

DANIEL DEDEYAN

PD Dr. iur, LL.M. (Yale), Rechtsanwalt, Privatdozent an der Universität Zürich

# Regulierung der Unternehmens- kommunikation

Aktien- und Kapitalmarktrecht  
auf kommunikationstheoretischer Grundlage



Nomos

Schulthess § 2015

## Inhaltsverzeichnis

<i>Vorwort</i>	VII
<i>Inhaltsübersicht</i>	IX
<i>Abkürzungs- und Materialienverzeichnis</i>	XXIX

### TEIL 1: PROBLEM

<b>Kapitel 1: Problemstellung</b>	1
A. Gegenstand und Ziel der Untersuchung	1
B. Regulierungskrise	5
I. Publizität: Intransparenz durch Transparenz	6
II. Kontrolle: Die korrumpierten Kontrolleure	13
III. Verantwortlichkeit: Die Leerformel	22
C. Ergebnis: Suche nach einem alternativen Regulierungsmodell	31
<b>Kapitel 2: Transdisziplinäre Methode des Rechts</b>	33
A. Juristische Methode zwischen Sein und Sollen	33
B. Von Inter- zu Transdisziplinarität	41
I. Interdisziplinarität	41
II. Transdisziplinarität	47
C. Von Inter- zu Transdisziplinarität im Recht	53
I. Interdisziplinäre Rechtspraxis	53
II. Mühen der Methode	56
III. Beispiel des Scheiterns: Informationsrecht	58
IV. Das fehlende Puzzlestück	60
D. Elemente einer transdisziplinären Methode des Rechts	63
I. Paradigmen und Modelle	63
II. Transdisziplinäre Modellbildung	65
III. Reflexivität	68
IV. Polykontextualität	71
V. Selektivität	72
VI. Anschlussfähigkeit	78
E. Ergebnis: Der transdisziplinäre Zirkel	79

## TEIL 2: MODELL

<b>Kapitel 3: Bisheriges Paradigma: Gleichgewicht</b>	<b>85</b>
A. Das neoklassische Gleichgewicht und seine Regulierung	85
I. Unsichtbare Hand	85
II. Materialisierung	91
III. <i>Prozeduralisierung</i>	95
B. Ökonomische Analyse des Rechts	98
I. Marktversagen	98
II. Organisationsversagen	106
III. Von Markteffizienz zur Verhaltensökonomie	112
1. Markteffizienzhypothese	113
2. <i>Nicht die ganze Geschichte</i>	114
3. Paradoxie der Informationseffizienz	116
4. Märkte bewegen sich selbst	117
5. Information: nicht besser als ihr Sender und Empfänger	118
6. Flüchtige Liquidität und Dark Pools	120
7. Rationalitätsschranken – korrelierende Irrationalität	121
8. Markt als Rückkopplungsschleife	124
9. Verselbständigung der Computer	127
10. Enttäuschende Schlussfolgerungen	129
C. Gleichgewichtskritik	131
I. Vorläufer	131
1. Wachstum bis zum Kollaps (von Malthus bis Marx)	131
2. Ungleichgewichtsmaschine (Veblen)	132
3. Schöpferische Zerstörung (Schumpeter)	133
4. Spontane Ordnung (von Hayek)	135
5. Zweifler in den eigenen Reihen (Kaldor, Arrow)	138
II. <i>Evolutorische Ökonomik</i>	140
1. Vertreibung aus dem Paradies (Darwin)	140
2. Rückkehrversuche ins Paradies (Alchian, Dr. Pangloss, Law & Finance)	141
3. Evolution statt Gleichgewicht (nochmals Veblen)	145
4. Unternehmen als evolvierende Routine (Nelson & Winter)	146
III. Ökonomische Netzwerktheorie (QWERTY, Krugman)	150
IV. Entdeckung des Systemischen (Keynes und Makroökonomie)	154
V. Alternative Regulierungsdiskurse (Banken, Finanzmärkte, Zentralbankenkommunikation)	159
D. Ergebnis: Gleichgewicht gesucht, Selbstorganisation gefunden	163

