

Ad-hoc-Publizität und Informationshaftung

Gansmeier

2022

ISBN 978-3-406-79510-7

C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei
beck-shop.de

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

beck-shop.de hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird beck-shop.de für sein

umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

Münchener Universitätschriften

Reihe der Juristischen Fakultät

Herausgegeben

von

Armin Engländer, Hans Christoph Grigoleit, Rudolf Streinz

Band 259


beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG



beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Ad-hoc-Publizität und Informationshaftung

Normeffektuierung unter Unsicherheit

von

Dr. Johannes Gansmeier

2022


beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG


C.H.BECK

Zitervorschlag: Gansmeier Ad-hoc-Publizität und Informationshaftung S.


beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

www.beck.de

D 6

ISBN 978 3 406 79510 7

© 2022 Verlag C.H. Beck oHG
Wilhelmstraße 9, 80801 München
Druck: Druckerei C.H. Beck Nördlingen
(Adresse wie Verlag)

Satz: Fotosatz H. Buck
Zweikirchener Str. 7, 84036 Kumhausen

Umschlaggestaltung: Martina Busch, Grafikdesign, Homburg/Saar


chbeck.de/nachhaltig

Gedruckt auf säurefreiem, alterungsbeständigem Papier
(hergestellt aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff)

Meinen Eltern

**beck-shop.de**
DIE FACHBUCHHANDLUNG



beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2021/2022 der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation vorgelegt. Sie ist im Wesentlichen auf dem Stand von Mai 2022.

Dank schulde ich zuvorderst und vor allem meinem verehrten akademischen Lehrer Professor Dr. *Hans Christoph Grigoleit*. Seit unserem ersten Zusammentreffen ließ er mir in jeglicher Hinsicht seine Förderung zuteilwerden und begegnete mir ausnahmslos mit größter Wertschätzung. Sein unablässiges Streben nach argumentativer Durchdringung und Präzision hat mich geprägt und ist mir Inspiration und Ansporn. Seine Zugewandtheit und sein Vertrauen in mich habe ich nie als selbstverständlich erachtet, er wurde mir in den vergangenen Jahren kritisch-wohlwollender Begleiter und Vorbild zugleich.

Herzlicher Dank gebührt auch Professor Dr. *Rüdiger Veil*, der mir nicht nur im Zweitvotum der Arbeit wertvolle Hinweise zukommen ließ, sondern mich während meines Studiums überhaupt erst an das Kapitalmarktrecht herangeführt hat. Auch ihm verdanke ich vielfältige und keinesfalls selbstverständliche Unterstützung. Professor Dr. *Rudolf Streinz* danke ich für die Aufnahme der Arbeit in die Münchener Universitätsschriftenreihe. Für jeweils großzügige Druckkostenzuschüsse bedanke ich mich beim *Arbeitskreis Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft* und der *Studienstiftung ius vivum*.

Viele Freunde und Kollegen am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Gesellschaftsrecht, Privatrechtstheorie haben die Entstehung dieser Arbeit begleitet und mir nicht nur wertvolle inhaltliche Impulse gegeben, sondern auch dafür gesorgt, dass ich die vergangenen Jahre als sehr schöne Zeit in Erinnerung behalten werde. Besonderen Dank schulde ich insofern *Sophie Blumenberg*, *Maximilian Bühner*, *Moritz-Alexander Esch*, *Tobias Gumpff*, *Johannes Höhle*, *Marion Kersting*, *Luca Kochendörfer*, *Tassilo Mürtz*, *David Preßlein*, Dr. *Richard Rachlitz*, Dr. *Christopher Splinter* und Dr. *Thomas Winkelmann* – und freue mich auf zukünftige Projekte sowie gemeinsame Anlässe zum Müßiggang.

Für weiterführende Anmerkungen zum Manuskript und insbesondere für unsere jahrelange Freundschaft samt anregendem Austausch und Unterstützung in jeder Lebenslage danke ich *David Irion*. Für ihren unschätzbaren Beitrag an der Entstehung dieser Arbeit danke ich schließlich *Nicola Kolb*. Unsere Gespräche waren und sind mir ein täglicher Ruhepol. Ihr verständnisvoller Zuspruch, ihre Nachsicht und ihre einfühlsame Begleitung haben vieles erst möglich gemacht.

