



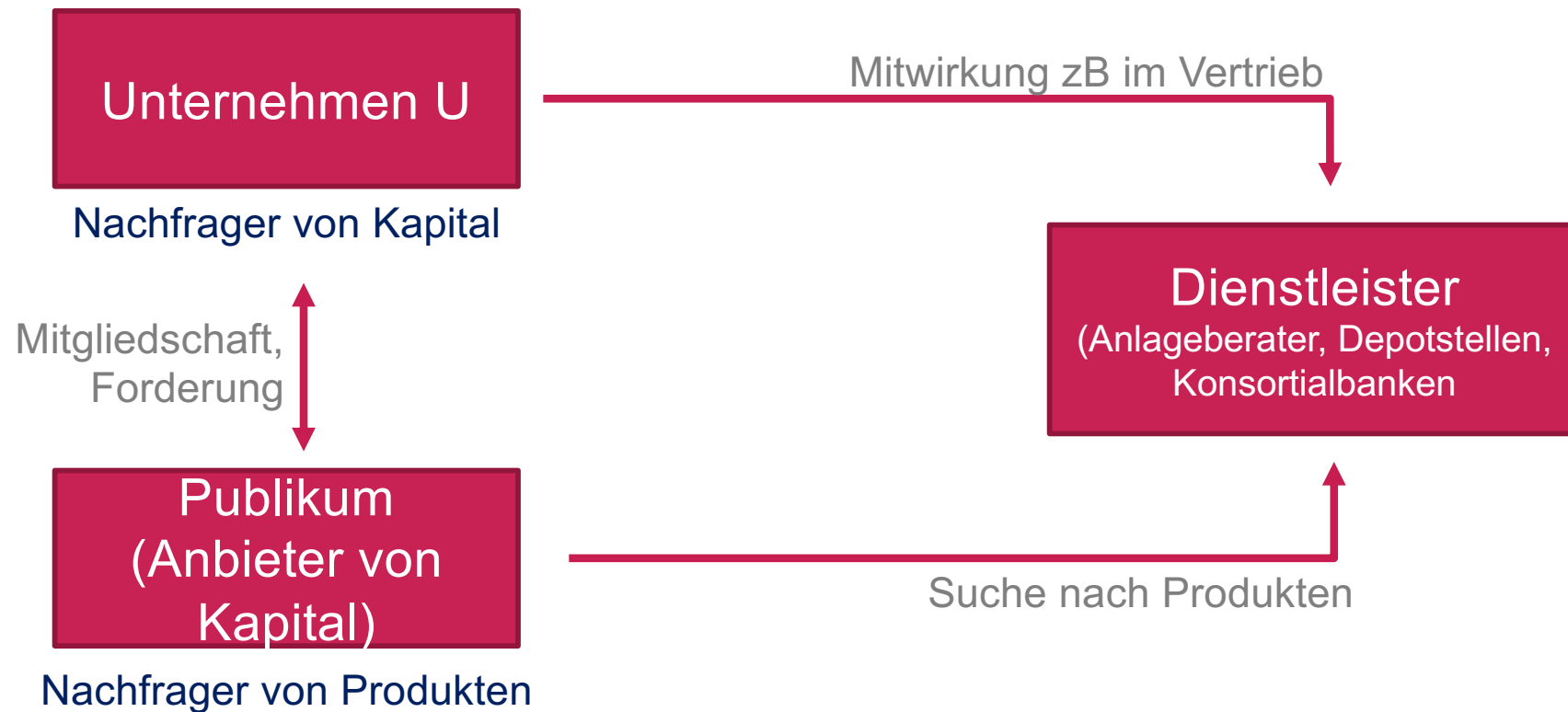
# Vorlesung im Kapitalmarktrecht

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



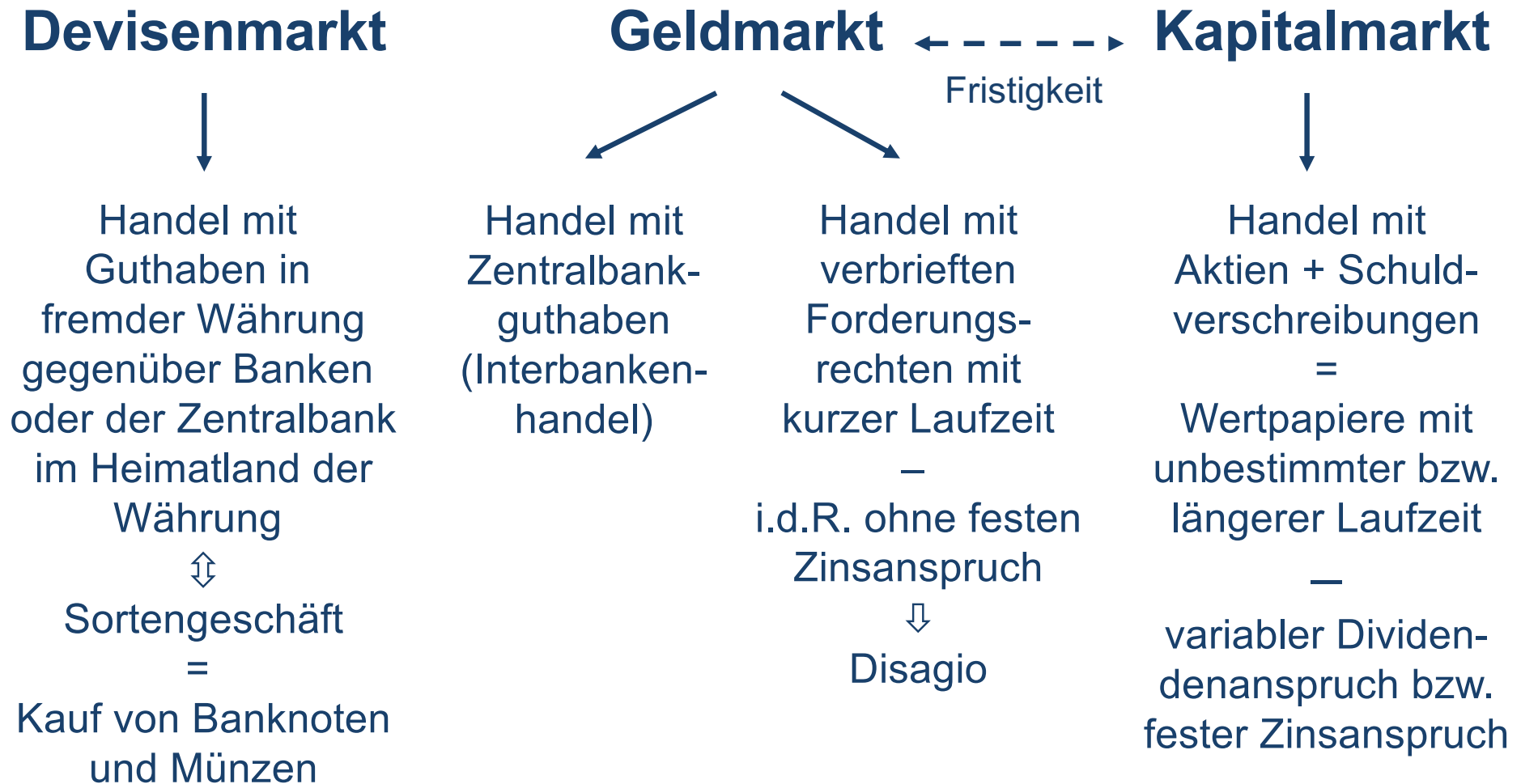
## Sekundärmarkt



# 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  $\Rightarrow$  Markt, auf dem  
sich insbesondere die Unternehmen Fremd- oder Eigenkapital  
beschaffen = Wertpapierfinanzierung (Securitization)**
  - $\Leftrightarrow$  **Bankkredit  $\Rightarrow$  Commercial Banking**
  - $\Leftrightarrow$  **Geldmarkt / Devisenmarkt / Derivatemarkt  $\Rightarrow$  b.w.**





## Termin- / Derivatemarkt



Erfüllung des Geschäfts zu  
einem späteren Zeitpunkt  
(= Termin)



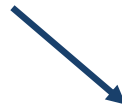
### Funktionen



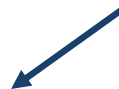
Spekulation



Hedging



### Grundformen



Festpreisgeschäft  
(Future)



Option

## Kassamarkt



Unmittelbarer  
Austausch  
Geld gegen Papier



Erfüllung innerhalb  
von zwei  
Börsenarbeitstagen

## Primärmarkt



Emissionsmarkt

=

Markt, auf dem ein Wertpapier  
das erste Mal platziert wird



## Selbstemission

z.B. bei Pfandbriefen  
von Pfandbriefbanken

## Fremdemission

i.d.R. bei Aktien  
und Anleihen

## Sekundärmarkt



Zirkulationsmarkt

=

Markt für den Erwerb bereits  
emittierter Wertpapiere  
(Wertpapierhandel)

§§ 32 ff. BörsG, WpPG



anwendbares  
Recht



WpHG, MAR

## 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 Anleger*publikums* (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.
  - Marktmissbrauchsverordnung (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