<b>Kapitel 4: Alternatives Paradigma: Selbstorganisation</b>	<b>165</b>
A. Selbstorganisation	165
I. Thermodynamik	165
II. Selbstorganisationstheorie	168
III. Wirtschaft als sich selbst verstärkender Prozess	173
B. Kommunikation	179
I. Vorläufer	179
1. Diskursive Erkenntnis (Kant)	179
2. Vom hermeneutischen Zirkel zum Sprachspiel (Gadamer, Wittgenstein)	181
3. Strukturierende Struktur (Saussure, Bourdieu, Giddens)	182
II. Informationstheorie: Die Stunde Null der Regulierungstheorie	184
III. Kommunikationstheorie	191
1. Von Information zur Kommunikation (Shannon & Weaver, Watzlawick)	191
2. Soziale Systeme (Parsons)	192
3. Kommunikationssysteme (Luhmann)	195
C. Recht der Selbstorganisation	202
I. Vorläufer (Ehrlich, Llewellyn)	202
II. Recht als Unterbrecher zirkulärer Prozesse (Parsons, Luhmann, Derrida, Habermas)	205
III. Prozedurales, reflexives und evolutorisches Recht (Wiethölter, Teubner, Amstutz)	209
IV. Informationsrecht (St. Galler Schule)	215
D. Organisation	224
I. Bürokratie und Betrieb	225
II. Informationsprozess	228
1. Information und Entscheidung (H. A. Simon & Co.)	228
2. Organisationspsychologie	230
3. „Sensemaking“ (Weick)	234
4. Kompatibilisierung heterogener Interessen (Cyert & March, Parsons, Hans Ulrich)	235
5. Entparadoxierung von Entscheidungen (Luhmann, Demb & Neubauer)	238
III. Kommunikationseinheit	239
IV. Recht der Kommunikationseinheit	242
1. Die zwei Körper des Königs (Kantorowicz)	243
2. Faktizität der Fiktion (Savigny, Gierke, Hauriou)	244
3. Unternehmen als ökonomisch-rechtliche Einheit	249
E. Ergebnis: Regulierung als Stabilisierung mittels Unterbrechung zirkulärer Informationsprozesse	253

<b>Kapitel 5: Applikation des alternativen Paradigmas: Kommunikationstheoretische Analyse des Rechts</b>	<b>255</b>
A. Das kommunikationstheoretische Regulierungsmodell (Synthese der Kapitel 3 und 4)	255
B. Regulierungsformen und ihre Funktion	257
I. Ausserrechtlich-nichtstaatliche, staatliche und rechtliche Regulierung	257
II. Selbstregulierung	260
III. Internationale Regulierung – Soft Law	266
C. Normenkategorien und ihre Funktion: Publizitäts-, Kontroll-, Verantwortlichkeitsnormen	269
I. Die Normenkategorien	269
II. Publizitätsnormen: Standardisierung der Kommunikationseinheit	271
III. Kontrollnormen; Informationelle Gewaltenteilung	278
IV. Verantwortlichkeitsnormen: Signal der Bindung an Kommunikationen	282
V. Zusammenfassender Überblick: Der Analyserahmen	290
D. Ergebnis: Kommunikationstheoretische Analyse des Rechts	292

### TEIL 3: REGULIERUNG

<b>Kapitel 6: Strukturpublizität</b>	<b>297</b>
A. Publizität	297
I. Firma	297
II. Rechtsformen – Statuten	298
III. Juristische Person – Haftungsbeschränkung	301
IV. Strukturveränderungen: Konkurs, Umstrukturierung	303
V. Handelsregister	306
B. Kontrolle	313
I. Kontrollinstanzen der Strukturpublizität	313
II. Handelsregisteramt als Kontrollinstanz	314
1. Datenbank oder Gatekeeper?	314
2. Kognition des Handelsregisterführers	316
3. Fazit	324
III. Kontrollfunktion des Kapitalschutzes	325
1. Ausgangslage	325