Die Arbeit ist meinen Eltern gewidmet, ohne deren bedingungslose Zuneigung, Unterstützung und Förderung nichts wäre, wie es ist.

München, im Juli 2022

Johannes Gansmeier



beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
1. Teil: Einleitung	1
§ 1 Untersuchungsgegenstand	1
I. Einführung in die Problematik	1
II. Terminologie und Abgrenzungen	7
2. Teil: Grundlagen der Ad-hoc-Publizität und Informationshaftung. ..	9
§ 2 Genese und Entwicklung	9
I. Rechtlicher Rahmen	9
II. Zeitliche Kontextualisierung des ad-hoc-rechtlichen Regelungsumfelds	33
§ 3 Regulierungstheoretische Annahmen und ökonomische Analyse	45
I. Transparenz und Kapitalmarkteffizienz	47
II. Haftung und Verhaltenssteuerung	70
III. Ökonomische Bewertung des Regelungskomplexes Ad-hoc-Publizität	77
§ 4 Rechtsvergleich	121
I. Vereinigte Staaten von Amerika	122
II. Vereinigtes Königreich	138
§ 5 Unionsrechtliche Haftungsregeln	148
I. Generelle Pflicht zum <i>private enforcement</i> aus dem Effektivitätsgrundsatz?	149
II. <i>Effet utile</i> und zivilrechtliche Normdurchsetzung im allgemeinen Kontext der MAR	162
III. Privatrechtliche Effektivierung und <i>effet utile</i> im besonderen Kontext der Ad-hoc-Pflicht	166

3. Teil: Ableitungen	175
§ 6 Normeffektuierung unter Unsicherheit	175
I. Normspezifische Ermittlung optimaler Rechtsdurchsetzung	176
II. Rechtsdurchsetzung und prinzipienbasierte Regulierung	177
Zusammenfassung	191
Literaturverzeichnis	213
Sachverzeichnis	227



beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
1. Teil: Einleitung	1
§ 1 Untersuchungsgegenstand	1
I. Einführung in die Problematik.....	1
II. Terminologie und Abgrenzungen	7
2. Teil: Grundlagen der Ad-hoc-Publizität und Informationshaftung ..	9
§ 2 Genese und Entwicklung	9
I. Rechtlicher Rahmen.....	9
1. Ad-hoc-Publizität gemäß Art. 17 Abs. 1 MAR	10
a) Regelungshistorie.....	10
b) Telos	12
c) Normstruktur.....	14
aa) Tatbestand	14
(1) Überblick	14
(2) Insbesondere: Kenntnisorbehalt auf Leitungsebene ..	15
bb) Rechtsfolge.....	18
2. Verwaltungs- und strafrechtliche Rechtsdurchsetzungs-	
instrumente	19
a) Finanzinstrumentsbezogene Maßnahmen	19
b) Organbezogene Maßnahmen	19
c) Emittentenbezogene Maßnahmen	21
3. Zivilrechtliche Rechtsdurchsetzungsinstrumente.....	22
a) Informationshaftung gemäß §§ 97, 98 WpHG	22
aa) Regelungshistorie	22
bb) Telos	23
cc) Normstruktur	24
(1) Tatbestand.....	24
(a) Überblick.....	24
(b) Erneut: Kenntnisorbehalt auf Leitungsebene ...	25
(2) Rechtsfolge	26
b) Sonstige Anspruchsgrundlagen: Insbesondere § 826 BGB	27
aa) Unwahre Ad-hoc-Mitteilung.....	28
bb) Unterlassene Ad-hoc-Mitteilung.....	30

