



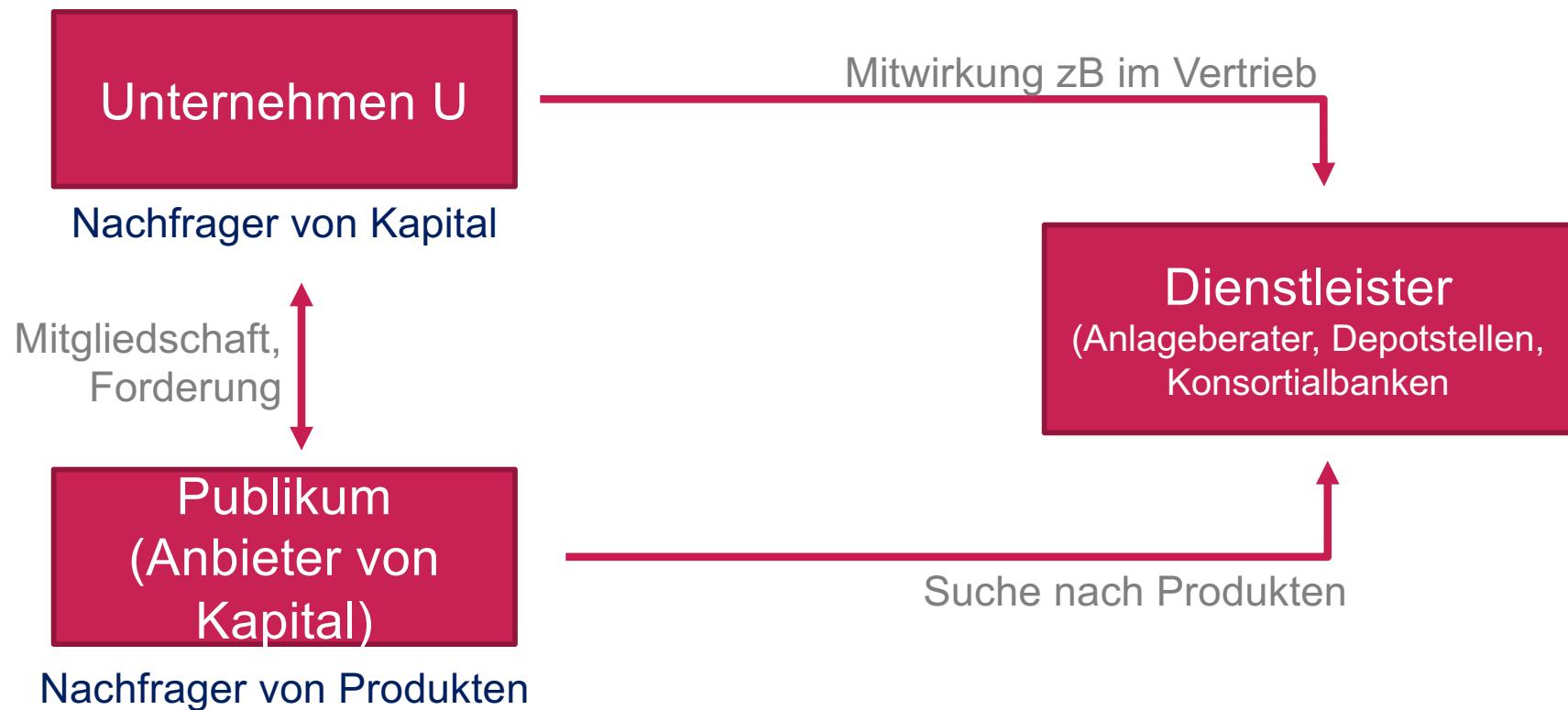
Vorlesung im Kapitalmarktrecht

Wintersemester 2025/2026

Prof. Dr. Dimitrios Linardatos

Vorbemerkungen

Vorbemerkungen



Güterkategorien in der Informationsökonomie

	Suchgüter	Erfahrungsgüter	Vertrauensgüter
Prüfung der Qualität →	vor dem Kauf möglich	nach dem Kauf möglich	nicht möglich
	Bsp.: Kaschmir-Pullover	Bsp.: Thunfisch in Dosen	Bsp.: Arzt, RA

Kapitalmarkt



Primärmarkt



Sekundärmarkt



Grundlagen

- 1. Markt = Ort, an dem Angebot und Nachfrage zusammentreffen
(heute nicht mehr zwingend räumlich begrenzt)**
- 2. Kapital im wirtschaftlichen Sinn = Geld oder geldwerte Titel, die Gewinn bringend einsetzbar sind**
- 3. Kapitalmarkt (i.e.S.) = Teil des Finanzmarktes ⇒ Markt, auf dem sich insbesondere die Unternehmen Fremd- oder Eigenkapital beschaffen = Wertpapierfinanzierung (Securitization)**
 - ↔ Bankkredit ⇒ Commercial Banking
 - ↔ Geldmarkt / Devisenmarkt / Derivatemarkt ⇒ b.w.

Devisenmarkt

↓

Handel mit
Guthaben in
fremder Währung
gegenüber Banken
oder der Zentralbank
im Heimatland der
Währung

↔

Sortengeschäft
=

Kauf von Banknoten
und Münzen

Geldmarkt



Fristigkeit

Handel mit
Zentralbank-
guthaben
(Interbanken-
handel)

Handel mit
verbrieften
Forderungs-
rechten mit
kurzer Laufzeit
–
i.d.R. ohne festen
Zinsanspruch
↓
Disagio

Kapitalmarkt



Handel mit
Aktien + Schuld-
verschreibungen
=

Wertpapiere mit
unbestimmter bzw.
längerer Laufzeit
–

variabler Dividen-
denanspruch bzw.
fester Zinsanspruch





Zieldualismus: Funktionenschutz und (individueller) Anlegerschutz

1. Funktionenschutz

= allgemeines Interesse an effizienten Kapitalmärkten

➤ **Institutionelle Funktionsfähigkeit**

= Maßnahmen zur Sicherung des Vertrauens der Anleger sowie zur Schaffung liquider, breiter und tiefer Märkte

➤ **Operationelle Funktionsfähigkeit**

= Minimierung der Transaktionskosten (beim Emittenten: Kosten von Zulassung + Folgepflichten; beim Anleger: Anlagekosten)

2. Schutz des individuellen Anlegers

↔ Abgrenzung zum Schutz des Anlegerpublikums (s.o.)

⇒ wichtig für Schutzgesetzcharakter i.S.v. § 823 II BGB

1. Europäisches Recht

- Das nationale Kapitalmarktrecht ist ganz überwiegend durch europäisches (Richtlinien-)Recht bestimmt.
- Hintergrund: Aktionsplan Finanzdienstleistungen KOM(1999) 232: Ziel eines europäischen Kapitalmarktes; Verhinderung einer Aufsichtsarbitrage (*race to the bottom*)
- Single-licence-Prinzip („Europass“)
- partiell unmittelbar anwendbares europäisches Recht, z.B.
 - Marktmisbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 vom 16. April 2014 = market abuse regulation (nachfolgend: MAR)
 - ❖ Überblick: von der Linden, DStR 2016, 1036
 - ProspektVO (EU) Nr. 2017/1129 vom 14. Juni 2017
 - ❖ Überblick: Wöckener/Kutzbach, RdF 2018, 276; Schulz, WM 2018, 212

2. Nationales Recht

- Geschäftsbesorgungsrecht des BGB (§§ 675 ff.)
- Börsengesetz (BörsG)
 - Organisation der Börsen
 - Zulassung von Wertpapieren zum Handel
- Wertpapierprospektgesetz (WpPG)
 - Prospekthaftung
- Vermögensanlagengesetz (VermAnlG)
 - Regeln für nicht in Wertpapieren bestehende Kapitalanlagen
- Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)
 - Regeln für einen fairen Handel
- Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)
 - Regeln für öffentliche Übernahmeangebote