2.	Bilanzbezogener Kapitalschutz	327
3.	Kapitalband	336
4.	Alternative Ansätze: USA und Rickford-Kommission	339
C.	Verantwortlichkeit	343
I.	Durchgriff	343
II.	Gründungshaftung	345
III.	Rückerstattung ungerechtfertigter Leistungen	346
IV.	Ausgleichsklage im Umstrukturierungsrecht (Art. 105 FusG)	348
V.	Strafrechtliche Verantwortlichkeit für Strukturpublizität	350
D.	Ergebnis und Folgerungen	352
<b>Kapitel 7: Leitung und Kontrolle</b>		<b>355</b>
A.	Publizität	355
I.	Buchführungspflicht und Rechnungslegung	355
1.	Zweck und Funktion	355
2.	Pflicht und Standards	357
3.	Gegenstand der finanziellen Rechnungslegung	361
4.	Grundsätze	366
a.	Ordnungsgemässe Buchführung und Rechnungslegung	366
b.	Stille Reserven: Stabilität dank Intransparenz?	368
c.	True & Fair View: Probleme mit zirkulären Informationsprozessen	371
II.	Corporate-Governance-Publizität	378
1.	Handelsregister und Organisationsreglement: Struktur der Unternehmensleitung	378
2.	Vergütungsbericht bzw. Anhang zur Bilanz: Vergütungs-, Darlehens-, Beteiligungstransparenz der Unternehmensleitung	382
3.	Corporate-Governance-Bericht	386
a.	Funktion und Grundsätze – Comply or Explain	386
b.	Publizität der Unternehmensleitung	390
c.	Vergütungstransparenz gemäss der Selbstregulierung der Börse	393
d.	Publizität der Kontrollstrukturen	397
4.	Corporate-Governance-Standards als Publizitätsmittel	399
III.	Nichtpublizität	402
IV.	Fazit	403

B.	Kontrolle	406
I.	Ausserrechtliche Kontrollmechanismen	406
	1. Güter- und Managermarkt	406
	2. Kapitalmarkt	407
	3. Finanzielle Anreize	409
	4. Fazit	416
II.	Unternehmensleitung	416
	1. Struktur und Kompetenzen	417
	a. Verwaltungsrat	417
	b. Differenzierungen zwischen Leitung und Kontrolle – Phantom der Unabhängigkeit	427
	c. Delegation an eine Geschäftsleitung und Verwaltungsratsausschüsse (insbesondere Prüfungs-, Vergütungs-, Nominierungsausschüsse, Beirat)	436
	2. Pflichten	446
	a. Allgemein: Handeln im Unternehmensinteresse – Shareholder Primacy?	446
	b. Sorgfaltspflicht	452
	c. Treuepflicht – Theorie des Interessenkonflikts	455
	d. Umgang mit Interessenkonflikten	460
	3. Fazit	468
III.	Aktionäre	469
	1. Aktionäre als Kontrollinstanz?	469
	a. Interessenpluralität	470
	b. Rationale Apathie – institutionelle Anleger	470
	c. Nominees und Stimmrechtsvertreter	475
	d. Stimmrecht	478
	e. „Decoupling“	482
	f. Pyramidenkonstruktion und Kreuzbeteiligung	484
	g. Kontrollierende Aktionäre	485
	h. Shareholderaktivisten	486
	i. Aktionäre als Hüter des Unternehmensinteresses?	491
	2. Kompetenzen und Funktionen	492
	a. Kompetenzen	492
	b. Vergütungskontrolle im Besonderen	495
	c. „Ort der Kommunikation“ im digitalen Dorf	498
	d. Fazit	501
	3. Kontrollrechte	501
	a. Mitwirkungsrechte	501
	b. Informationsrechte	503
	c. Schutzrechte	509
	4. Fazit	515

IV.	Wirtschaftsprüfer	517
1.	Funktion	517
2.	Revisionspflicht	520
3.	Aufgaben	521
4.	Exkurs: Revisionsstelle als Organ?	527
5.	Unabhängigkeit	528
a.	Allgemein	528
b.	Eingeschränkte Revision	531
c.	Ordentliche Revision	531
d.	Ordentliche Revision durch ein staatlich beaufsichtigtes Revisionsunternehmen	533
6.	Revisionsaufsicht	534
7.	Fazit	536
V.	Öffentlichkeit und ihre Informationsagenten	537
1.	Ratingagenturen	538
a.	Über Ratings	539
b.	Befangenheit	541
c.	Sich selbst verstärkende Dynamik	543
d.	Regulierung der Ratingagenturen	548
(i)	Publizität	550
(ii)	Kontrolle	552
(iii)	Verantwortlichkeit	555
e.	Fazit	560
2.	Finanzanalysten	561
a.	Befangenheit	562
b.	Sich selbst verstärkende Dynamik	563
c.	Regulierung der Finanzanalysten	564
d.	Fazit	567
3.	Wirtschaftsjournalismus	568
a.	Befangenheit und sich selbst verstärkende Dynamik	569
b.	Regulierung des Wirtschaftsjournalismus	572
c.	Fazit	574
4.	Von Whistleblowing zu Reporting-Systemen	575
a.	Rechtliche Regulierung	575
b.	Whistleblowing und Reporting Systeme im Vergleich	578
c.	Fazit	580
VI.	Weitere Kontrollinstanzen	580
1.	Arbeitnehmer	580
2.	Gläubiger	584
3.	Steuerbehörden	585