II. Zeitliche Kontextualisierung des ad-hoc-rechtlichen Regelungsumfelds.	33
1. Tiefgreifende Änderungen des Regelungskontexts.	33
a) Expandierendes Pflichtenprogramm und zunehmende Komplexität der Ad-hoc-Pflicht.	34
aa) Erweiterung des Normadressatenkreises.	34
bb) Erweiterung der offenzulegenden Informationen.	34
cc) Komplexitätssteigerung durch Selbstaufschub-System ...	35
dd) Erschwerung des Selbstaufschubs.	36
b) Haftungserweiternde Modifikationen in §§ 37b, 37c WpHG a.F. bzw. §§ 97, 98 WpHG	37
aa) Tatbestands- bzw. Rechtsdurchsetzungsebene	37
bb) Rechtsfolgenebene.	39
c) Verstärkte kapitalmarktrechtliche Heranziehung des § 826 BGB	39
d) Effektivierung öffentlich-rechtlicher Rechtsdurchsetzung ...	40
aa) Erweiterung öffentlich-rechtlicher Sanktionsmöglichkeiten.	40
bb) Erhöhung institutioneller Schlagkraft	42
2. Ausbleibende Anpassung oder Überprüfung der §§ 97, 98 WpHG.	44
§ 3 Regulierungstheoretische Annahmen und ökonomische Analyse ...	45
I. Transparenz und Kapitalmarkteffizienz.	47
1. Kapitalmarkteffizienz als regulatorischer Schlüsselbegriff.	48
a) Kapitalmarkteffizienz als Bewertungsmaßstab der Funktionserfüllung	48
b) Einzeldimensionen.	49
aa) Allokationseffizienz	49
bb) Institutionelle Effizienz.	50
cc) Operationale Effizienz.	51
dd) Informationseffizienz.	51
ee) Fundamentalwerteffizienz.	52
2. Konnex zwischen Transparenz und Kapitalmarkteffizienz I: Sicherstellung institutioneller Kapitalmarkteffizienz.	53
a) Grundgedanke: Adverse Selektion als Negativ-Paradigma (<i>market for lemons</i>)	53
b) Kapitalmarktrechtliche Kontextualisierung und Zielsetzung .	54
c) Regulatorische Implikationen für Ad-hoc-Pflicht.	55
3. Konnex zwischen Transparenz und Kapitalmarkteffizienz II: Förderung informations- und fundamentalwerteffizienter Märkte (<i>ECMH</i>)	56
a) Aussagegehalt, Prämissen und wesentliche Argumentationslinien der ECMH.	56

b)	Insbesondere: Effizienz Zusammenhänge nach ECMH – allokative durch informationelle Effizienz	59
aa)	Zusammenhang zwischen Informations- und Fundamentalwerteffizienz	59
bb)	Zusammenhang zwischen Fundamentalwert- und Allokationseffizienz	60
c)	Kritik	61
aa)	Infragestellung durch verhaltensökonomische Erkenntnisse	61
(1)	Grenzen der Rationalität	62
(2)	Grenzen der Annahme sich ausgleichender Fehleinschätzungen	63
(3)	Grenzen des Arbitrage-Ausgleichsmechanismus	63
bb)	Bedenken gegenüber behaupteten Effizienz Zusammen- hängen	65
(1)	Gleichlauf von Informations- und Fundamental- werteffizienz nur bei Erwartungshomogenität unter informiert-rationalen Händlern	65
(2)	Dominant primärmarktbezogener Konnex zwischen Fundamentalwert- und Allokationseffizienz	66
4.	Regulatorische Implikationen für Ad-hoc-Pflicht	68
II.	Haftung und Verhaltenssteuerung	70
1.	Haftungsrechtsökonomische Effizienz als Konditionierung optimaler Vorsorge	70
a)	Zielvorgabe der gesamtgesellschaftlichen Nutzen- maximierung	70
b)	Vorsorgeoptimierung statt -maximierung als Maßstab effizienter Haftungsvorgaben	71
c)	Legislatorische Möglichkeiten zur Justierung des verhaltenssteuernden Impulses	72
2.	Konkretisierung der Determinanten effizienter Haftungs- vorschriften	74
a)	Haftungswahrscheinlichkeit	74
aa)	Normbefolgungsklarheit	74
bb)	Haftungsspezifische Normelemente	75
cc)	Entdeckungs- und Verfolgungswahrscheinlichkeit	75
b)	Haftungshöhe	76
aa)	Umfang des ersatzfähigen Schadens	76
bb)	Regulatorischer Gesamtkontext	77
3.	Regulatorische Implikationen für §§ 97, 98 WpHG	77
III.	Ökonomische Bewertung des Regelungskomplexes	
	Ad-hoc-Publizität	77
1.	Einführung und Problemaufriss: Ad-hoc-rechtlicher Diskurs zwischen „Weite“ und „Enge“	78

