtsentwicklung bzgl. der Schutzgesetzeigenschaft kapitalmarktrechtlicher Vorschriften (II.).

I. Fazit: Zusammenfassung der Ergebnisse

De lege lata ist die Annahme eines Schutznormcharakters kapitalmarktrechtlicher Vorschriften nur in absoluten Ausnahmefällen gerechtfertigt.

1. Das Problem anlegerschutzimmanenter Zieldualität. Dieses Ergebnis lässt sich allerdings nicht eindeutig aus Wortlaut, Gesetzesbegründung und Erwägungsgründen herleiten. Wengleich zu konstatieren ist, dass insbesondere der Verordnungsgeber mit jeder neuen Gesetzesnovelle zunehmend auch den Anlegerschutz in den Mittelpunkt rückt – dies ist geradezu „des Pudels Kern“ der einer Schutzgesetzeigenschaft aufgeschlossenen Ansicht –, kann dieser auch nur auf den überindividuellen Publikumsschutz gerichtet sein. Angesichts dieser besonderen, um im Bilde *Hopts* zu bleiben, „anlegerschutzimmanenten Zieldualität“ muss bezweifelt werden, dass eine für den individuellen Anlegerschutz plädierende Deutungsvariante potent genug ist, ein gesetzlich nicht ausdrücklich vorgesehenes Schadensersatzsystem dogmatisch zu legitimieren. Dies gilt umso mehr, als dass dem Gesetz- bzw. Verordnungsgeber gut daran gelegen wäre, einen gewollten Paradigmenwechsel auch ausdrücklich als einen solchen zu benennen und sich nicht hinter ambivalenten Hinweisen zur Schutzrichtung in Gesetzesmaterialien und Erwägungsgründen „zu verstecken“.

These I:

»Eine auf Wortlaut, Gesetzesbegründung und Erwägungsgründe gestützte Argumentationslinie ist angesichts der „anlegerschutzimmanenten Zieldualität“ nur bedingt aussagekräftig, um die Schutzgesetzeigenschaft kapitalmarktrechtlicher Vorschriften zu legitimieren.«

2. *Kein Private Enforcement qua Europarecht.* Auch soweit man die Schutzgesetzeigenschaft europarechtlich geprägter Vorschriften aus dem *Effet Utile* herleiten will, ist dem eine Absage zu erteilen. Denn dieser dient als allgemeiner Rechtsgrundsatz (nur) der ergänzenden Auslegung der Verträge und darf nicht als Generalschlüssel („*Passepartout*“) für ein maximaleffektives (*Over-Enforcement*) europäischer Verordnungsnormen missbraucht werden. Ansonsten wäre ein massiver Eingriff in die legislative Einschätzungsprärogative zu befürchten, der dem Ordnungsgeber die eigene Steuerungsfähigkeit angemessener Rechtsdurchsetzung aus der Hand nehmen und so die europarechtlich verankerte Gewaltenverzahnung ins Wanken bringen würde.

These II:

»Der Effet Utile kann mit Bedacht auf den Grundsatz des institutionellen Gleichgewichts nicht als entscheidendes Argument für ein zusätzliches Private Enforcement herangezogen werden.«

3. *Haftungsrechtliches Gesamtsystem.* Drittens fordert die *ultima-ratio*-Funktion des § 823 II BGB eine restriktive Beurteilung des Schutzgesetzcharakters, um dem Prinzip nur sektoraler Durchbrechungen gerecht zu werden. Für eine darauf gestützte Argumentationslinie bedeutet dies zweierlei: Zunächst muss der Schutzgesetzcharakter dort versagt werden, wo der Gesetzgeber (abschließend) spezialgesetzlich tätig geworden ist. Doch auch, wenn die Sperrwirkung wegen divergierender Regulierungskulturen nicht auf andere Bereiche des Kapitalmarktrechts durchschlägt, spricht zumindest ein umfassendes *Public Enforcement* gegen ein flankierendes *Private Enforcement*. Denn ansonsten wäre die Schaffung eines inflationären Systems an Schutzgesetzen und somit ein „Dambruch“ zu befürchten, der eine weitreichende Haftung für fahrlässig verursachte, reine Vermögensschäden ermöglichen würde. Langfristig gesehen, besteht dadurch die Gefahr der Überabschreckung, welche die Liquidität und Volatilität der Kapitalmärkte nachhaltig schwächen könnte.