4.	Börsenbetreiber und Finanzmarktaufsicht: Kontrolle von Rechnungslegung und Corporate-Governance-Publizität	587
C.	Verantwortlichkeit	591
I.	Organverantwortlichkeit	591
1.	Funktion	591
a.	Symmetrie zwischen Entscheidungskompetenz und Risikotragung?	591
b.	Versagen der Ausgleichs- und der Präventionsfunktion	592
c.	Anreizstruktur	597
d.	Die Haftung trifft die Falschen	601
e.	Kommunikative Funktion	602
f.	Beschränkungen der kommunikativen Funktion	603
2.	Anspruchsvoraussetzungen	607
a.	Kläger – bei mittelbarem und unmittelbarem Schaden	607
b.	Prozessrisiko und -chancen	610
c.	Beklagte – Entlastungsbeschluss	613
d.	Pflichtverletzung – Haftungsbeschränkung bei Delegation – Business Judgment Rule	617
e.	Schaden – Kausalität – Verschulden	623
f.	Differenzierte Solidarität	626
3.	Haftung der Revisionsstelle	627
4.	Fazit	634
II.	Berufsverbote	635
1.	Funktion	635
2.	Straf- und Finanzmarktaufsichtsrecht	635
3.	Aktien- und Kapitalmarktrecht	637
4.	England: Directors Disqualification	639
5.	Fazit	642
III.	Strafrechtlicher Schutz der Kommunikationseinheit	643
1.	Funktion	643
2.	Straftatbestände mit Bezug auf Unternehmenskommunikation	644
a.	Externe Unternehmenskommunikation	644
(i)	Betrug	644
(ii)	Unwahre oder unvollständige Angaben über kaufmännische Gewerbe	645
(iii)	Urkundenstrafrecht	647
(iv)	Ehre und Geheimsphäre	648

b.	Interne Informations- und Entscheidungsprozesse	648
(i)	Buchführung – Managementvergütung	648
(ii)	Geldwäscherei	649
(iii)	Ungetreue Geschäftsbesorgung	650
(iv)	Konkurs- und Betreibungsdelikte	651
c.	Verantwortlichkeit in und von Unternehmen	651
3.	Korruption, insbesondere Privatbestechung: Strafrecht jenseits des Gleichgewichtsmodells	652
a.	Das regulatorische Problem	653
b.	Tatbestände und Fallgruppen	655
c.	Vermögen und Wettbewerb als die geschützten Rechtsgüter?	658
(i)	Nicht das Vermögen	658
(ii)	Wettbewerb?	659
(iii)	Einordnung in das UWG oder StGB als Argument? – Antragsberechtigung	660
(iv)	Wirren um nichtgewinnorientierte Organisationen – Sportverbände	662
(v)	Fazit	664
d.	Treuepflicht als das geschützte Rechtsgut? – Konkurs des Prinzipal-Agent-Modells	664
(i)	Treuepflicht: keine Voraussetzung für die Strafbarkeit	665
(ii)	Genehmigung des Vorteils durch den Geschäftsherrn	669
(iii)	Antragserfordernis	670
(iv)	Primäre Unternehmenshaftung	671
(v)	Bestechung des Geschäftsherrn selbst	671
(vi)	Bestechung von Gesellschaftern, insbesondere von Aktionären	674
(vii)	Gesetzgebungsgeschichte und Rechtsvergleich	676
e.	Vertrauen in die Integrität der Kommunikationseinheit als das geschützte Rechtsgut	678
(i)	Treu und Glauben im Geschäftsverkehr	678
(ii)	Zum Vergleich: Das geschützte Rechtsgut der Beamtenbestechungsnorm – Kann öffentliches Vertrauen ein geschütztes Rechtsgut sein?	680
(iii)	Privatbestechung in Abgrenzung zur Beamtenbestechung – Rechtsgüter und Geltungsbereiche	684