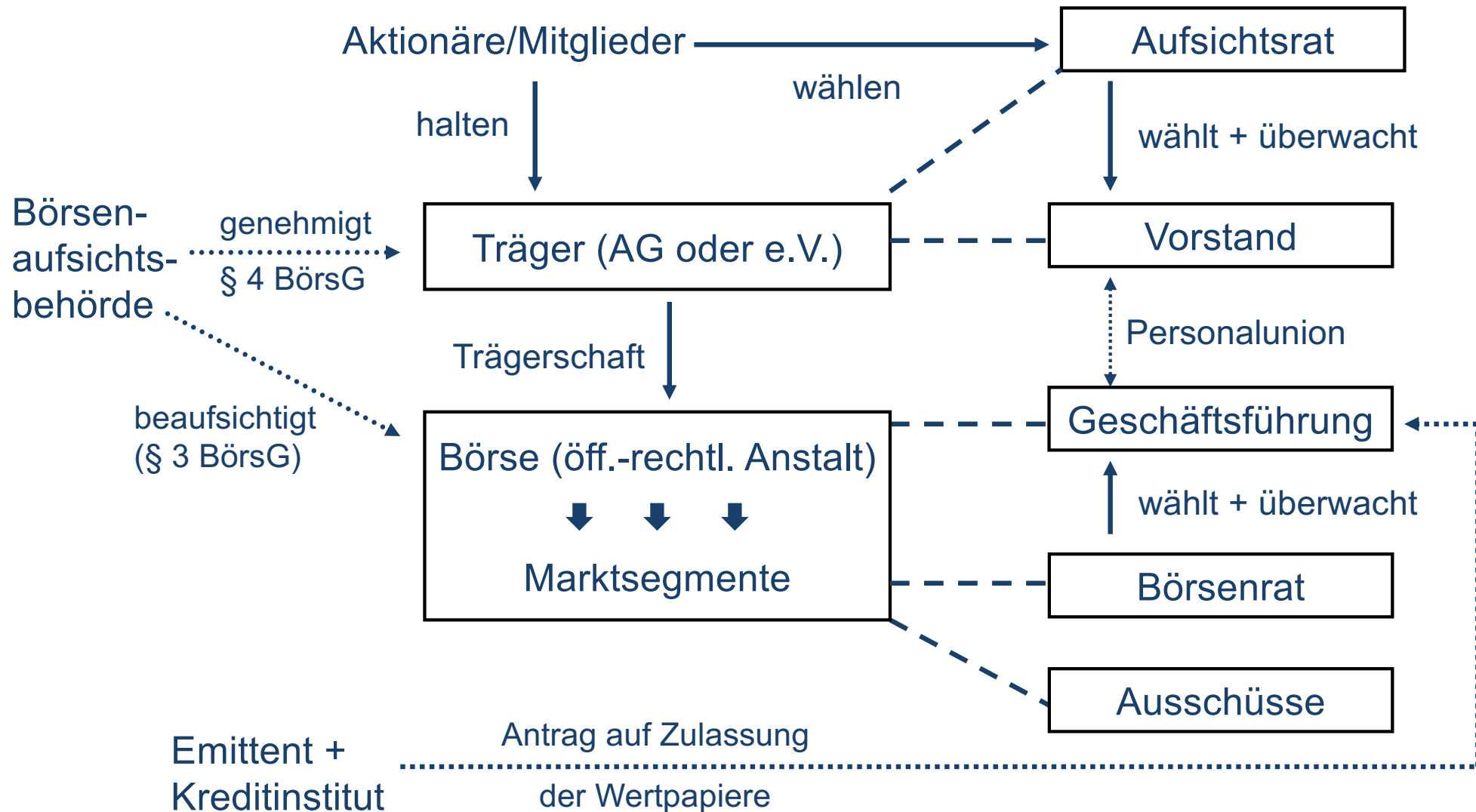
- Spezialgesetze, z. B.
  - Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) ⇒ Investment-/geschlossene Fonds
  - Pfandbriefgesetz (PfandBG)
  - Depotgesetz (DepotG)

## 3. Sonstige Regelungen

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

# Rechtliche Organisation der Börse

# Börsenstruktur im Überblick



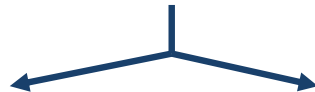
## Regulierter Markt



§§ 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 Prospekten
- Art. 38 ProspVO – Verwaltungsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen

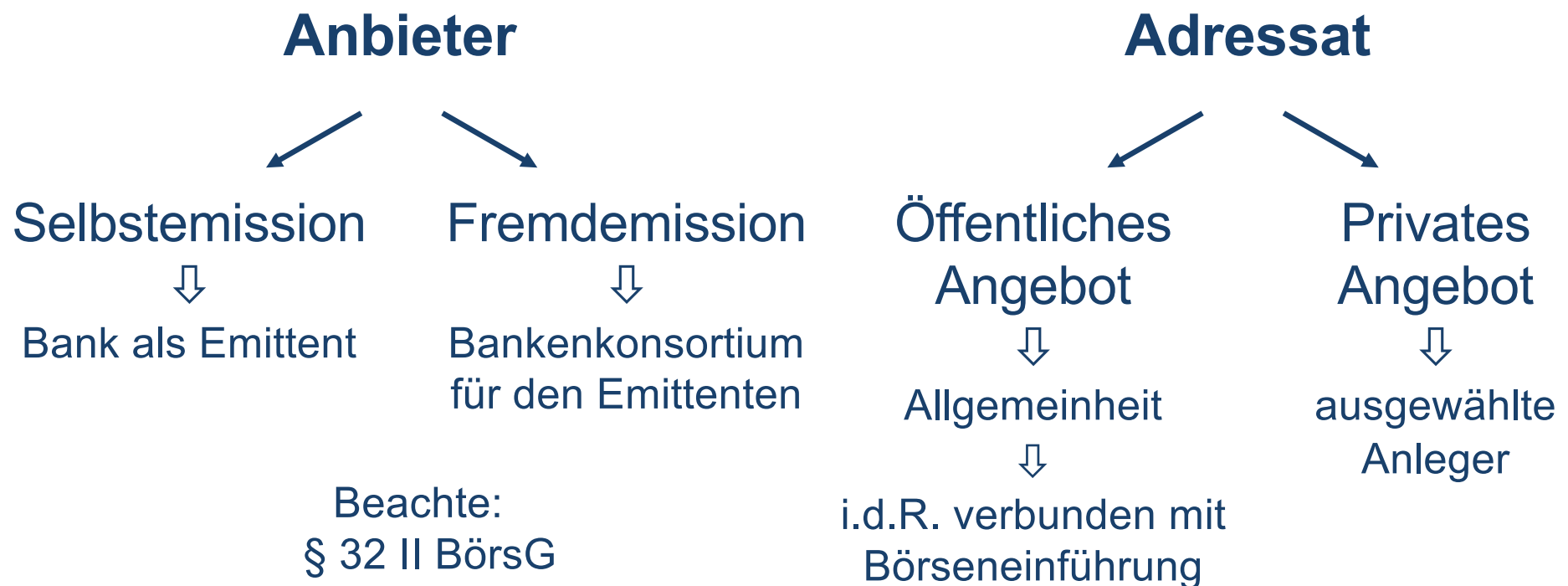
# Recht des Primärmarktes

# Grundbegriffe im Emissionsgeschäft

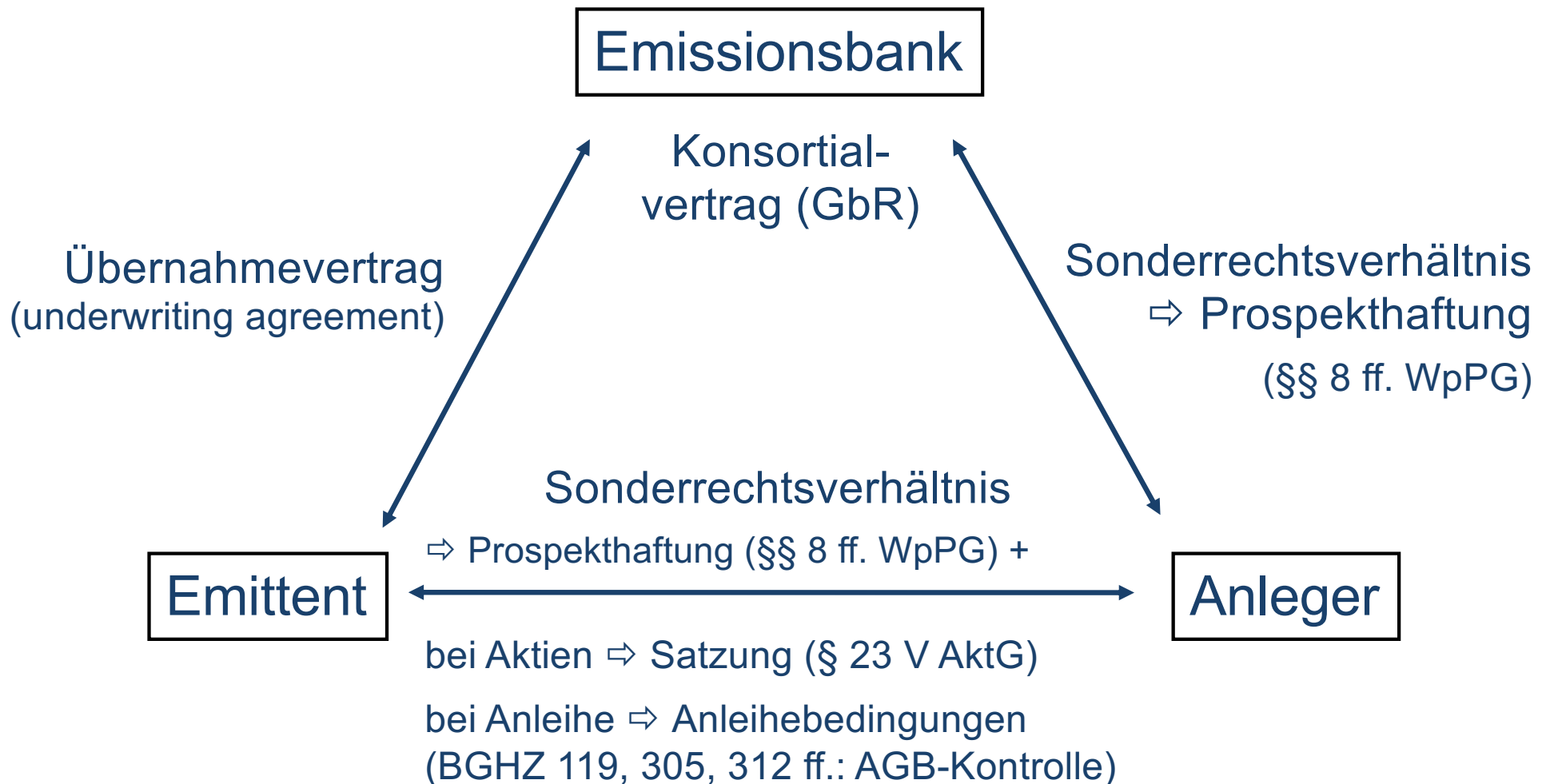
**IPO (Initial Public Offering) = erstmaliges öffentliches Angebot**

