

## **Vorlesung Kapitalmarktrecht Fälle und Fragen**

### **I. Primärmarkt (Prospekthaftung)**

#### **Fall Nr. 1 – Pharmaunternehmen**

Die X-AG ist ein Pharmaunternehmen, das ein neues Arzneimittel entwickeln will. Um das nötige Kapital für Forschung, Produktion und Vermarktung aufzubringen, plant sie ihren Börsengang. Zusammen mit der B-Bank, die den Börsengang begleitet, erstellt die X-AG den erforderlichen Emissionsprospekt. Hierin gibt die X-AG wider besseres Wissen an, dass das geplante Arzneimittel innerhalb von zwei Jahren marktreif sein wird und bereits in drei Jahren erhebliche Gewinne zu erwarten sind. Tatsächlich ist ungewiss, ob die Forschungen jemals zu einem Erfolg führen werden. Dies verkannte die B-Bank im Rahmen der Due Diligence-Prüfung nur deshalb, weil sie für die Prüfung aus Kostengründen nur wenige Mitarbeiter einsetzte und daher nur recht oberflächlich prüfte, bevor sie den Prospekt unterzeichnete.

Die Aktien der X-AG werden aufgrund des Emissionsprospekts zum Handel am regulierten Markt zugelassen. Der Emissionspreis beträgt 20 Euro. Anleger A wird über seine Hausbank bereits kurz nach der Börsenzulassung auf die X-AG aufmerksam. Nach der Lektüre des Emissionsprospekts erwirbt A rund sechs Wochen nach Handelseinführung 200 Aktien zu einem Stückpreis von 30 Euro. Ein Jahr später muss die X-AG aufgrund von Presseberichten einräumen, dass die Forschung an dem geplanten Arzneimittel keinen Erfolg verspricht. Der Börsenkurs der Aktien fällt daraufhin erheblich; die X-AG wird insolvent.

A fühlt sich durch den Emissionsprospekt getäuscht. Da von der X-AG infolge der Insolvenz faktisch kein Schadensersatz zu erlangen ist, möchte A gegen die B-Bank aus Prospekthaftung vorgehen und verlangt Zahlung von 6.000 Euro nebst Erwerbskosten Zug um Zug gegen Übertragung der Aktien der X-AG. Besteht ein solcher Anspruch aus § 9 WpPG (ehemals: § 21 WpPG a.F., noch früher: § 44 BörsG)? (vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Fall 2)

#### **Fall Nr. 2 – Kapitalerhöhung**

Die im regulierten Markt notierte X-AG möchte sich im Wege einer Kapitalerhöhung gegen die Ausgabe neuer Aktien frisches Kapital beschaffen. Dabei wird die X-AG von den Kreditinstituten K<sub>1</sub> und K<sub>2</sub> begleitet, die zusammen mit der X-AG einen Börsenzulassungsprospekt für die neuen Aktien erstellen. K<sub>1</sub> und K<sub>2</sub> beantragen gemeinsam mit der X-AG die Zulassung der neuen Aktien, wobei K<sub>2</sub> der Börse den Prospekt im Rahmen der Antragstellung zuleitet. Allerdings ist dieser Prospekt nur von K<sub>1</sub> und nicht auch von K<sub>2</sub> unterzeichnet. K<sub>2</sub> wird aber im Prospekt verschiedentlich erwähnt und auch als Konsortialbank aufgeführt. Weder K<sub>1</sub> noch K<sub>2</sub> haben das von der X-AG gelieferte Datenmaterial, auf das die Angaben in dem Prospekt zurückgehen, im Wege einer Due Diligence-Prüfung hinterfragt.

Der Prospekt enthält zahlreiche Angaben zur Ertragslage der X-AG und Prognosen über die zukünftige Geschäftsentwicklung. Dabei wird insbesondere die Geschäftsbeziehung zu dem Kunden Z-SE als für den Geschäftserfolg bedeutsam dargestellt. Die im Prospekt gemachten Angaben und abgegebenen Prognosen sind zwar jeweils für sich betrachtet richtig bzw. vertretbar. Das Gesamtbild, das der Prospekt von der X-AG zeichnet, fällt aber – insbesondere auch aufgrund der einseitigen Ausnutzung bilanzrechtlicher Spielräume – deutlich zu positiv aus.