(iv)	Ergebnis: Vertrauen in die Integrität der Informations- und Entscheidungsprozesse der Organisation als das geschützte Rechtsgut	690
(v)	Auf dem Weg zu einem Strafrecht auf kommunikationstheoretischer Grundlage	692
f.	Fazit	694
IV.	Börsensanktionen bei Verstößen gegen Standards der Rechnungslegung und der Corporate-Governance-Publizität	694
V.	Fazit zur Verantwortlichkeit für Leitung und Kontrolle	696
D.	Ergebnis und Folgerungen	696
	<b>Kapitel 8: Kursrelevante Information</b>	<b>699</b>
A.	Publizität	699
I.	Prospektpflicht	699
II.	Ad-hoc-Publizität	704
1.	Funktion und Zweck	704
2.	Tatbestand	707
a.	Information – Tatsache	708
b.	Nicht-öffentlich	714
c.	Tätigkeitsbereich – unmittelbare Betroffenheit	715
d.	Kenntnis	723
e.	Erheblich kursrelevante Information	724
f.	Katalog	731
(i)	Funktion und Methode des Katalogs	731
(ii)	Inhalt des Katalogs	733
3.	Ad-hoc-Publizitätspflichten	743
a.	Verarbeitung und Veröffentlichung – Verhältnis zu anderen Publizitätspflichten	744
b.	Inhalt	745
c.	Korrektur, Aktualisierung und Selbstbindung an Kommunikation	747
d.	Gleichbehandlung	749
e.	Kommunikationsmedien	752
f.	Zeitpunkt	753
g.	Organisationspflichten	758
h.	Bekanntgabeaufschub und resultierende Pflichten	761
(i)	Funktion und Voraussetzungen	761
(ii)	„Plan oder Entschluss“ als Voraussetzung?	765
(iii)	Resultierende Pflichten	768

III.	Offenlegung von Management-Transaktionen (Directors' Dealings)	770
1.	Funktion und Zweck	770
a.	Informationsversorgung?	771
b.	Integrität des Markts – Insiderhandelsprävention	775
c.	Integrität des Unternehmens	777
2.	Tatbestand	778
a.	Managementmitglieder und nahestehende Personen	779
b.	Meldepflichtige Transaktionen	780
c.	Inhalt der Meldung	781
d.	Meldepflicht des Emittenten	782
e.	Zeitpunkt	784
IV.	Fazit	785
B.	Verantwortlichkeit	787
I.	Publizitätspflichtverletzungen: Börsensanktionen und strafrechtliche Verantwortlichkeit	787
1.	Börsensanktionen	787
a.	Die Sanktionen	787
b.	Die Abschreckungswirkung versagt – Frage der direkten Sanktionierung	789
c.	Kommunikative Funktion – Labor koevolutiver Lernprozesse	792
2.	Strafrechtliche Verantwortlichkeit: Urkundenfälschung – unwahre Angaben über kaufmännische Unternehmen	796
II.	Marktmissbrauch: Straf- und aufsichtsrechtliche Verantwortlichkeit	797
1.	Insiderhandelsverbot	797
a.	Funktion	798
(i)	Wo ist das Problem?	798
(ii)	Regulierungspraxis	801
(iii)	Kommunikative Funktion: Unterbrechung der dreifachen Zirkularität des Preises, der Unternehmensprozesse und des Markts	802
b.	Geschütztes Rechtsgut (Normzweck)	806
(i)	Nicht das Vermögen des Anlegers	807
(ii)	Nicht eine bilaterale Treuepflicht (Schweiz – EU – USA)	807
(iii)	Nicht ein Eigentumsrecht an der Information (USA)	812