**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.



# Börsenzulassung (§§ 32 ff. BörsG)

## 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. BörsenZulV
- Veröffentlichung eines gebilligten Prospekts

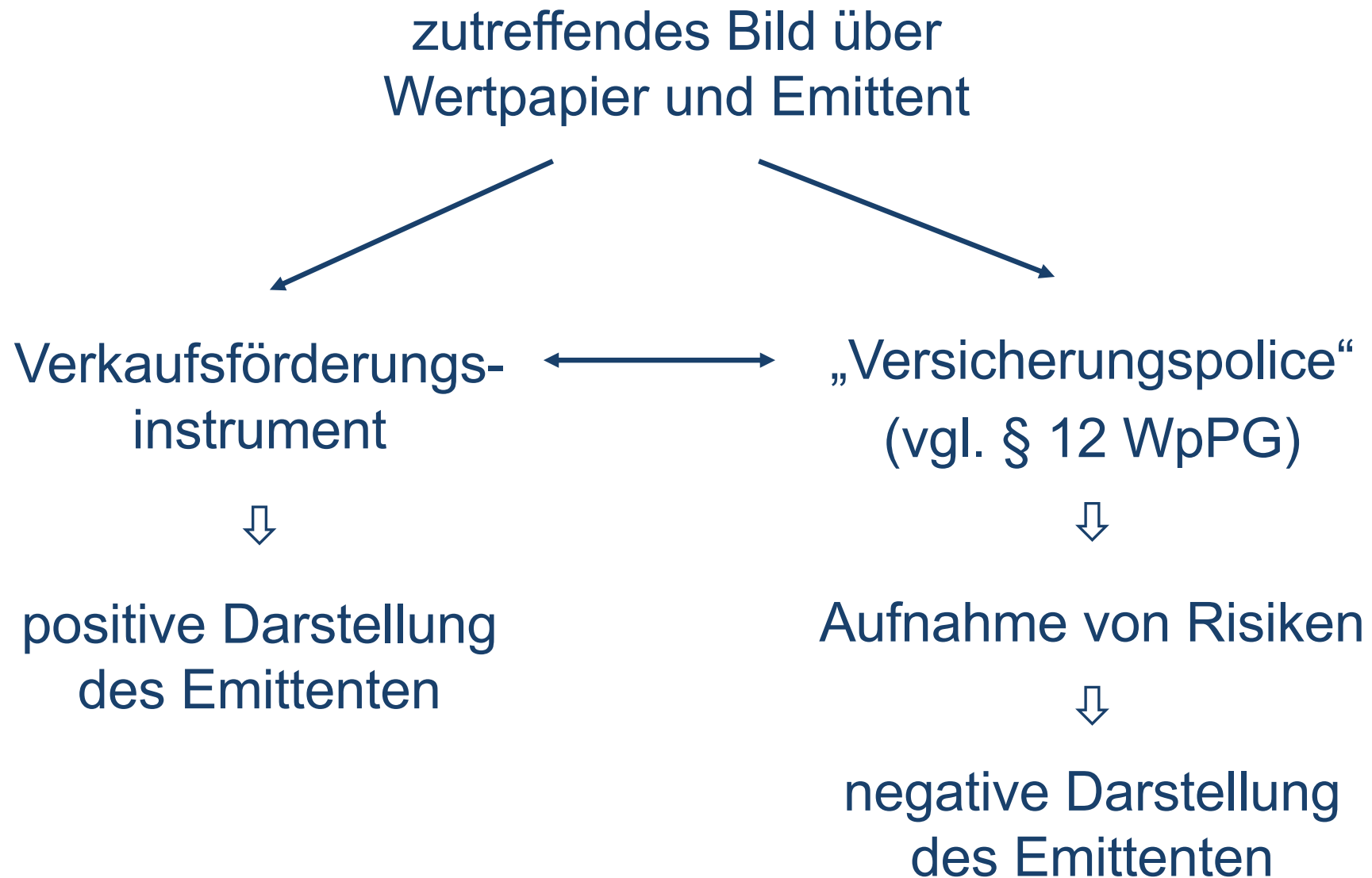
## 4. Widerruf der Zulassung (§ 39 BörsG)