2. Fortsetzung: Nationales Recht

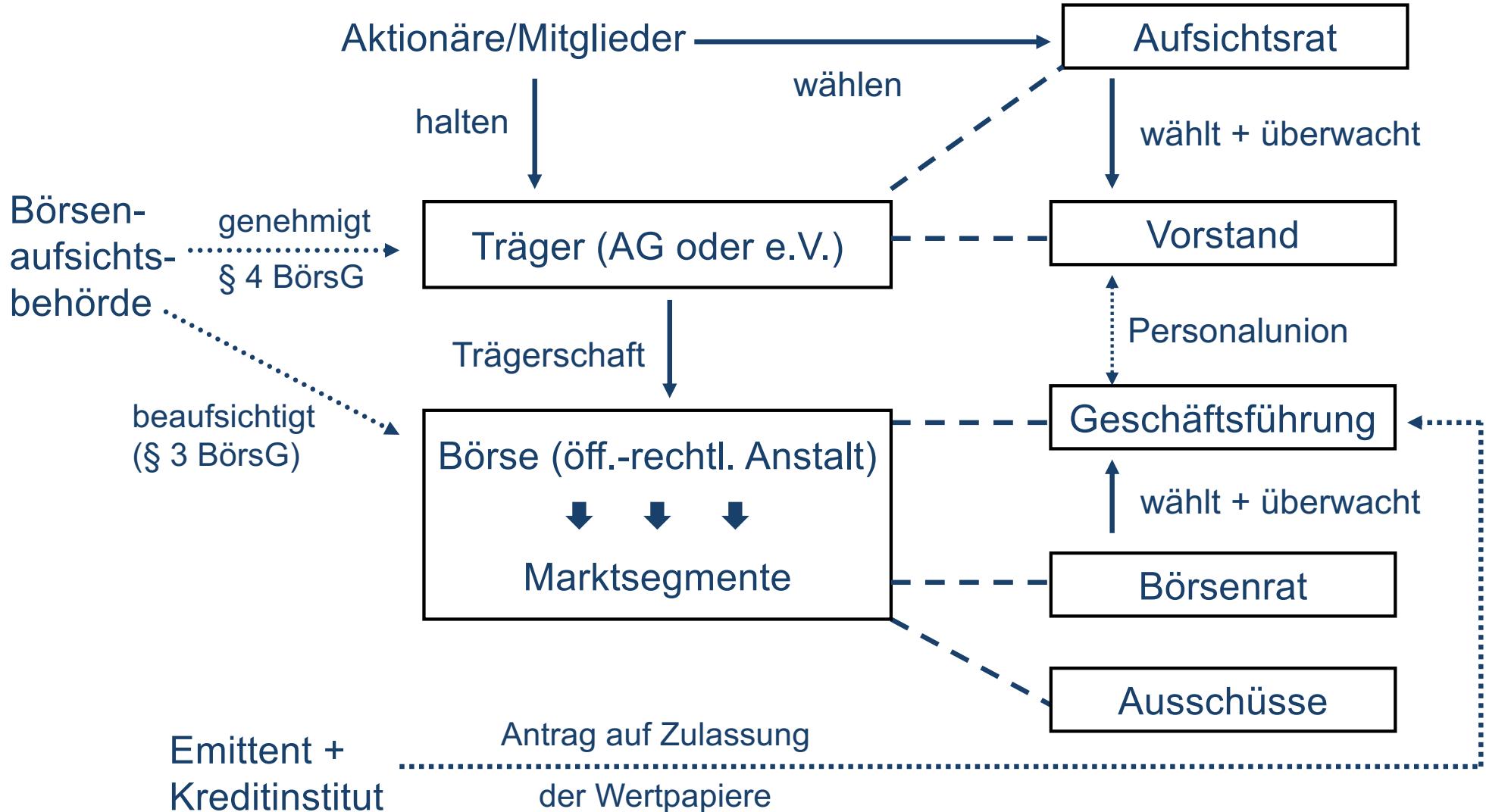
- Spezialgesetze, z. B.
 - Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) ⇒ Investment-/geschlossene Fonds
 - Pfandbriefgesetz (PfandBG)
 - Depotgesetz (DepotG)

3. Sonstige Regelungen

- Börsenordnungen
- Allgemeine Geschäftsbedingungen (AGB)
 - AGB-Banken + AGB-Sparkassen
 - Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte
 - Sonderbedingungen für Termingeschäfte
 - AGB für den Freiverkehr (an der Frankfurter Wertpapierbörsen)

Rechtliche Organisation der Börse

Börsenstruktur im Überblick



Regulierter Markt



§§ 32 ff. BörsG

hohe Zulassungsvoraussetzungen
und Folgepflichten

⇒ größere Unternehmen



Prime Standard

↓
erhöhte Publizitätspflichten
(§ 42 BörsG)

General Standard

↓
gesetzlicher Mindeststandard

Freiverkehr



§ 48 BörsG

Geringe
Regelungsdichte

privatrechtlich
organisiert

Faktisch:
Handel an der WP-Börse

Rechtlich:
Außerbörslicher Handel

Erhöhte Anforderungen im Prime Standard (§ 42 BörsG)

- Quartalsmitteilungen in Deutsch + Englisch; bei Auslandsgesellschaft u.U. nur in Englisch (§ 53 BörsO FWB, Stand: 11.7.2024)
- Unternehmenskalender auf Deutsch + Englisch mit wesentlichen Terminen des Emittenten (§ 54 BörsO FWB)
- jährliche Analystenveranstaltung (§ 55 BörsO FWB)
- Ad-hoc-Mitteilungen auch in Englisch (§ 56 BörsO FWB)

Börsen- und Kapitalmarktaufsicht

1. Bundesebene: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

- Sitz: Bonn + Frankfurt
- Allfinanzaufsicht (FinDAG v. 2002)
 - ↔ Bundesaufsichtsamt (BA) für das Kreditwesen, BA für das Versicherungswesen, BA für den Wertpapierhandel

2. Landesebene: Börsenaufsicht (§ 3 BörsG)

- Für FWB: Hessisches Wirtschaftsministerium

3. Ebene der Börse: Handelsüberwachungsstelle

Beispielhafte Aufgaben der BaFin

1. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)

- § 6 – Marktüberwachung + Anordnungsbefugnisse
- § 22 – Entgegennahme von Meldungen
 - ⇒ „gläserner“ Wertpapiermarkt ⇒ Untersuchung von Auffälligkeiten

2. ProspVO EU 2017/1129 (ProspVO)

- Art. 20 I ProspVO – Billigung von Prospektien
- Art. 38 ProspVO – Verwaltungsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen

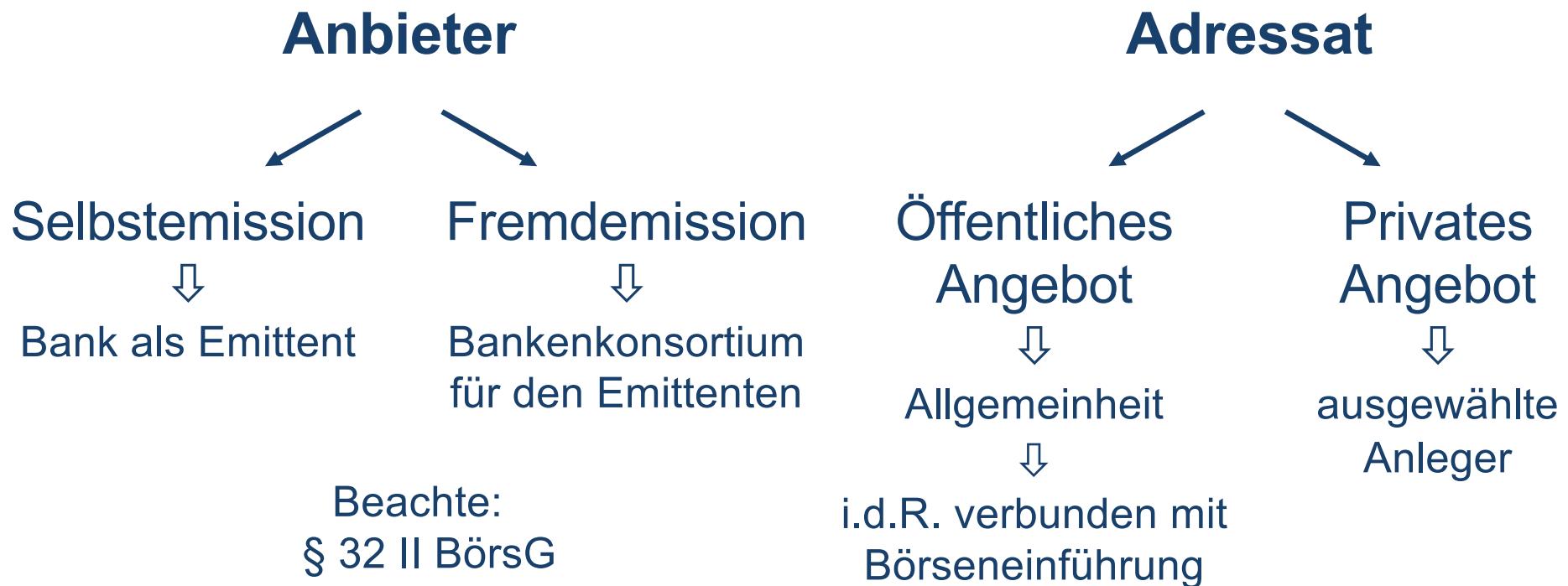
Recht des Primärmarktes

Grundbegriffe im Emissionsgeschäft

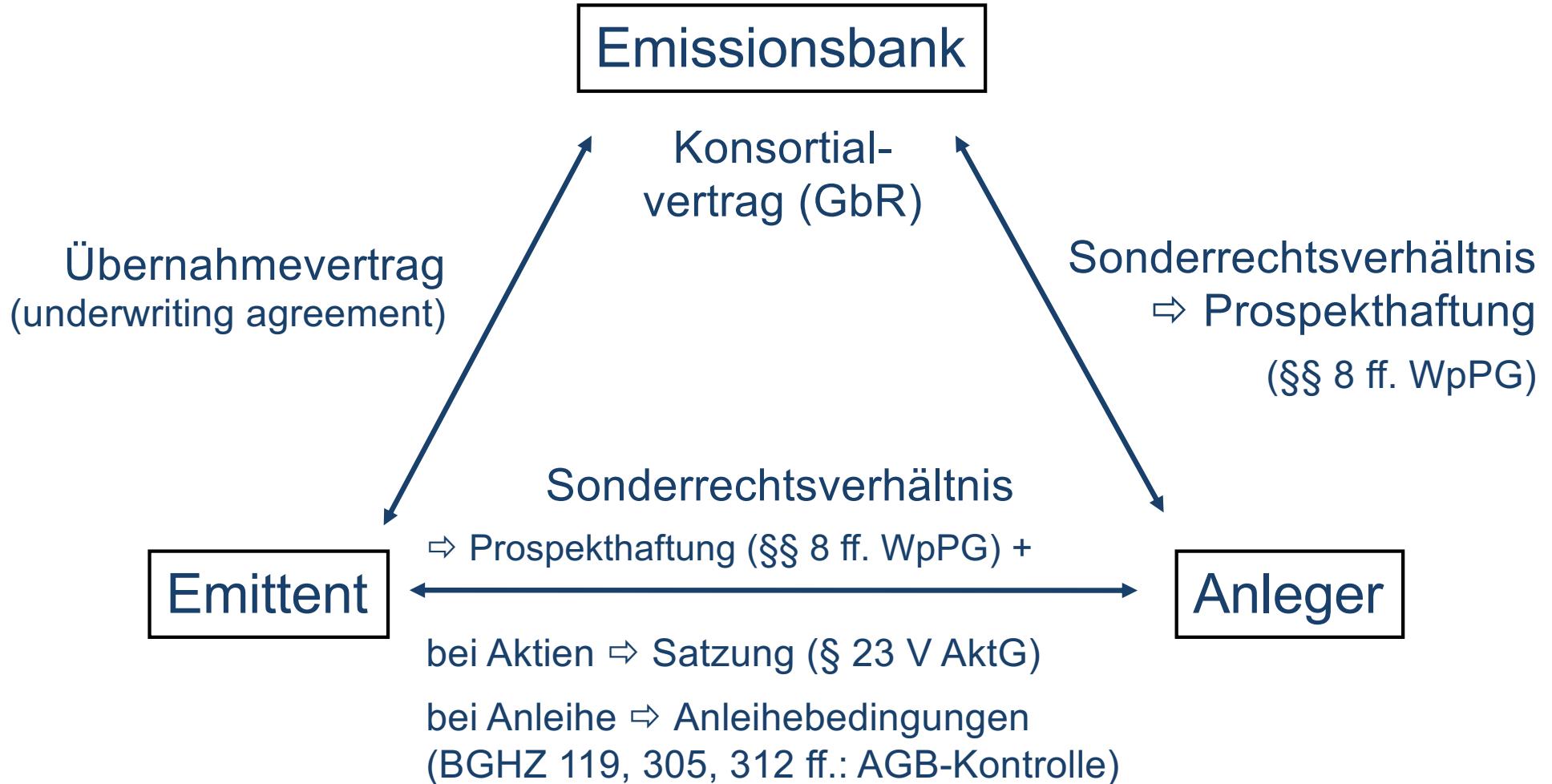
IPO (Initial Public Offering) = erstmaliges öffentliches Angebot

Going Public = Gang an die Börse ⇔ Going Private = Rückzug von der Börse

Listing = Notierung an der Börse ⇔ Delisting = Rücknahme der Notierung



Vertragsverhältnisse im Emissionsgeschäft



1. Festübernahme mit Platzierungsgarantie

- *Übernahmekonsortium* verpflichtet sich zur Übernahme aller Wertpapiere und trägt das Verkaufsrisiko

2. Kommissionsweise Platzierung

- *Begebungskonsortium* = Kommissionär (§§ 383 ff. HGB)
- Emittent trägt das Übernahmerisiko
- in der Praxis unüblich bei Aktien

3. Allgemeine Regelungen im Übernahmevertrag

- Kurspflegeklauseln, insbes. Greenshoe-Optionen (dazu BGH ZIP 2009, 913), Marktschutzklauseln, Rücktrittsrechte, Gebühren etc.

1. Zulassungspflicht (§ 32 I BörsG)

2. Zulassungsantrag (§ 32 II BörsG)

- Emissionsbegleiter (Gatekeeper-Theorie)

3. Zulassungsvoraussetzungen (§ 32 III BörsG)

- Anforderungen der Verordnung (EG) Nr. 1287/2006
- Anforderungen des § 34 BörsG i.V.m. BörsenZuV
- Veröffentlichung eines gebilligten Prospekts