a)	Allgemeinheit transparenzbezogener Vorteilsabwägungen als konturarme „Weite“	78
b)	Ausblendung der haftungsrechtlichen Normdurchsetzung als kontextlose „Enge“	80
c)	Ad-hoc-Spezifika und informationshaftungsrechtliche Kontextualisierung als notwendige Analysekomponenten.	81
2.	Ad-hoc-Publizität als komplexe Veröffentlichungspflicht.	81
a)	<i>Status quo</i> im Schrifttum.	82
b)	Identifikation ökonomisch differenzierungsstarker Ad-hoc-Spezifika	83
aa)	Tatbestandsvagheit und wertungsbedingte Komplexität ..	83
bb)	Imponderabilität	84
cc)	Signalwirkung und Marktvisibilität	85
dd)	Partielle Dispositionsbefugnis des Emittenten	86
3.	Informationshaftung als tendenziell überabschreckendes Durchsetzungsinstrument	87
a)	<i>Status quo</i> im Schrifttum.	88
b)	Identifikation, Verknüpfung und theoretische Einbettung ökonomisch relevanter Spezifika der Informationshaftung.	88
aa)	<i>Ex-ante</i> -Quantifizierung einer ausgeprägten Haftungswahrscheinlichkeit	89
(1)	Tatbestandliche Unsicherheitsparallelisierung mit Ad-hoc-Publizität	89
(2)	Beweislastinduzierte <i>de facto</i> -Absenkung der Haftungsschwelle durch §§ 97 Abs. 2, 98 Abs. 2 WpHG	89
(3)	Hohe Wahrscheinlichkeit der Anspruchsgeltendmachung	91
(4)	Persönliches ad-hoc-Haftungspotenzial für Vorstandsmitglieder im Innenverhältnis.	92
(5)	Marginale Bedeutung des Haftungsausschlusses gemäß §§ 97 Abs. 3, 98 Abs. 3 WpHG	92
bb)	Potenzial bedeutender Haftungshöhen	92
(1)	Hohe Schadensvolumina.	92
(2)	Kumulation aufsichtsrechtlicher Sanktionen und zivilrechtlicher Haftung	93
4.	Ökonomische Analyse unter Anerkennung der normeigenen Spezifika	94
a)	Ad-hoc-Publizität und Kapitalmarkteffizienz-Dimensionen	94
aa)	Institutionelle Effizienz	94
(1)	Verbesserung des „allgemeinen Marktvertrauens“ als konturarmer Referenzpunkt.	94
(2)	Beschränkte Effektivierung der Insiderhandels-Prävention	95
bb)	Operationale Effizienz	97

(1) Möglichkeit erhöhter Transaktionskosten im Markt-Saldo	97
(a) Ausbleibende Vorteile für Informationshändler ..	97
(i) Steigerung oder Stagnation statt Reduktion der Kosten	97
(ii) Potenzielle Erhöhung statt Reduktion des <i>Noise</i> -Risikos	100
(iii) Keine verhaltensbeeinflussende Senkung des Insiderisikos	101
(b) Abnehmende Kapitalmarktattraktivität aufgrund erheblicher Kosten für Emittenten	101
(2) Unwesentliche Auswirkungen auf Handelskosten bzw. Liquiditätsanbieter	102
cc) Informationseffizienz	103
(1) Entkopplung von Offenlegung und Publikationsanreizen des Emittenten bzw. Managements	103
(a) Positive Insiderinformationen	104
(b) Negative Insiderinformationen	105
(i) Signalisierungsgedanke	105
(ii) Besonderheiten der kapitalmarktrechtlichen Interaktion als <i>repeated game</i>	107
(2) Informationseinarbeitung bei Wirksamkeit des Insiderhandelsverbots	108
(3) Potenzial insuffizienter Informationsversorgung	108
(a) Risiko emittentenseitiger <i>Unterversorgung</i> mit relevanten Informationen	108
(b) Risiko emittentenseitiger <i>Übersversorgung</i> mit nicht relevanten Informationen	109
(c) Risiko eines sinkenden Informationsniveaus aufgrund abnehmender Suchanreize	110
dd) Fundamentalwerteffizienz	111
ee) Allokationseffizienz	112
b) Ad-hoc-Publizität und sonstige ökonomische Parameter	113
aa) <i>Corporate Governance</i>	113
(1) Dysfunktionalität sekundärmarktpreisbasierter Organüberwachung als generelle Relativierung des Ad-hoc-Nutzens	113
(2) Ausbleiben zusätzlicher Management-Disziplinierung	115
(a) Keine Effektivierung des Markts für Unternehmenskontrolle	115
(b) Keine Informationsdisziplinierung und Feedbacköffnung durch Sekundärmarktpreise	116
(3) Incentivierungsoptimierung nur bei ad-hoc-bedingter Verbesserung der Fundamentalwerteffizienz	117
bb) Unternehmerische Innovationen	117