# Folgepflichten der Börsenzulassung

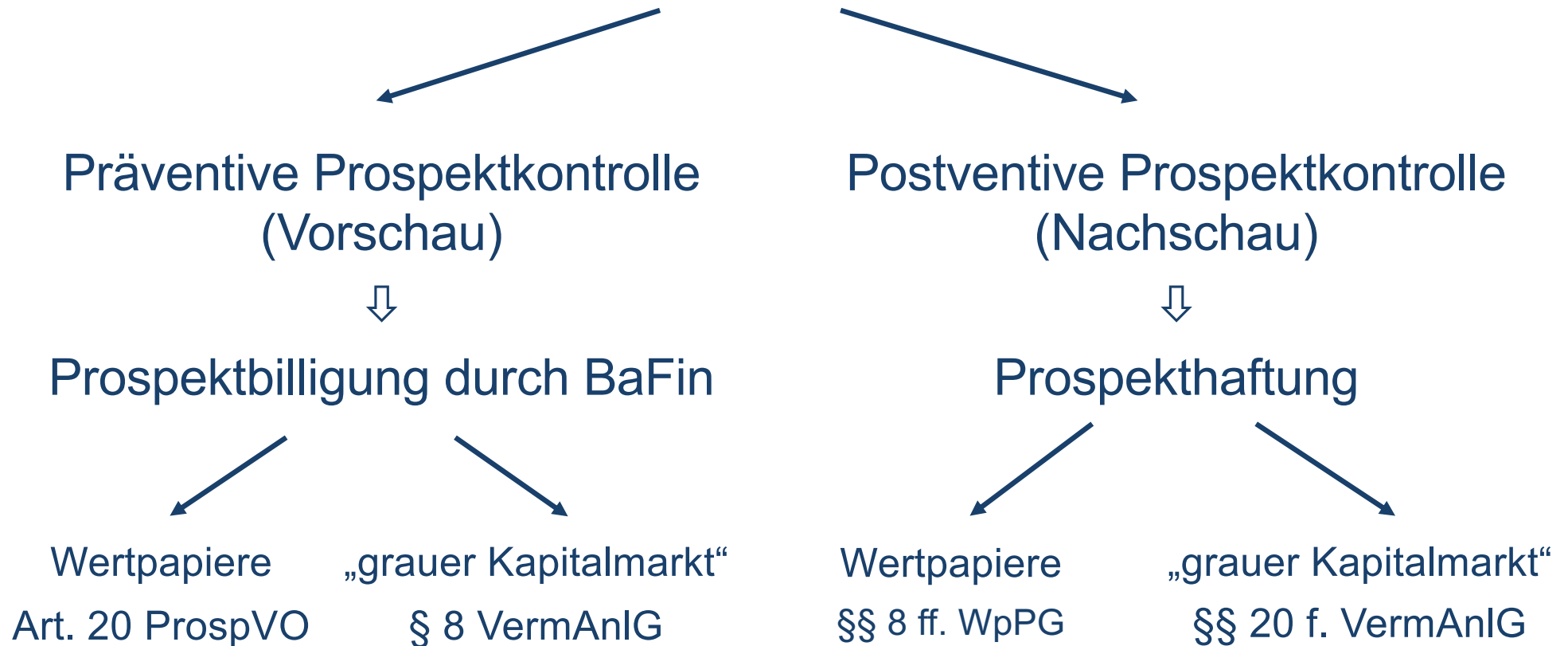
## Auswahl

- **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



# 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)

# Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)

## unrichtiger / unvollständiger Prospekt

### 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:
  - Werbebroschüren
  - Research-Berichte
  - Ad-hoc-Mitteilungen
  - Zwischenberichte

# Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)

## unrichtiger / unvollständiger Prospekt

### 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 ⇔ Tatsache
  - ⇒ *zur Abgrenzung Fall Nr. 1 – Pharmaunternehmen*
- Systematik: § 264a StGB: Angabe > Tatsachen
- Sinn + Zweck: Bedeutung der Prognose für Anlegerentscheidung

# Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)

## unrichtiger / unvollständiger Prospekt

## 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

# Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)

## unrichtiger / unvollständiger Prospekt

## 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)



# Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)

## unrichtiger / unvollständiger Prospekt

## 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

# Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)

## 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

# Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)

## 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)

# Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)