4. Widerruf der Zulassung (§ 39 BörsG)

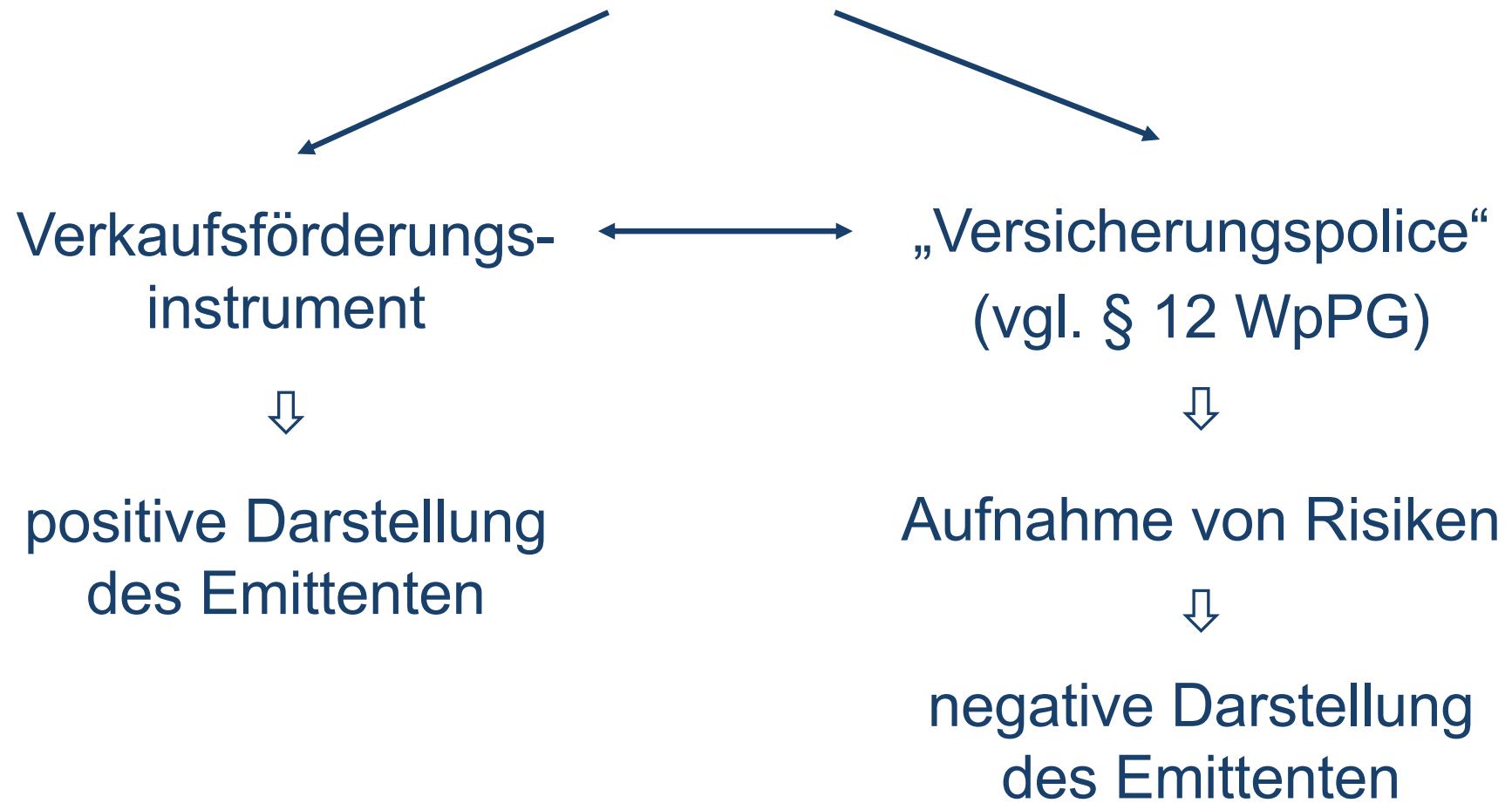
Folgepflichten der Börsenzulassung

Auswahl

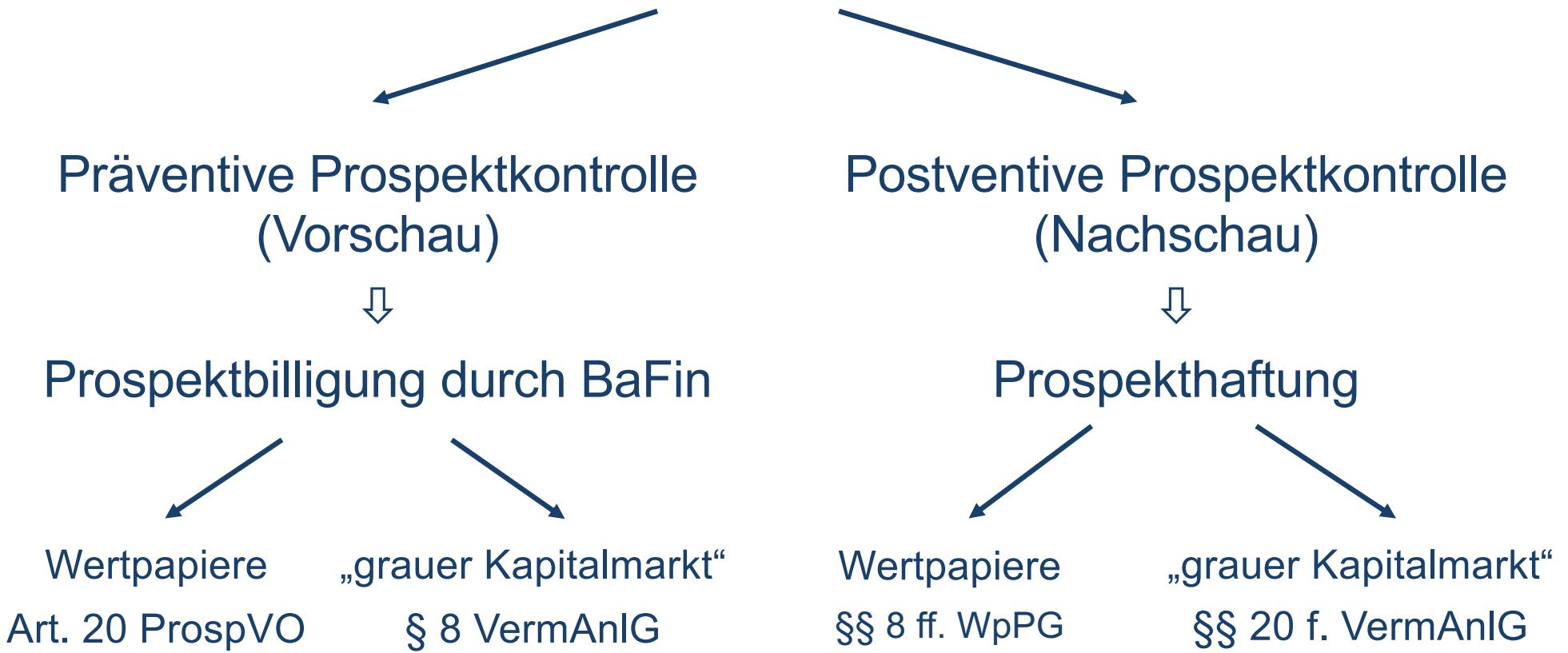
- Art. 17 MAR: Ad-hoc-Mitteilungen
- Art. 19 MAR: Directors' Dealings
- §§ 33 ff. WpHG: Mitteilung von Stimmrechtsanteilen
- §§ 114 ff. WpHG: Veröffentlichung und Übermittlung von Finanzberichten: Jahresfinanzbericht, Halbjahresfinanzbericht, Zahlungsbericht, Konzernabschluss

Funktionen des Prospektes

zutreffendes Bild über Wertpapier und Emittent



Durchsetzung der Prospektpflicht



1. Anwendungsbereich des Gesetzes (Art. 1 ProspVO)

- Öffentliches Angebot + Zulassung am organisierten Markt

2. Prospektzwang (Art. 3 ProspVO)

➤ Abs. 1: Öffentliches Angebot von Wertpapieren in der Union

- Legaldefinition Wertpapier (Art. 2 lit. a ProspVO)
- Art. 1 IV ProspVO: Ausnahmen mit Blick auf die Art des Angebots, insbesondere
 - lit. a: Angebot nur an qualifizierte Anleger (Def.: Art. 2 lit. e ProspVO)
 - lit. b: Angebot an weniger als 150 nicht qualifizierte Anleger
⇒ Idee: Aushandeln theoretisch möglich
 - lit. c und d: Mindestanlagebetrag 100.000 €

➤ Abs. 3: Zulassung von Wertpapieren am geregelten Markt

- Art. 1 V ProspVO: Ausnahmen bei Zulassung bestimmter Instrumente

1. Grundvorgaben

- Art. 6 ProspVO: erforderliche Informationen, die für den Anleger wesentlich sind, um sich ein fundiertes Urteil bilden zu können (Abs. 1); in leicht zu analysierender, knapper und verständlicher Form (Abs. 2)
- Art. 7 ProspVO: Prospektzusammenfassung
 - ⇒ Sinn: rasche Information
 - ⇒ max. sieben DIN A4-Seiten; Frage-Antwort-Schema; Orientierung an Basisinformationsblatt
 - ⇒ Warnhinweise erforderlich

2. Mindestangaben (Art. 13 ProspVO i.V.m. delegierten Rechtsakten)

3. Nichtaufnahme von Angaben (Art. 18 ProspVO), z.B.:

- Abs. 1 lit. a: Schutz öffentlicher Interessen
- Abs. 1 lit. b: Schutz des Emittenten oder etwaiger Garantiegeber
- Abs. 1 lit. c: Informationen von untergeordneter Bedeutung

4. Nachtrag zum Prospekt (Art. 23 ProspVO)

- Nachträgliche wesentliche Umstände zw. Billigung + Schluss des öff. Angebots bzw. Handelseinführung
 - ⇒ Anschluss: Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR)

1. Prüfungsumfang der BaFin (Art. 20 ProspVO)

- Vollständigkeitsprüfung (Mindestangaben: Art. 13 ProspVO)
- Kohärenz und Verständlichkeit; nicht: Richtigkeit der Angaben

2. Rechtscharakter der Billigung = Verwaltungsakt

3. Veröffentlichung (Art. 21 ProspVO)

- durch Emittenten, Anbieter oder Antragsteller
- Grundsatz: nur in elektronischer Form auf einer in Abs. 2 genannten Website; mind. zehn Jahre öffentlich zugänglich (Abs. 7)
- Liste der gebilligten Prospekte auf Website der BaFin *und* zusätzliche Veröffentlichung durch ESMA
- Exemplar auf dauerhaftem Datenträger auf Anfrage (Abs. 11)

spezialgesetzlich

Wertpapiere: §§ 8 ff. WpPG

Vermögensanlagen:
§§ 20 f. VermAnlG

bürgerlich-rechtlich

Vertrauenshaftung aus c.i.c.
(§ 311 III BGB)



Grundsatz: spezialgesetzlich
verdrängt



Ausnahmen in Fallgruppen, z.B.:
Altgesellschafter übernehmen den Vertrieb
der Beteiligungen oder tragen in sonstiger
Weise für den Vertrieb Verantwortung
(BGHZ 237, 346 Rn. 41 ff. – Schiffsfonds)

1. Prospekt: Begriff formalisiert

- Börsenzulassungsprospekt i.S.v. § 32 III Nr. 2 BörsG (§ 9 WpPG)
- Verkaufsprospekt (§ 10 WpPG)
- keine Prospekte im Sinne der Prospekthaftung sind:
 - Werbebrochüren
 - Research-Berichte
 - Ad-hoc-Mitteilungen
 - Zwischenberichte

2. unrichtige oder unvollständige Angaben

a) Anlegerhorizont

- Literatur str.: sachverständiger Anleger – unbedarfter Laie
- BGH NJW 1982, 2823, 2824 – BuM: durchschnittlicher Anleger, der zwar eine Bilanz lesen kann, aber nicht mit der in Fachkreisen verwendeten Schlüsselsprache vertraut ist
- BGH ZIP 2012, 2199: durchschnittlicher Kleinanleger, wenn sich der Emittent ausdrücklich auch an das unkundige und börsenunerfahrene Publikum wendet
 - ⇒ Zitat in der Lösung zu Fall Nr. 2 – Kapitalerhöhung
- BGH ZIP 2021, 1336 Rn. 25: durchschnittlicher Anleger, der als Adressat des Prospekts in Betracht kommt und der den Prospekt sorgfältig und eingehend liest

Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)

unrichtiger / unvollständiger Prospekt

2. unrichtige oder unvollständige Angaben

b) „Angaben“

- **Problem:** Prognosen (BGH NJW 1982, 2823, 2826 – BuM)
- Wortlaut: Angabe \Leftrightarrow Tatsache
 - ⇒ *zur Abgrenzung Fall Nr. 1 – Pharmaunternehmen*
- Systematik: § 264a StGB: Angabe > Tatsachen
- Sinn + Zweck: Bedeutung der Prognose für Anlegerentscheidung

2. unrichtige oder unvollständige Angaben

c) Unrichtigkeit

- Tatsachen: unwahr
 - OLG Frankfurt AG 2005, 851 – VCI: zu unwahren Angaben über den Karriereweg der Vorstandsmitglieder
- Prognosen (BGH ZIP 2012, 1342):
 - unvertretbar auf vorhandener Tatsachenbasis
 - ⇒ BGH ZIP 2009, 2377: Zulässigkeit auch optimistischer Prognosen
 - ⇒ Klöhn, WM 2010, 289: Offenlegung der Prognosegrundlagen
 - keine hinreichende Tatsachenbasis
 - nicht ausreichend: fehlender Eintritt der prognostizierten Entwicklung