(iv)	Vertrauen in die Integrität 1. des Markts, 2. des Unternehmens und 3. der Rechtsordnung	813
(v)	Exkurs: Parallele Entwicklung des Rechts auf Privatsphäre	817
c.	Aufsichts- und strafrechtlicher Tatbestand	817
(i)	Täterkreis	818
(ii)	Tathandlung – Safe Harbors – subjektiver Tatbestand	820
(iii)	Insiderinformation: Ein einheitlicher Begriff des Kapitalmarktrechts	823
(iv)	Vertraulich = nicht-öffentlich	827
(v)	Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung – Verweis auf die Börsensanktionspraxis zur Ad-hoc-Publizität	829
(vi)	Insiderinformation: Keine Differenzen zur kursrelevanten Tatsache der Ad-hoc- Publizitätsnorm	833
d.	„Niemand kann sein eigener Insider sein“ – Ein Fall informationeller Rückkopplung	834
(i)	Das Problem	835
(ii)	Irrlauf der schweizerischen Lehre	836
(iii)	Gesetzgeberische Versuche, einen überpositiven Grundsatz einzufangen	841
(iv)	Europa und der Irrlauf der deutschen Lehre	842
(v)	Funktionale Auslegung	844
e.	Aufsichts- und strafrechtliche Sanktionen (für Marktmissbrauch)	851
(i)	Aufsichtsrechtliche Feststellungsverfügung – Information der Öffentlichkeit – „Naming & Shaming“	853
(ii)	Aufsichtsrechtliche Gewinneinziehung	857
(iii)	Strafrechtliche Sanktionen – Wiedergutmachung als käufliches Recht?	859
f.	Fazit	864
	Markt- und Kursmanipulationsverbot	865
a.	Funktion	866
(i)	„Napoleon ist tot!“	866
(ii)	Regulierungspraxis	868
(iii)	Kommunikative Funktion	870

b.	Geschütztes Rechtsgut (Normzweck)	871
c.	Verbreiten irreführender Informationen (straf- und aufsichtsrechtlicher Tatbestand 1)	873
d.	Fiktive Transaktionen (straf- und aufsichtsrechtlicher Tatbestand 2)	877
e.	Effektive manipulative Transaktionen (aufsichtsrechtlicher Tatbestand 3)	878
f.	Wissenmüssen – Subjektiver Tatbestand – Kursrelevanz	882
g.	Fazit	885
III.	Kapitalmarktinformationshaftung	886
1.	Haftung als Regulierungsinstrument im Kapitalmarktrecht	886
a.	Wiederherstellung von Gleichgewichten?	886
b.	Versagen der Kompensations- und Präventionsfunktion	888
c.	Anreizstruktur – Gespenst des „Private Attorney General“	892
d.	Kommunikative Funktion – und ihre Beschränkungen	895
e.	Fazit	898
2.	Prospekthaftung	898
a.	Zweck und Tatbestand	898
b.	Passiv- und Aktivlegitimation	902
c.	Schaden	904
d.	Kausalität	910
e.	Verschulden	914
f.	Fazit	915
3.	Haftung für Ad-hoc-Publizität – Haftpflichtrecht jenseits des Gleichgewichtsmodells	916
a.	Analogie zur Prospekthaftung?	916
b.	Ad-hoc-Publizitätspflicht als Schutznorm?	918
(i)	Zweck der objektiven Widerrechtlichkeitstheorie	919
(ii)	Rechtsnormcharakter („Rechtssatz“) – Grundlagen	921
(iii)	Rechtsnormcharakter der Ad-hoc-Publizitätspflicht	924
(iv)	Schutznormcharakter („Schutzgesetz“) – Grundlagen	931
(v)	Schutznormcharakter der Ad-hoc-Publizitätspflicht	936
(vi)	Fazit	943