## 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

# Ausschlussgründe (§ 12 WpPG)

## 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**

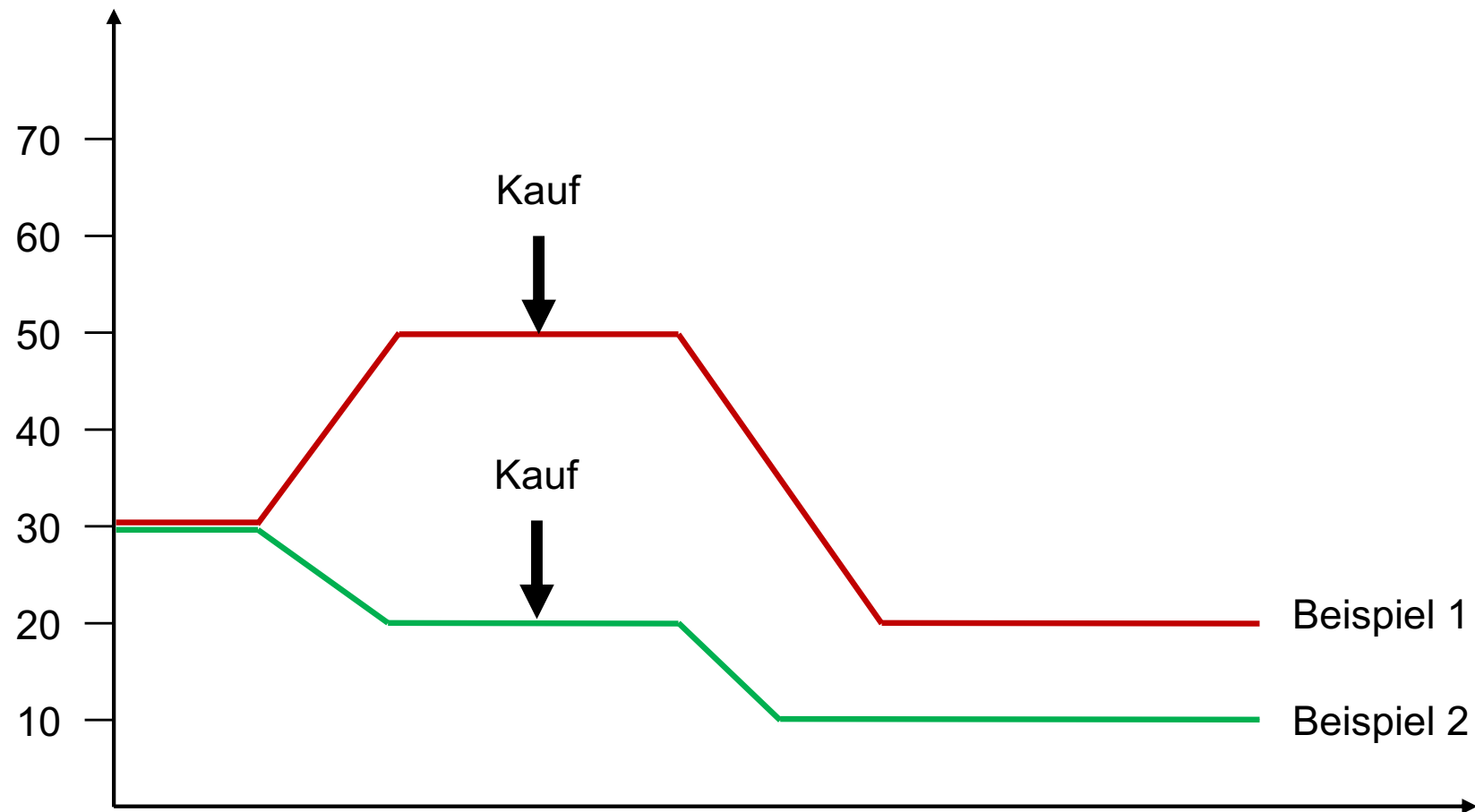
- h.M.: keine Kursbeobachtungspflicht = keine Pflicht zur Schadensminderung durch raschen Verkauf

## 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, unterhaltsberechtignte 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*

# Ad-hoc-Publizität

## Gesetzliche Grundlagen

- **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 ⇒ Art. 4 I Nr. 15 RiLi 2014/65/EU
  - „geregelter Markt“: Art. 3 I Nr. 6 MAR ⇒ Art. 4 I Nr. 21 RiLi 2014/65/EU
  - Zulassung ≠ 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

## 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 Drittdaten, 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



### 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 veröffentlichungspflichtiger 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