2. unrichtige oder unvollständige Angaben

c) Unrichtigkeit

- Bewertungen (z.B. von Immobilien)
 - BGHZ 213, 65 – Telekom – 2. Börsengang: Hinweis erforderlich, wenn durch die Ausnutzung bilanzieller Spielräume unter Anwendung eines zwar noch vertretbaren, aber risikobehafteten Bewertungsverfahrens ein zu positives Gesamtbild der Bilanz und der Vermögenslage gezeichnet wird (Rn. 59)
- Gesamteindruck
 - BuM: alle Bilanzwahlrechte positiv ausgeübt (window dressing)
 - Korrektur eines falschen Gesamteindrucks trotz richtiger Einzelangaben (arg.: § 264 II 1 HGB: true + fair view)

2. unrichtige oder unvollständige Angaben

d) Unvollständigkeit

- bei Fehlen von Mindestangaben gemäß Art. 13 ProspVO i.V.m. delegierten Rechtsakten
- Beispiele aus der Rechtsprechung
 - BGHZ 139, 225 – Elsflether Werft: laufende Anfechtungsklage gegen Kapitalerhöhungsbeschluss, auf dem die Emission beruht
 - BGH ZIP 2012, 2199: Recht zu nachteiligen Weisungen (§ 308 AktG)
 - OLG Frankfurt ZIP 1994, 282 – Bond: negatives Rating ⇒ Info über dessen Grundlage (risikoreiche Transaktionen großen Ausmaßes)
 - OLG Frankfurt ZIP 1999, 1005 – MHM Mode: ungesicherte Forderung in existenzieller Höhe; personelle Verflechtung mit Gesellschaft, mit der ein Beratervertrag besteht

Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)

unrichtiger / unvollständiger Prospekt

3. Wesentlichkeit der Angaben

- kein Reuerecht; keine Verlagerung des Anlagerisikos
 - ⇒ wenn der Anleger die Information „eher als nicht“ bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde
 - (vgl. BGHZ 195, 1 Rn. 24 und BGH ZIP 2021, 1336 Rn. 25 [zu § 13 VerkProspG a.F.])

4. Prospektaktualisierung

- neue Informationen bis Ende des Angebots bzw. der Zeichnungsfrist + Einführung der Aktien (vgl. Art. 23 ProspVO)
 - BGHZ 139, 225 – Elsflether Werft
 - OLG Frankfurt ZIP 2004, 1411 und AG 2006, 164 – EM.TV
- Anschluss: Ad-hoc-Publizität gemäß Art. 17 MAR

Anspruchsberechtigte

- **Zeitliche Eingrenzung der Anspruchsberechtigten:**
Abschluss des Erwerbsgeschäfts nach Veröffentlichung des Prospekts und innerhalb von sechs Monaten
 - (1) **nach erstmaliger Einführung der Wertpapiere
(§ 9 WpPG zum Börsenzulassungsprospekt) bzw.**
 - (2) **nach dem Zeitpunkt des ersten öffentlichen Angebots im Inland
(§ 10 WpPG zum Verkaufsprospekt)**
- **Sinn: bei späterem Erwerb ist der Kaufpreis nicht mehr hinreichend durch den Prospekt, sondern durch andere (Markt-)Faktoren bestimmt**

Haftungsverpflichtete

1. Prospektverantwortliche (§ 9 I Nr. 1 i.V.m. § 8 WpPG)

- Emittent (vgl. Art. 2 lit. h) ProspVO)
- Emissionsbank
 - Mitunterzeichnung nicht erforderlich (BGHZ 139, 225)
 - Problem: Konsortium = GbR
 - ⇒ bei Innengesellschaft keine Haftung der GbR „als solche“, sondern nur der Mitglieder, die nach außen in Erscheinung treten
- Wirtsch.prüfer nach h.M. (–); keine Verantwortung für ganzen Prospekt
 - ➔ BGH WM 2006, 423 = ZIP 2006, 854 (zur bürgerlich-rechtl. Prospekthaftung)

Haftungsverpflichtete

2. Prospektveranlasser (§ 9 I Nr. 2 WpPG)

- verantwortliche Personen im Hintergrund
 - BGH ZIP 2012, 2199: Personen, die ein eigenes wirtschaftliches Interesse an der Emission der Wertpapiere haben und darauf hinwirken, dass ein unrichtiger oder unvollständiger Prospekt veröffentlicht wird
 - Großaktionäre (z.B. Konzernmuttergesellschaft) oder Vorstandsmitglieder mit einem eigenen geschäftlichen Interesse

1. Fehlendes Verschulden (Abs. 1)

- Vorsatz + grobe Fahrlässigkeit

2. Besondere Ausschlussgründe (Abs. 2)

- keine haftungsbegründende Kausalität (Nr. 1)
 - Umkehr der Beweislast
 - aber Tatbestandsgrenze der §§ 9 I 1, 10 WpPG: 6-Monats-Frist
- keine Minderung des Börsenpreises (Nr. 2)
 - ❖ BGHZ 228, 133 = ZIP 2021, 508 Rn. 40 ff. – Telekom 3. Börsengang
- Kenntnis des Erwerbers (Nr. 3)
- Berichtigung (Nr. 4)
- Angaben in der Zusammenfassung (Nr. 5)

1. Erwerber ist noch Inhaber der Papiere (Abs. 1)

- Rückgabe der Papiere gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den Ausgabepreis nicht übersteigt, + übliche Kosten

Beispiel 1: Ausgabekurs 30; Kurssteigerung auf 50; Erwerb bei 50; Kursverfall auf 20 ⇒ Rückgabe gegen Zahlung von 30 ⇒ **Grafik Folie 48**

Beispiel 2: Ausgabekurs 30; Kursverfall auf 20; Erwerb bei 20; weiterer Kursverfall auf 10 ⇒ Rückgabe gegen Zahlung von 20 ⇒ **Grafik Folie 48**

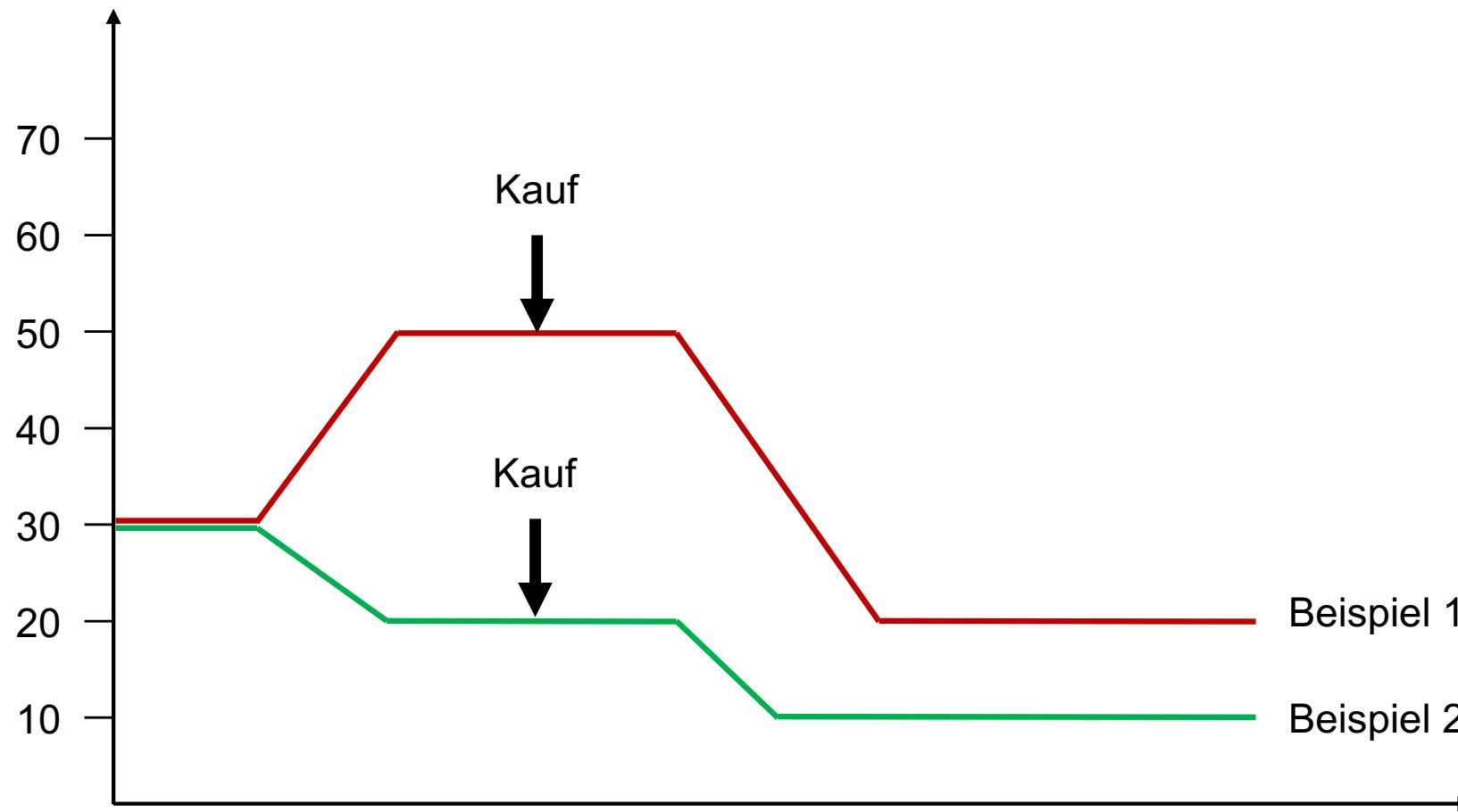
- h.M.: keine Kursbeobachtungspflicht = keine Pflicht zur Schadensminderung durch raschen Verkauf