cc)	Sonstige <i>Stakeholder</i> -Interessen	119
(1)	Irrelevanz ad-hoc-publizierter Informationen für Gläubiger und Arbeitnehmer	119
(2)	Begrenzte konkurrentenseitige Verwertbarkeit von Ad-hoc-Meldungen	119
(3)	Tendenzielle Erhöhung staatlicher Rechtsfindungs- kosten.	120
c)	Fazit: Ungewissheit über ökonomische Auswirkungen des Regelungskomplexes Ad-hoc-Publizität	120
§ 4	Rechtsvergleich	121
I.	Vereinigte Staaten von Amerika	122
1.	Ad-hoc-vergleichbare Veröffentlichungspflichten	122
a)	Bundesgesetze und Regelungen der SEC	122
aa)	Sec. 13(a) Securities Exchange Act 1934 und Rule 13a-11..	122
bb)	Regulation FD	123
cc)	Rule 10b-5	124
b)	Börsenreglements	125
2.	Durchsetzung der ad-hoc-vergleichbaren Veröffentlichungs- pflichten	125
a)	Aufsichts- und strafrechtliche Maßnahmen	126
b)	Zivilrechtliche Haftung: Zentrale Bedeutung der Rule 10b-5	126
aa)	Maßgebliche Verhaltensanknüpfungspunkte: Eng umgrenzte Haftung in Unterlassungskonstellation	127
(1)	Falschdarstellung	127
(2)	Unterlassung	128
(a)	Ausgangspunkt: Unterlassungshaftung nur bei Vorliegen einer Veröffentlichungspflicht	128
(b)	Rule 10b-5 selbst als haftungsbewehrte Offenlegungspflicht	128
(c)	Ungeklärtes Haftungspotenzial bei Verletzung sonstiger SEC-Rules durch Unterlassen	129
(i)	Rechtsprechung	129
(ii)	Rechtansicht der SEC und normierte <i>safe harbors</i>	131
bb)	Verschulden: Haftung nur für vorsätzliche Verstöße	132
cc)	Haftungsbegründende Kausalität: Beweiserleichterungen durch <i>fraud-on-the-market-theory</i>	134
dd)	Begrenzung des ersatzfähigen Schadens durch Sec. 21D(e)(1) SEA	135
ee)	Fünffährige Ultimoverjährung	137
ff)	Hohe Durchsetzungswahrscheinlichkeit und <i>pre-trial discovery</i> -Risiken	137