These III:

»Um eine Übermaßhaftung zu verhindern und einem inflationären System an Schutzgesetzen vorzubeugen, kann der Schutzgesetzcharakter kapitalmarktrechtlicher Vorschriften nur bei einem besonderen haftungsrechtlichen Bedürfnis angenommen werden.«

4. *Beantwortung der Forschungsfrage.* Vor diesem Hintergrund ist die Norm aus § 823 II BGB *de lege lata* kein geeignetes Instrument, um den postulierten Paradigmenwechsel einzuleiten. Denn solange der Gesetz- oder Verordnungsgeber eine effektive Rechtsdurchsetzung durch andere Mechanismen – seien sie öffentlich-rechtlicher oder spezialgesetzlicher Natur – ausreichend sicherstellt, besteht keine Notwendigkeit, über das Instrument der mittelbaren Verhaltenssteuerung durch private Schadensersatzklagen zusätzlichen Druck auf die Kapitalmarktakteure auszuüben. Vielmehr gilt es, die legislative Entscheidung für ein schlagkräftiges öffentlich-rechtliches Aufsichts- und Sanktionsregime zu respektieren und nur im Falle massiver Vollzugsdefizite oder Rechtsnotstände judikativ korrigierend einzugreifen.

II. Ausblick: Plädoyer für eine europaeinheitliche Lösung

Doch mit den Worten *Langs* kann das, „was heute gilt, (...) morgen schon Makulatur sein.“²⁰⁷ Auch wenn derzeit kein gesteigertes Bedürfnis für ein flankierendes *Private Enforcement* besteht, kann sich dieses bei zukünftigen (Miss-)Entwicklungen als ein rechtlich wie ökonomisch wirkkraftiger Durchsetzungsmechanismus erweisen. Dies darf auch für die Fortbildung der Kapitalmarktregulierung nicht verkannt werden, welche für viele Menschen heute Wohlstandssicherung und Altersvorsorge gewährleistet, dabei aber – so belegen aktuelle Krisen – eine bemerkenswerte Vulnerabilität aufweist.

Gleichwohl sollte *de lege ferenda* eine europaeinheitliche Lösung unter Beteiligung des EU-Gesetzgebers erwogen werden. Denn Ziel muss sein, keinen maximalwirksamen, sondern weiterhin einen optimalen Grad der Rechtsdurchsetzung zu forcieren, der zu diesem Zwecke auch einer fortlaufenden

²⁰⁷ *Lang*, in: ZBB 2021, 47.

Feinjustierung seiner Wirkmechanismen – seien sie kostenrechtlicher, anreizgetriebener oder politischer Natur – bedarf. Dies dient der Sicherung eines einheitlichen Durchsetzungsniveaus in den Mitgliedstaaten und somit der Verhinderung eines europarechtlichen „Flickenteppichs“, in dem Mitgliedstaaten, die das „scharfe Schwert“ des Deliktsrechts heute schon gebrauchen, durch Verlust von Unternehmen, Kapitalströmen und Investoren wirtschaftlich abgehängt würden.

Letztlich liefe man ansonsten Gefahr, ein durch nationale Alleingänge veranlasstes, divergierendes Haftungsniveau auf europäischer Ebene zu schaffen, welches – überspitzt formuliert – sogar die Umkehrung des von *Bhattacharya und Daouk* eingangs beschriebenen Wild-West-Gleichnisses befürchten ließe.

These IV:

»Nicht nur ein fehlendes, sondern auch ein Over-Enforcement von „Gun Laws“ kann zu einer aushebelnden Waffenungleichheit führen und das mitgliedstaatsbezogene Marktgleichgewicht ins Wanken bringen – und in diesem Fall würden rechtstreue Mitgliedstaaten („Law Abides“) tatsächlich schlechter gestellt, als sie im Wilden Westen je gestanden hätten.