2. Erwerber ist nicht mehr Inhaber der Papiere (Abs. 2)

- Unterschiedsbetrag zwischen Erwerbs- und Veräußerungspreis; Erwerbspreis wie oben begrenzt

3. Verjährung: §§ 195, 199 BGB

Anspruchsinhalt (§ 9 WpPG)



Ad-hoc-Publizität

1. Beteiligungspublizität

a) Stimmrechtsanteile an börsennotierten Gesellschaften (§§ 33 ff. WpHG)

- Schwellenwerte: 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75 %
- Mitteilung des Anteilsinhabers an Gesellschaft + BaFin (§ 33 WpHG)
- Erfassung sonstiger Instrumente (insbes. Optionen und Terminkontrakte) über § 38 WpHG ab der Schwelle von 5 %
- Veröffentlichung durch die Gesellschaft (§§ 40, 41 WpHG)
 - ❖ VGH Kassel ZIP 2023, 1295: ohne Rücksicht auf Richtigkeit der zugegangenen Meldung
- Angabe zu Zweckverfolgung + Mittelherkunft ab 10 % (§ 43 WpHG)

1. Beteiligungspublizität

b) Eigengeschäfte von Führungskräften in Aktien der Gesellschaft und Derivaten = Directors' Dealings (Art. 19 MAR)

- Anwendungsbereich: u.a. Finanzinstrumente an einem geregelten Markt (Art. 19 IV MAR)
- Mitteilung an Emittent + BaFin in 3 Werktagen (Art. 19 I MAR)
- Definition der Person mit Führungsaufgaben in Art. 3 I Nr. 25 MAR
- Erfassung auch von Personen mit enger Beziehung, insbes. Ehepartner, eingetr. agene Lebenspartner, unterhaltsberechtigte Kinder (Art. 19 I i.V.m. Art. 3 I Nr. 26 MAR)
- Bagatellgrenze (Art. 19 VIII, IX MAR); für Deutschland: 20.000 € p.a.
- Veröffentl. durch Emittent: 2 Werktagen (Art. 19 III MAR [konsolidierte Fassung])
- ⇒ *Fall Nr. 3 – Directors' Dealings*

- **Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 vom 16. April 2014 (MAR)**

- Anwendungsbereich (Art. 2 MAR)
- Begriffsbestimmungen (Art. 3 MAR)
- Insiderinformationen (Art. 7 MAR)
- Veröffentlichung von Insiderinformationen (Art. 17 MAR)
 - Literatur: Klöhn AG 2016, 423; Kumpan DB 2016, 2039; Poelzig NZG 2016, 761

1. Normadressat

- Emittenten (Definition in Art. 3 I Nr. 21 MAR)
- Finanzinstrumente, u.a. an einem geregelten (Art. 17 I (3) MAR)
 - „Finanzinstrument“: Art. 3 I Nr. 1 MAR \Rightarrow Art. 4 I Nr. 15 RiLi 2014/65/EU
 - „geregelter Markt“: Art. 3 I Nr. 6 MAR \Rightarrow Art. 4 I Nr. 21 RiLi 2014/65/EU
 - Zulassung \neq Einbeziehung (z.B. in den Freiverkehr ohne Zustimmung des Emittenten)

2. Insiderinformation (Art. 7 MAR)

a) präzise Information (Art. 7 II MAR)

- Reihe von Umständen, die bereits gegeben oder vernünftigerweise zu erwarten sind oder Ereignis, das bereits eingetreten oder vernünftigerweise zu erwarten ist
 - ❖ tatsächlicher Einfluss der später veröffentlichten Information auf den Kurs = Indiz (irrig EuGH ZIP 2022, 738 Rn. 56: „Beweis“; richtig BGH ZIP 2013, 1165 Rn. 23)
- weiter als Begriff der „Tatsache“ (= dem Beweis zugänglich)
- auch Zwischenschritte eines gestreckten Vorgangs (Art. 7 II 2, III MAR)
 - ❖ zuvor: EuGH ZIP 2012, 1282 („Geltl“) + BGH ZIP 2013, 1165 (Fall: Rücktritt Schrempp); a.A. noch BGH ZIP 2008, 639 (Rn. 18 ff.: erst nach Entscheidung des Aufsichtsrats)
- Problem: Prognosen / Gerüchte (je nach Verdichtung + Quelle)
 - ❖ EuGH ZIP 2022, 738: anstehender Pressebericht zu Übernahmegerüchten

Tatbestandsvoraussetzungen

2. Insiderinformation (Art. 7 MAR)

- b) nicht öffentlich bekannt
 - Emittentenleitfaden der BaFin (Modul C, Ziff. I.2.1.1): Bereichsöffentlichkeit durch allgemein zugängliches, elektronisches Informationsverbreitungssystem reicht (a.A. *Klöhn AG* 2016, 423, 426 f.)
 - anders: Bekanntgabe in Pressekonferenz oder Hauptversammlung
- c) Bezug zum Emittenten oder Insiderpapier
- d) Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung
 - Berücksichtigung durch einen verständigen Anleger bei seiner Anlageentscheidung (Art. 7 IV MAR)
 - ❖ EuGH ZIP 2015, 627: Richtung der Auswirkung muss nicht vorhersehbar sein

3. Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten (Art. 17 I MAR)

- Umstände, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eintreten (= unternehmensinterne Umstände)
 - ❖ BGHZ 192, 90 = ZIP 2012, 318 (Rn. 39) – IKB: Subprime-Anteil bei Zweckgesellschaften
 - ❖ BGH ZIP 2018, 2307 (Rn. 46): Aufsichtsratsbeschluss
- Ausschluss von Drittdata, insbes. von allgemeinen Marktdaten (vgl. aber die Nennung von „plötzlichen Rohstoffentwicklungen“ im Emittentenleitfaden der BaFin, Modul C, Ziff. I.2.1.5.13)
- unternehmensexterne Umstände, z.B. Übernahmeangebot, Mitteilung über geplantes *Squeeze Out* durch Großaktionär, soweit unmittelbarer Bezug zum Emittenten besteht

Tatbestandsvoraussetzungen

4. Art und Weise der Veröffentlichung (Art. 17 I (2) MAR)

- Ermöglichung schnellen Zugriffs der Öffentlichkeit
- Veröffentlichung im amtlich bestellten System gemäß Art. 21 der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG
- keine Verbindung mit der Vermarktung
- Einstellung auf der Homepage des Emittenten für fünf Jahre

⇒ *Fall Nr. 4 – IKB*

Katalog veröffentlichtungspflichtiger Insiderinformationen

⇒ Emittentenleitfaden der BaFin (Modul C, Ziff. I.2.1.5.13)

1. Veränderung der Kerngeschäftsfelder
2. Wesentliche Strukturmaßnahmen (insbes. Verschmelzung, Ein- und Ausgliederung usw.)
3. Beherrschungs-/Gewinnabführungsverträge
4. Abschluss/Änderung/Kündigung wesentlicher Vertragsverhältnisse
5. Verkauf/Kauf eines bedeutenden Vermögenswerts (Immobilie, Tochterunternehmen)
6. Abschluss bedeutender Finanzierungsverträge, Kreditkündigung
7. Bedeutende Kapitalmaßnahmen (z.B. Kapitalschnitt, Aktienrückkauf)
8. Verdacht auf Bilanzmanipulation/Verweigerung Jahresabschlusstestat
9. Ausfall wesentlicher Schuldner
10. Bedeutende Erfindungen/Patente/Lizenzen
11. Rechtsstreitigkeiten von besonderer Bedeutung
12. Delisting

1. Strafrecht

- Ordnungswidrigkeit gemäß § 120 Abs. 15 Nr. 6 – 11 WpHG
- bei natürlicher Person: Geldbuße bis 1 Mio. € (§ 120 Abs. 18 S. 1 WpHG)
- bei juristischer Person oder Personenvereinigung: Geldbuße bis zum höheren der Beträge von 2,5 Mio. € und 2 % des Gesamtumsatzes, den die juristische Person oder Personenvereinigung im letzten Geschäftsjahr erzielt hat (§ 120 Abs. 18 S. 2 Nr. 2 WpHG)

2. Zivilrecht

- Emittentenhaftung aus §§ 97, 98 WpHG ⇒ Folien 65 ff.
- Außenhaftung der Organe
- Wettbewerbsrecht (UWG) ⇒ OLG Hamburg ZIP 2006, 1921

Emittentenhaftung

Fehlerhafte Ad-hoc-Publizität (§§ 97, 98 WpHG)