## Sanktionen bei Pflichtverletzungen

### 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)

## Sanktionen bei Pflichtverletzungen

### 2. Zivilrecht

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

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

### 1. Unterlassene/unwahre Ad-hoc-Mitteilung – §§ 97, 98 WpHG

### 2. Transaktion des Anlegers

### 3. Haftungsbegründende 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)

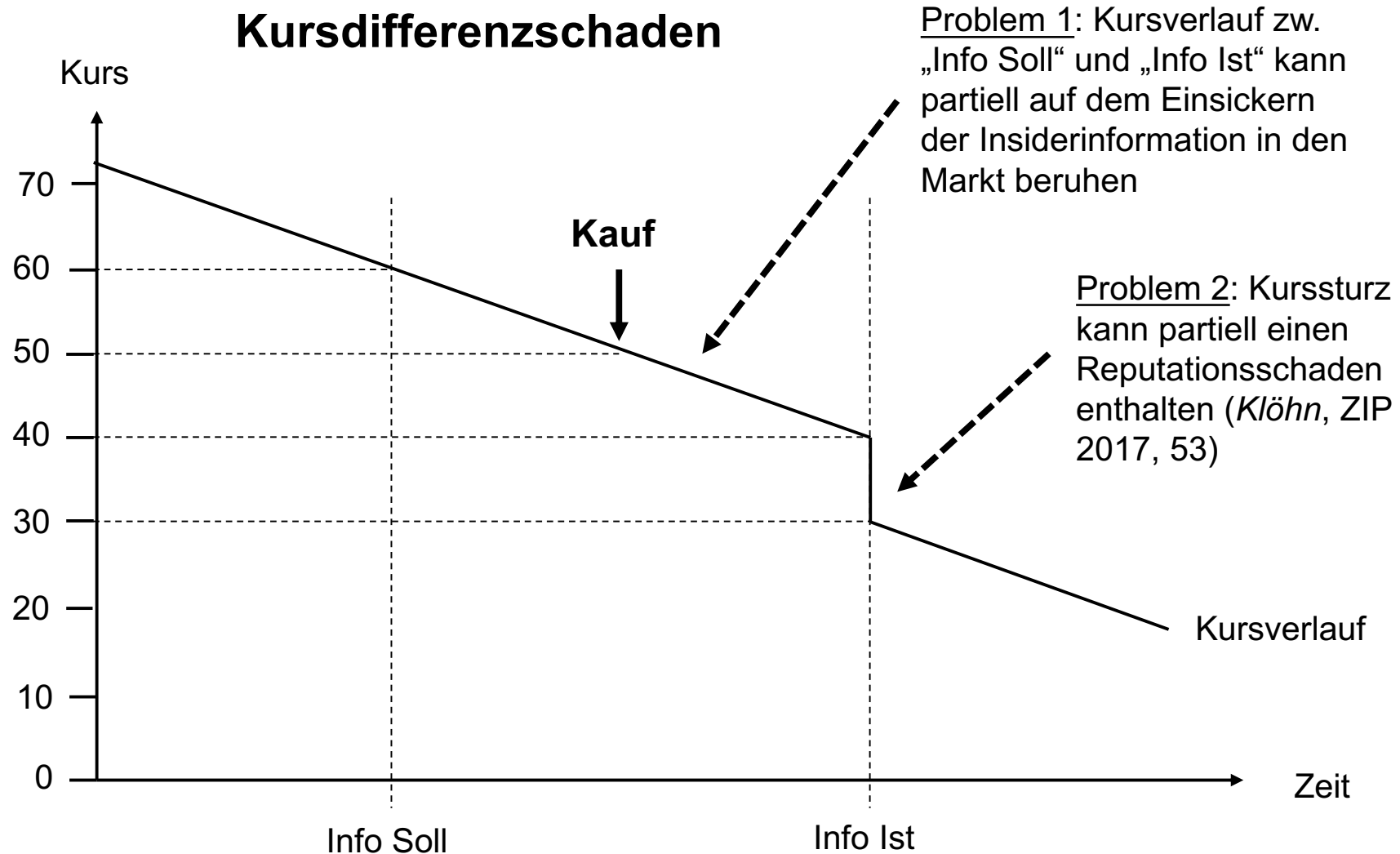
⇒ gesenkter Sorgfaltsmaßstab durch Eilbedürftigkeit gerechtfertigt

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

### 5. Schaden

- **Modell 1:** Naturalrestitution ( $\approx$  Prospekthaftung)
  - ❖ BGHZ 192, 90 = ZIP 2012, 318 (Rn. 47 ff.) – IKB
- **Modell 2:** Kursdifferenzschaden (früher h.L.)  $\Rightarrow$  Skizze (b.w.)
  - $\Rightarrow$  Emittent soll nicht das Risiko allgemeiner Marktentwicklung tragen
  - $\Rightarrow$  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
- $\Rightarrow$  *Fall Nr. 4 – IKB*

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



# Verbot des Insiderhandels



# Insiderhandelsverbot (Art. 7 ff. MAR)

## 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.

# Verbotstatbestände (Art. 14 MAR)

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

= „das Tätigen 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 Marktmissbrauch 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
- Marktmissbrauchsverordnung (MAR) 2014
- Richtlinie 2014/57/EU über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie; 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 = staggering (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!