c.	Haftung für eventualvorsätzliche unwahre oder unvollständige Angaben über Unternehmen (Art. 152 StGB als Schutznorm)	943
d.	Sittenwidrige Vermögensschädigung	947
e.	Keine weiteren Haftungsgrundlagen – Vertrauenshaftung?	948
f.	Voraussetzungen	951
(i)	Passiv- und Aktivlegitimation	951
(ii)	Schaden	952
(iii)	Kausalität – Die „Armchair Economics“ der Fraud-on-the-market-Doktrin	955
(iv)	Verschulden	959
4.	Haftung für andere Kapitalmarktkommunikation	960
5.	Fazit	963
C.	Kontrolle	965
I.	Prospekte	965
II.	Ad-hoc-Publizität und Management-Transaktionen	967
1.	Marktteilnehmer	967
2.	Börsenbetreiber: Katalysator der Rechtsevolution – Handelseinstellung	968
3.	Staatliche Aufsicht – Weniger ist mehr	971
III.	Marktmissbrauch	973
1.	Marktteilnehmer	973
2.	Börsenbetreiber – Der gläserne Markt	975
3.	Staatliche Aufsicht – Vom Straf- zum Aufsichtsrecht	975
IV.	Regulatorische Schlussfolgerungen	977
D.	Ergebnis und Folgerungen	979
	<b>Kapitel 9: Beteiligungspublizität</b>	<b>981</b>
A.	Publizität	981
I.	Funktion und Zweck	981
1.	Informationssymmetrie?	981
a.	Vorherrschende Zweck- und Funktionsbestimmung	981
b.	Intransparenz durch Offenlegung	982
c.	Geringe Kursrelevanz	985
d.	Der ökonomische Zirkelschluss: Markteffizienz durch Verhinderung der Ausnützung des Wissens um die eigenen Transaktionen mittels der Transaktionen	986

2.	Normzweck mit Blick auf die kommunikative Funktion	989
a.	Integrität des Markts: Beobachtbarkeit des Einflusses von Partikularinteressen	990
b.	Integrität des Übernahmemarkts: Faktischer Zwang zum öffentlichen Angebot	993
c.	Integrität des Unternehmens: Einbindung von Partikularinteressen in die Kommunikationsprozesse	996
d.	Kompatibilität der Rechtsordnung	999
3.	Fazit	1000
II.	Tatbestand	1000
1.	Berühren einer Meldeschwelle	1000
2.	Transaktionen	1004
3.	Direktes und indirektes Erwerben oder Veräußern – Safe Harbors	1007
4.	Finanzinstrumente	1010
a.	Zweck und Funktion der Meldepflicht für Finanzinstrumente	1010
b.	Zu meldende Positionen	1011
c.	Derivate mit Barausgleich – Strategien gegen den „information overkill“	1013
d.	Fazit	1021
5.	Meldepflichtige Gruppe	1021
a.	Funktion und Zweck der Gruppenmeldepflicht	1021
b.	Gruppenmeldepflicht – Gruppenprivileg	1023
c.	Was ist eine meldepflichtige Gruppe?	1025
(i)	Expansive oder restriktive Auslegung? – Kooperation institutioneller Investoren	1025
(ii)	Das Scheitern rechtldogmatischer Anknüpfungen	1029
(iii)	Koordination – ein sozioökonomischer Tatbestand	1031
(iv)	Äussere Organisiertheit	1032
(v)	Gegenstand der Koordination: gemeinsam erwerben, veräußern, Stimmrechte ausüben	1036
(vi)	Innere Finalität: potentieller Einfluss auf das Unternehmen	1037
(vii)	Konzern als Gruppe – der glückliche Systembruch	1042
(viii)	Beweislast und Beweiserleichterungen	1044
d.	Fazit	1046
6.	Beteiligungspublizität im Bilanzanhang (Aktienrecht) und im Corporate-Governance-Bericht (Börsenregeln)	1047

B.	Verantwortlichkeit	1049
I.	Strafrechtliche Sanktion: Busse	1049
1.	Funktion und Grenzen – zur strafrechtlichen Sanktion als Regulierungsinstrument im Kapitalmarktrecht	1049
2.	Die heutige Bussenregelung	1053
3.	Strafverfahren	1054
II.	Aufsichtsrechtliche Sanktionen: Stimmrechtssuspendierung und Zukaufsverbot	1055
III.	Keine zivilrechtliche Haftung	1059
C.	Kontrolle	1062
I.	Kontrolle durch Marktteilnehmer und Börsenbetreiber	1062
II.	Aufsichtsrecht – Auf dem Weg zu einer begleitenden Marktkontrolle	1064
D.	Ergebnis und Folgerungen	1066
	<b>Kapitel 10: Übernahmepublizität</b>	1069
A.	Funktion und Zweck	1069
I.	Informationelles und strukturelles Gleichgewicht?	1069
1.	Vorherrschende Zweck- und Funktionsbestimmung	1069
2.	Keine Gewährleistung informationeller und struktureller Gleichgewichte und eines gleichgewichtigen Übernahmemarkts	1072
3.	Kein Unternehmenskontrollmarkt, nur ein Übernahmemarkt	1076
4.	Der Übernahmemarkt diszipliniert nur die Guten	1080
5.	Sich selbst verstärkende Dynamiken des Übernahmemarkts	1086
II.	Normzweck mit Blick auf die kommunikative Funktion	1092
1.	Integrität des Übernahmeverfahrens: Schutz vor einem sich selbst verstärkenden Verkaufsdruck und einer Vorwegnahme der Verkaufsentscheidung	1093
2.	Integrität des Unternehmens: Schutz des Unternehmensinteresses	1095
3.	Integrität des Markts: Schutz der evolutorischen Kraft des Übernahmemarkts	1097
4.	Fazit	1104
B.	Publizität	1105
I.	Pflichten des Anbieters beim öffentlichen Angebot	1105
1.	Wahrheit und Vollständigkeit der Angaben („Transparenzgebot“)	1106