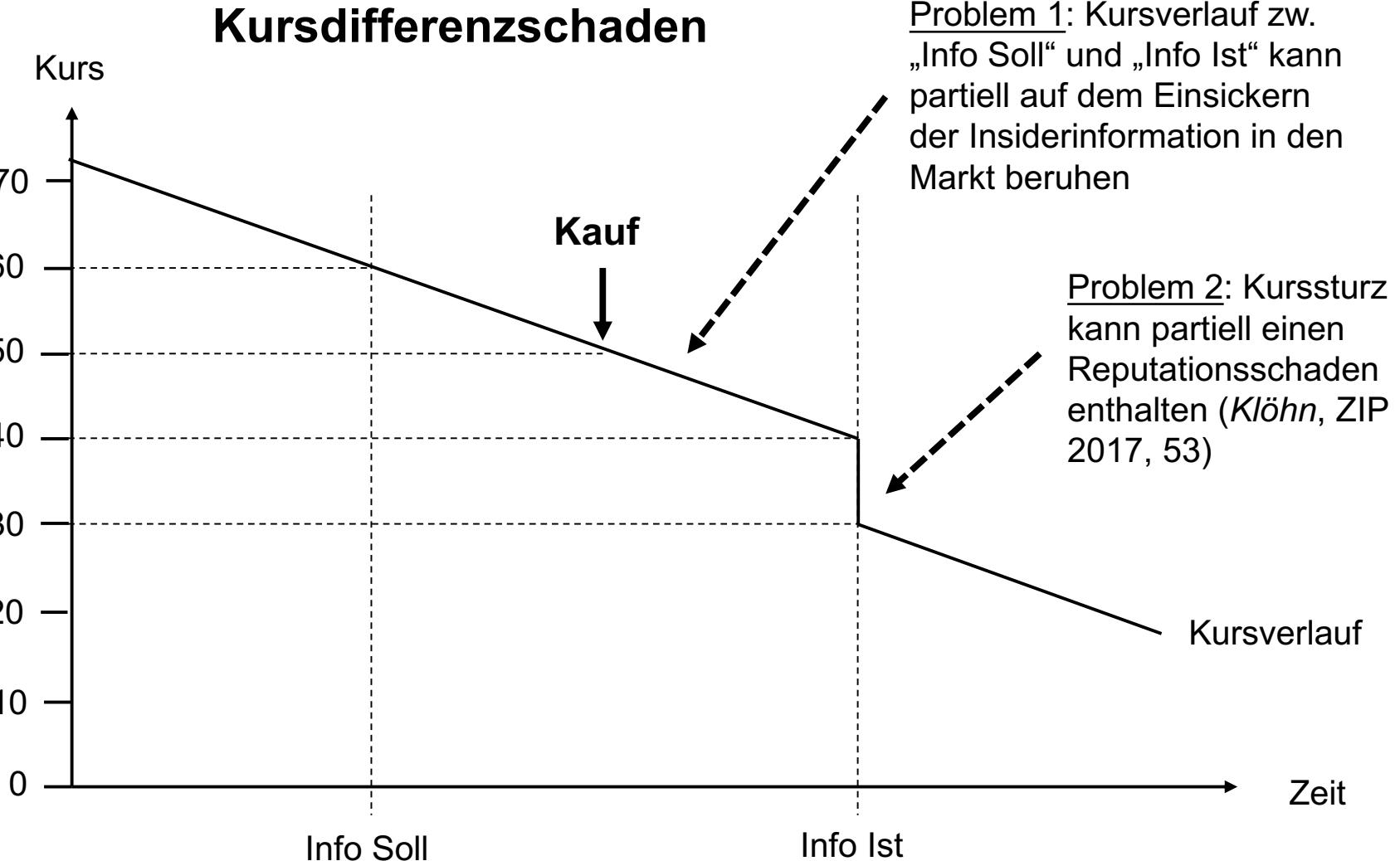
1. Unterlassene/unwahre Ad-hoc-Mitteilung – §§ 97, 98 WpHG
2. Transaktion des Anlegers
3. Haftungsgrundende Kausalität
 - = Kausalität zwischen unterlassener bzw. unwahrer Ad-hoc-Mitteilung und
 - a) der Anlageentscheidung (Kauf oder Verkauf)
⇒ Schadensmodell 1 = Naturalrestitution (b.w.)
 - b) einem zu hohen bzw. zu niedrigen Kurs zum Transaktionszeitpunkt
⇒ Schadensmodell 2 = Kursdifferenzschaden (b.w.)
 - BGHZ 192, 90 = ZIP 2012, 318 (Rn. 61 ff.) – IKB: keine Beweiserleichterungen
 4. Verschulden
 - §§ 97, 98 II WpHG: Vorsatz + grobe Fahrlässigkeit (≈ Prospekthaftung)
⇒ gesenkter Sorgfaltsmaßstab durch Eilbedürftigkeit gerechtfertigt

5. Schaden

- **Modell 1:** Naturalrestitution (≈ Prospekthaftung)
 - ❖ BGHZ 192, 90 = ZIP 2012, 318 (Rn. 47 ff.) – IKB
- **Modell 2:** Kursdifferenzschaden (früher h.L.) ⇒ Skizze (b.w.)
 - ⇒ Emittent soll nicht das Risiko allgemeiner Marktentwicklung tragen
 - ⇒ Unterschiedsbetrag zwischen
 - (1) tatsächlichem Transaktionspreis und
 - (2) hypothetischem Preis bei pflichtgemäßem Verhalten
 - (3) zur Zeit des Geschäftsabschlusses
 - ❖ BGHZ 192, 90 (Rn. 67 f.) – IKB: Kursdifferenzschaden als Alternative zur Naturalrestitution mit geringeren Anforderungen an die Kausalität
- ⇒ Fall Nr. 4 – IKB

Emittentenhaftung

Fehlerhafte Ad-hoc-Publizität (§§ 97, 98 WpHG)



Verbot des Insiderhandels

1. Entwicklung + Rechtsgrundlagen

- Vorbild: Section 10 Securities Exchange Act 1934 (USA)
- 1989: Insiderrichtlinie
- 2003: Marktmissbrauchsrichtlinie
- 2014: Marktmissbrauchsverordnung (MAR)
 - Insiderinformation (Art. 7 MAR)
 - Insidergeschäfte (Art. 8 MAR)
 - Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen (Art. 10 MAR)
 - Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen (Art. 14 MAR)
 - Literatur: Klöhn, AG 2016, 423; Poelzig, NZG 2016, 528

⇒ Fall Nr. 5 – Minenfund

2. Legitimation des Verbots

➤ Ablehnung aufgrund von Effizienzerwägungen

Henry Manne: „Insider Trading and the Stock Market“ (1966)

- Insiderhandel führt den Kurs in die richtige Richtung
- Teil der Vorstandsvergütung ⇒ Verhinderung von Principal-Agent-Konflikten

➤ Kritik der Rechtswissenschaft: Gerechtigkeitserwägungen

- Antwort von *Henry Manne*:
„Insider Trading and the Law Professors“ (1970)

➤ Heute: Funktionenschutz der Kapitalmärkte

- Chancengleichheit aller Anleger

3. Praktische Fälle (veröffentlicht in den jährlichen BaFin-Berichten)

- Mergers & Acquisitions
 - Erwerb in Kenntnis der bevorstehenden Übernahme
- Liquiditätsprobleme / Überschuldung
 - Verkauf in Kenntnis bevorstehender Insolvenz
 - Erwerb in Kenntnis erfolgreicher Sanierungsbemühungen
- Periodenergebnisse
 - Erwerb in Kenntnis der positiven Ergebnisse
(z.B. bevorstehende Sonderausschüttung)
 - Verkauf in Kenntnis bevorstehender Umsatz- und Gewinnwarnung
 - ❖ BGH ZIP 2010, 426: Ad-hoc-Mitteilung erst nach Verkauf eigener Papiere durch die Vorstandsmitglieder der freenet AG

1. Anwendungsbereich – Art. 2 MAR

- u.a. Finanzinstrumente i.S.v. Abs. 1 UAbs. 1
 - Zulassung auf einem geregelten Markt bzw. Antrag auf Zulassung
 - Handel in multilateralem Handelssystem; Zulassung zu einem solchen System oder Antrag auf Zulassung
 - Handel in organisiertem Handelssystem
 - Derivate zu o.g. Finanzinstrumenten

2. Insiderinformation – Art. 7 MAR

- präzise Information
- nicht öffentlich bekannt
- Bezug zum Emittenten oder Insiderpapier
- Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung
- ⇒ Details oben Folien 58 f.