Nach der Billigung des Prospekts und der Zulassung der Aktien werden diese ab 14. Januar mit einem ersten Ausgabepreis von 49 Euro an der Börse gehandelt (das öffentliche Angebot schloss bereits zuvor). Dabei wird für die neuen Aktien keine gesonderte ISIN (= International Securities Identification Number = Buchstaben-Zahlen-Kombination zur Identifikation börsennotierter Wertpapiere) vergeben, sondern die bestehende ISIN für die alten Aktien wird auch für die neuen Aktien verwendet. Am 21. Januar erwirbt Kleinanleger A 105 Aktien der X-AG zu einem Preis von je 53 Euro. Er hat aus der Presse von der Kapitalerhöhung bei der X-AG erfahren. Kenntnis vom Inhalt des Prospekts hat er nicht. Kurz darauf kommt es zu einem drastischen Kurseinbruch. Grund hierfür ist, dass Zweifel daran aufkommen, ob die Geschäftsaussichten der X-AG tatsächlich so vielversprechend sind wie im Prospekt dargestellt. Um Schlimmeres zu vermeiden, entschließt sich A am 5. Februar, seine X-Aktien wieder zu verkaufen. Dabei erzielt er aufgrund des Kurseinbruchs nur 36 Euro je Aktie. In der Folge gibt die X-AG durch eine Ad-hoc-Mitteilung bekannt, dass die Geschäftsbeziehung zu dem Kunden Z-SE bereits am 16. Januar überraschend zu einem abrupten Ende gekommen sei. Daraufhin stürzt der Kurs ins Bodenlose. Die X-AG steht am Rande der Insolvenz. Deshalb will A, der Ersatz für den ihm entstandenen Schaden begehrt, nicht gegen die X-AG, sondern gegen die emissionsbegleitenden Kreditinstitute vorgehen. Kann A von K<sub>1</sub> und/oder K<sub>2</sub> Schadensersatz nach § 9 WpPG (ehemals: § 21 WpPG a.F., noch früher: § 44 BörsG) verlangen?

### **Fragen zum Primärmarktrecht:**

1. Was muss ein Prospekt nach dem WpPG enthalten?
2. Ein Prospekt darf vor seiner Billigung nicht veröffentlicht werden. Wer entscheidet über die Billigung?
3. Wird ein Prospekt in Deutschland gebilligt, so ist der Handel mit dem Wertpapier auch grenzüberschreitend im europäischen Wirtschaftsraum zulässig. Es bedarf keiner erneuten Billigung durch eine Behörde des Aufnahme Staates (Art. 24 Abs. 1 ProspVO; ehemals § 17 Abs. 1 WpPG a.F.). Welchen Begriff verbindet man hiermit?
4. Die Prospekthaftung gemäß § 9 WpPG ist auf Wertpapiere beschränkt.
  - a) Welche Anlageinstrumente gehören zu den Wertpapieren?
  - b) Zählen auch Beteiligungen an geschlossenen Fonds in der Form von Publikumskommanditgesellschaften dazu?
  - c) Aus welchen Vorschriften kann dem Erwerber eines solchen Kommanditanteils bei Unrichtigkeit des Verkaufsprospekts ein Anspruch zustehen? (vgl. zu den Fragen *Schwintowski*, Bank und Kapitalmarktrecht – Prüfe dein Wissen, Nrn. 498 ff.)

## II. Sekundärmarkt

### **Fall Nr. 3 – Stimmrechtsanteile**

Die Aktien der in Köln ansässigen E-AG werden im General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Der Kurs der Aktie steht am 5. Januar bei 100 EUR. Die Investment-GmbH (I-GmbH) erwirbt 2,9 % der Aktien der E-AG und zusätzlich von der Bank B Optionsscheine auf den Erwerb weiterer 4,9 % der Aktien der E-AG. Jene Optionsscheine geben der I-GmbH das Recht, von B (als Stillhalter) bis spätestens am 31. Juli Aktien der E-AG zum Preis von 110 EUR zu erwerben.

**Frage 1:** Bestehen insoweit Meldepflichten?

**Abwandlung:** Im Anschluss an die o.g. Geschäfte schließt die I-GmbH zusätzlich mit der Bank C sog. „cash settled call options“ auf weitere a) 2,0 %, bzw. b) 5,0 % der Aktien ab. Dabei handelt es sich um einen Vertrag, welcher der I-GmbH bis spätestens zum 31. Juli das Recht gibt, am Ausübungsstichtag den Differenzbetrag zwischen dem Betrag von 110 EUR und dem aktuellen Börsenkurs der E-AG von C zu verlangen.