II. Vereinigtes Königreich.	138
1. Regelung der Ad-hoc-Publizität: Gleichlauf zum unionsrechtlichen Pendant	139
2. Durchsetzung der Ad-hoc-Pflicht	139
a) Aufsichts- und strafrechtliche Instrumente	139
b) Zivilrechtliche Haftung: Sec. 90A iVm Schedule 10A FSMA.	142
aa) Tatbestandsmäßige Anknüpfungspunkte	143
bb) Verschulden: Differenzierung nach tatbestandlicher Handlung – Vorsatz als „Mindestschwelle“	143
cc) Strenge Kausalitätsanforderungen: „Vernünftiges“ Vertrauen des Anlegers.	145
dd) Weitgehender Ausschluss sonstiger Ansprüche	147
§ 5 Unionsrechtliche Haftungsvorgaben	148
I. Generelle Pflicht zum <i>private enforcement</i> aus dem Effektivitätsgrundsatz?	149
1. Ausgangspunkt: Funktionale Subjektivierung im vertikalen Verhältnis	150
2. Vereinzelt Erstreckung der Rechtsfigur auf horizontales Verhältnis in <i>Courage</i> , <i>Manfredi</i> und <i>Muñoz</i>	151
a) Teile des Schrifttums: Unionsrechtliche Haftungsanordnungspflicht bei erwarteter Durchsetzungseffektuiierung	151
b) Ausnahmecharakter der funktionalen Subjektivierung im horizontalen Verhältnis	153
aa) Fragmentarik und mangelnde Verallgemeinerbarkeit der EuGH-Judikate	153
(1) Divergierende Bestimmung der Anspruchsberechtigung.	154
(2) Uneinheitlichkeit der inhaltlichen Anforderungen an zivilrechtliche Durchsetzung	155
(3) Erkennbares Bestreben kontextueller Engführung durch den EuGH	156
bb) Unbedingte Wirkungsmaximierung als defizitäres Verständnis des <i>effet utile</i>	158
(1) Notwendige Relativität des <i>effet utile</i> -Kriteriums im Rahmen teleologischer Argumentation.	159
(2) „Institutionelles Gleichgewicht“ als zusätzliche Grenze pauschaler Wirkungsmaximierung	161
II. <i>Effet utile</i> und zivilrechtliche Normdurchsetzung im allgemeinen Kontext der MAR.	162
1. Vorab: Alleinige Maßgeblichkeit der <i>Muñoz</i> -Entscheidung	163
2. Divergierende Regelungstiefe der Normdurchsetzung	164
3. Unterschiedliche Begrenzbarkeit der Anspruchsberechtigten und Schadensersatzhöhen	165

III. Privatrechtliche Effektivierung und <i>effet utile</i> im besonderen Kontext der Ad-hoc-Pflicht	166
1. Pflichtenpräzision als unionsrechtlich maßgebliche Voraussetzung zivilrechtlicher Normdurchsetzung	166
2. Keine Etablierung subjektiver Rechte durch Art. 17 Abs. 1 MAR	168
a) Unklarheit der Voraussetzungen subjektiver Rechte im horizontalen Verhältnis	169
b) Lediglich unspezifische Ausrichtung auf allgemeinen Anlegerschutz in Art. 17 MAR	171
3. Teil: Ableitungen	175
§ 6 Normeffektivierung unter Unsicherheit	175
I. Normspezifische Ermittlung optimaler Rechtsdurchsetzung	176
II. Rechtsdurchsetzung und prinzipienbasierte Regulierung	177
1. Exemplifizierung: Ad-hoc-Publizität und <i>private enforcement</i>	178
a) Rekapitulation und Gesamtschau	178
b) Regulatorische Implikationen – Reformansätze	179
2. Dysfunktionalität des <i>private enforcement</i> bei generalklauselartiger Marktregulierung	180
3. Zweckmäßigkeit des <i>public enforcement</i> im Kontext prinzipienbasierter Aufsichtsnormen	183
a) Möglichkeit rechtssicherer <i>ex-ante</i> -Normkonkretisierung	184
b) Gemeinwohlgebundene Sanktionsflexibilisierung	184
aa) Koppelung von Durchsetzung und Sanktionswürdigkeit	184
bb) Verfassungsrechtliche Garantie verhältnismäßiger Sanktionierung	185
c) Kompetenz- und Reaktionsvorteile gegenüber zivilgerichtlicher Normkonkretisierung und -durchsetzung	185
d) Konzeptionelle Schärfungen	186
aa) Korruptionsproblem: Unabdingbarkeit behördeninterner <i>Compliance</i> -Systeme	186
bb) Anreizproblem: Erfordernis abschreckender aufsichtsbehördlicher Sanktionen	187
cc) Informationsproblem: <i>Whistleblower</i> -Systeme zur Einbeziehung privater Informationen	188
Zusammenfassung	191
Literaturverzeichnis	213
Sachverzeichnis	227