1. Erwerbs-/Veräußerungsverbot (Art. 14 lit. a MAR)

- = „das Tägeln von Insidergeschäften und der Versuch hierzu“
- Definition des „Insidergeschäfts“ in Art. 8 I MAR: Erwerb oder Veräußerung von Finanzinstrumenten für eigene oder fremde Rechnung unter Nutzung einer vorhandenen Insiderinformation; auch Stornierungen/Änderungen eines zuvor erteilten Auftrags
- Verbot des Handels auf der Basis einer Empfehlung oder Verleitung (Folie 86), wenn die Person weiß oder wissen sollte, dass diese auf einer Insiderinformation beruht (Art. 8 III MAR)
 - ⇒ Behörde muss die Kenntnis nicht beweisen

2. Empfehlungs-/Verleitungsverbot (Art. 14 lit. b MAR)

- = „Dritten zu empfehlen, Insidergeschäfte zu tätigen, oder Dritte dazu zu verleiten, Insidergeschäfte zu tätigen“
- Definition in Art. 8 II MAR: Empfehlung / Verleitung zum Erwerb, zur Veräußerung, zur Stornierung oder Änderung eines Auftrags durch eine Person, die über eine Insiderinformation verfügt
- *tipping*: Empfehlung ohne Offenbarung der Insiderinformation

2. Empfehlungs-/Verleitungsverbot (Art. 14 lit. b MAR)

- = „Dritten zu empfehlen, Insidergeschäfte zu tätigen, oder Dritte dazu zu verleiten, Insidergeschäfte zu tätigen“
- Definition in Art. 8 II MAR: Empfehlung / Verleitung zum Erwerb, zur Veräußerung, zur Stornierung oder Änderung eines Auftrags durch eine Person, die über eine Insiderinformation verfügt
- *tipping*: Empfehlung ohne Offenbarung der Insiderinformation

3. Weitergabeverbot (Art. 14 lit. c MAR)

- = „die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen“
- Vorfeldschutz
- Definition in Art. 10 I MAR:
 - Grundsatz: jede Offenlegung einer vorhandenen Insiderinformation
 - Ausnahme: „die Offenlegung geschieht im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben“
- Frage: *Chinese Walls* im Unternehmen erforderlich?
- Ausnahme: Marktsondierungen (Art. 11 MAR)

4. Ausnahmen

- Aktienrückkaufprogramme + Kursstabilisierung (Art. 5 MAR)
- Legitime Handlungen (Art. 9 MAR)
- Journalistenprivileg (Art. 21 MAR)
 - ❖ EuGH ZIP 2022, 738 (Rn. 58 ff.): Pressebericht zu Übernahmegerüchten

1. Straftatbestände – § 119 III WpHG

a) Verletzung des Erwerbs-/Veräußerungsverbots (Nr. 1)

⇒ Art des Erwerbs der Information ist unerheblich:

- Taxifahrer hört mit
- Putzfrau findet die Information in einer Kanzlei

b) Verletzung des Empfehlungs-/Verleitungsverbots (Nr. 2) und des Weitergabeverbots (Nr. 3)

⇒ frühere Begrenzung der Strafbarkeit auf Primärinsider (Organinsider, Beteiligungsinsider, Berufsinsider, Kriminalinsider) und die Beschränkung auf eine Ordnungswidrigkeit bei Sekundärinsidern ist entfallen (vgl. Art. 8 IV MAR)

c) Strafbarkeit des Versuchs (Abs. 4)

2. Verwaltungsrecht

- Anordnungsbefugnisse der BaFin nach § 6 Abs. 6–10 WpHG

3. Zivilrecht

a) Nichtigkeit des Erwerbsgeschäfts gemäß § 134 BGB?

⇒ nach h.M. (–)

b) Schadensersatz gemäß § 823 II BGB?

⇒ nach h.M. ist Art. 14 MAR kein Schutzgesetz

(a.A. Beneke/Thelen, BKR 2017, 12)

⇒ keine Kausalität zwischen Verstoß und eventuellem Schaden

1. Systeme zur Vorbeugung/Aufdeckung von Marktmisbrauch und Anzeigepflicht (Art. 16 MAR, ergänzend § 23 WpHG)

- Adressat: Betreiber von Märkten u. Handelsplätzen, Wertpapierdienstleister
- Sachverhalt: Verdacht auf Insidergeschäfte + Marktmanipulation
- Ordnungswidrigkeit bei Unterlassen (§ 120 Abs. 15 Nr. 3–5 WpHG)

2. Führung von Insiderlisten (Art. 18 MAR)

- Personen: bestimmungsgemäßer Zugang zu Insiderinformationen
- Abs. 2–5: Art + Weise der Führung von Insiderlisten (*Haßler*, DB 2016, 1920)
- Ordnungswidrigkeit bei Unterlassen (§ 120 Abs. 15 Nr. 12–16 WpHG)

3. Anzeigepflicht bei Directors' Dealings (Art. 19 MAR)

4. Organisationspflichten für Wertpapierdienstleister (§ 80 WpHG)

Verbot der Marktmanipulation

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)

1. Entwicklung + Rechtsgrundlagen

- Rex v. de Berenger (1814 – Court of King's Bench)
- Section 9 (a) Securities Exchange Act 1934 (USA)
- Kursbetrug im ADHGB
- Übernahme im BörsG 1896 (später § 88)
- 4. FinanzmarktfördG
- Marktmisbrauchsverordnung (MAR) 2014
- Richtlinie 2014/57/EU über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmisbrauchsrichtlinie; CRIM-MAD)

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)

2. Praktische Fälle (veröffentlicht in den jährlichen BaFin-Berichten)

- gegenläufige Kauf- und Verkaufsaufträge (*wash trades*)
- mit Dritten vorabgesprochene Kauf- und Verkaufsaufträge (sog. *matched orders* bzw. *prearranged trades*; vgl. BGH ZIP 2014, 513)
- gefälschte Meldung bez. Übernahme-/Verschmelzungsplänen bzw. die Einreichung eines Insolvenzplans durch den Insolvenzverwalter
- Studie mit negativer Unternehmenseinschätzung durch Fondsmanager, der durch Leerverkäufe auf fallende Kurse gesetzt hatte
- Manipulation von Geschäftsergebnissen im Quartalsbericht
- unterlassene Ad-hoc-Mitteilung über die Insolvenz der Gesellschaft

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)

1. Personeller Anwendungsbereich

- Verbot ist an jedermann gerichtet
- Verstoß durch Verschweigen nur bei Rechtspflicht zur Information
 - Beispiele: Ad-hoc- oder Regelpublizität, §§ 10, 27, 35 WpÜG

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)

2. Sachlicher Anwendungsbereich

- u.a. Finanzinstrumente i.S.v. Art. 2 I (1) MAR
 - Zulassung auf einem geregelten Markt bzw. Antrag auf Zulassung
 - Handel in multilateralem Handelssystem; Zulassung zu einem solchen System oder Antrag auf Zulassung
 - Handel in organisiertem Handelssystem
 - Derivate zu o.g. Finanzinstrumenten

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)

3. Verbotstatbestände

- Unzulässige Effekte (Art. 12 I lit. a MAR)
 - Senden falscher oder irreführender Signale hinsichtlich Angebot, Nachfrage oder Preis; Wahrscheinlichkeit genügt (lit. a i)
 - (wahrscheinliche) Sicherung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus (lit. a ii)
 - Ausnahmen bei zulässiger Marktpraxis i.S.v. Art. 13 MAR
- Unzulässige Mittel-Effekt-Relation (Art. 12 I lit. b MAR)
 - Täuschungsverhalten („Vorspiegelung falscher Tatsachen“; „Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung“) beeinflusst den Kurs oder ist hierzu geeignet
 - Schwelle niedriger als in Art. 7 MAR (dort: „erheblich“)
 - generelle Tauglichkeit zur Preiseinwirkung;
kein Kauf-/Verkaufsanreiz erforderlich
 - Täuschung setzt wohl Vorsatz voraus

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)

3. Verbotstatbestände

- Unzulässige Mittel-Effekt-Relation (Art. 12 I lit. b MAR)
 - Täuschungsverhalten („Vorspiegelung falscher Tatsachen“; „Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung“) beeinflusst den Kurs oder ist hierzu geeignet
 - Schwelle niedriger als in Art. 7 MAR (dort: „erheblich“)
 - generelle Tauglichkeit zur Preiseinwirkung; kein Kauf-/Verkaufsanreiz erforderlich
 - Täuschung setzt wohl Vorsatz voraus
- Unzulässiges Manipulationsmittel (Art. 12 I lit. c MAR)
 - Manipulation durch „Verbreitung von Informationen“
 - (potentieller) Effekt wie in Variante a (oben 1.)
 - subjektive Voraussetzung: Wissen oder Wissenmüssen, dass die Information falsch oder irreführend ist

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)

4. Ausnahmen

- Zulässige Marktpraxis (Art. 13 MAR)
 - Ausnahme nur für die Variante a des Art. 12 I MAR
 - Anerkennung durch die BaFin erforderlich
- Aktienrückkaufprogramme + Kursstabilisierung
 - Aktienrückkaufprogramme (Art. 5 I–III MAR)
 - Kursstabilisierung ⇒ „Kurspflege“ / „Marktpflege“ (Art. 5 IV, V MAR)
 - Bedeutung insbesondere bei IPO
 - Ausgleich zufälliger Schwankungen z.B. durch flipping = stagging (Zeichnung + sofortiger Verkauf)
 - Anreiz von Emittenten + Emissionsbanken zum Börsengang
- Journalistenprivileg (Art. 21 MAR)

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)

4. Sanktionen

- Straftat – § 119 I Alt. 2 WpHG
- Ordnungswidrigkeit – § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG
- Zivilrecht (–)
 - Insbes. kein Schadensersatz gemäß § 823 II BGB, da es am Schutzgesetz fehlt

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