2.	Lauterkeit	1107
3.	Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre – Best Price Rule	1108
II.	Voranmeldung	1111
III.	Informelle Ankündigungen – potentielles Angebot	1113
IV.	Angebotsprospekt – Preis	1115
V.	Bedingungen	1119
VI.	Frist – Konkurrenzangebote – Ergebnis – Nachfrist – Squeeze-out	1122
VII.	Übernahmerechtliche Beteiligungspublizität während der Angebotsfrist	1124
VIII.	Gruppe mit dem Anbieter in Hinblick auf ein öffentliches Angebot	1127
1.	Gruppenpflichten	1127
2.	Was ist eine Gruppe in Hinblick auf ein öffentliches Angebot?	1129
3.	Weder restriktive noch expansive Auslegung	1131
4.	Funktion und Zweck – in Abgrenzung zur meldepflichtigen und zur angebotspflichtigen Gruppe	1131
C.	Kontrolle	1135
I.	Übernahmekommission	1135
II.	Übernahmerechtliche Prüfstelle als „verlängerter Arm“ der Übernahmekommission	1139
III.	Verwaltungsrat der Zielgesellschaft	1142
1.	Gatekeeper-Rolle	1142
2.	Pflichten der Zielverwaltung	1143
a.	Wahrung des Unternehmensinteresses	1143
b.	Bericht der Zielverwaltung zum Angebot	1144
c.	Fairness Opinion seitens der Zielverwaltung	1147
d.	Lauterkeit, insbesondere Gleichbehandlung von Konkurrenzanbietern durch die Zielverwaltung	1149
3.	Abwehrmassnahmen der Zielverwaltung	1151
IV.	Aktionäre der Zielgesellschaft – Abwehrmassnahmen der Generalversammlung	1155
V.	Weitere Kontrollmechanismen	1158
1.	Due Diligence	1158
2.	Fairness Opinion seitens des Anbieters	1159
3.	Aktionäre und Kreditgeber des Anbieters – systemische Funktion des Aktienrechts?	1159
4.	Börsenbetreiber	1161

D.	Verantwortlichkeit	1162
I.	Angebotspflicht als funktionales Äquivalent zu Verantwortlichkeit	1162
1.	Zweck und Funktion	1163
2.	Auslösende Vorgänge	1165
3.	Preis	1167
a.	Mindestpreis	1167
b.	Verbot von Kontrollprämien – Ein Fall der Unterbrechung zirkulärer Informations- und Entscheidungsprozesse	1169
4.	Angebotspflichtige Gruppe	1175
a.	Auslösende Vorgänge – im Vergleich zur meldepflichtigen Gruppe	1175
b.	Weder expansive noch restriktive Auslegung	1177
c.	Was ist eine angebotspflichtige Gruppe?	1178
II.	Aufsichts-, straf- und zivilrechtliche Verantwortlichkeit	1181
1.	Aufsichtsrecht: Verwaltungssanktionen, Stimmrechtssuspendierung	1181
2.	Strafrecht	1183
3.	Zivilrecht	1185
a.	Erfüllungsklage	1185
b.	Prospekthaftung	1187
c.	Deliktische Haftung – Organverantwortlichkeit	1187
d.	Vertrauenshaftung	1190
E.	Ergebnis und Folgerungen	1192
	<i>So What?</i>	1197
	<i>Literaturverzeichnis</i>	1207