**Frage 2:** Bestehen insoweit Meldepflichten?

### **Fall Nr. 4 – Directors´ Dealings**

A ist ein in Hamburg wohnendes Aufsichtsratsmitglied der dort ansässigen E-AG, deren Aktien im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt werden. Sein 18-jähriger Sohn S befindet sich derzeit auf einem Internat für Kinder wohlhabender Eltern in Süddeutschland. Da die Schüler dort gerade im Unterricht über die Börse sprechen, beschließt S im Januar 2017, von dem sehr großzügig bemessenen „Taschengeld“ seines Vaters selbst ein paar Aktien zu erwerben und meint, es sei sicher eine gute Idee, in das Unternehmen der E-AG zu investieren. Für 3.000 EUR erwirbt er deshalb Aktien der E-AG.

Da sich der Kurs gut entwickelt, beschließt er im April 2017, noch einmal Aktien der E-AG zum Preis von 3.000 EUR zu erwerben.

**Frage 1:** Unterliegt S einer Meldepflicht, ggf. wann und in Bezug auf welches Geschäft/welche Geschäfte?

**Abwandlung 1:** Die wohlhabende Ehefrau F des A ist mit 60 % an dem Industrieunternehmen I-GmbH beteiligt, in die Geschäftsführung jedoch nicht involviert. Diese nimmt vielmehr der Fremdgeschäftsführer G wahr. Im Mai 2017 erwirbt die I-GmbH für 10.000 EUR Aktien der E-AG.

**Frage 2:** Unterliegen F und/oder die I-GmbH einer Meldepflicht?

**Abwandlung 2:** Der verwitwete Vater V des A ist seit einem Sturz mit dem Fahrrad im August 2016 pflegebedürftig und wohnt seither bei A und F. Er wird dort insbesondere von der Haushaltshilfe H betreut. Im April 2017 erwirbt V für 10.000 EUR Aktien der E-AG.

**Frage 3:** Unterliegt V einer Meldepflicht?

**Abwandlung 3:** Die Aktien der E-AG werden nicht im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse, sondern im KMU-Segment Scale gehandelt.

**Frage 4:** Ändert sich die Lösung in Bezug auf Fragen 1 bis 3?

**Fall Nr. 5 – Ad-hoc-Publizität** (Fall im Anschluss an *Dinter/David*, ZIP 2017, 893)

Die B-AG, deren Aktien in Frankfurt zum Handel im Open Market (Freiverkehr) zugelassen sind, hat Ende des Jahres 2015 per Pressemitteilung bekanntgegeben, dass sie von der L-GmbH auf Zahlung von 13 Mio. EUR aus einer nicht beglichenen Materiallieferung verklagt wird und entsprechende Rückstellungen bilanziert hat. Es ist davon auszugehen, dass es sich bei dieser Summe um für die B-AG erhebliche außerordentliche Aufwendungen handelt.

Am zweiten Tag der Beweisaufnahme des Zivilprozesses im November 2016 schildert der zuständige Assistent der Einkaufsleiterin der B-AG als Zeuge widerspruchsfrei, dass zwischen den Unternehmen schon vor Klageerhebung vereinbart worden sei, die ausstehende Zahlung teils zu erlassen und teils mit Gegenforderungen der B-AG zu verrechnen. Von der B-AG vorgelegte E-Mails bestätigen die Aussage. Die L-GmbH lehnt eine Rücknahme der Klage ab, da ein Teilerlass diskutiert, aber nie vereinbart worden sei; eine Aufrechnung sei nicht erklärt worden. Das Gericht weist darauf hin, dass das bisherige Ergebnis der Beweisaufnahme diesem Vortrag widerspreche. Dennoch macht die L-GmbH keine weiteren Beweisangebote. Es wird ein Termin zur Urteilsverkündung bestimmt. Anhaltspunkte, die gegen eine Klageabweisung sprechen, gibt es nicht.

Nachdem zwei Wochen nach dem Verhandlungstermin ein anwesender Journalist eines monatlich erscheinenden Wirtschaftsmagazins wertungsfrei über die Geschehnisse des letzten Verhandlungstages berichtet, reagiert der Kurs der Aktie wie objektiv zu erwarten deutlich positiv. Eine Ad-hoc-Veröffentlichung durch die B-AG erfolgte bis zu diesem Zeitpunkt nicht.

**Frage 1:** Hätte die Erhebung der Klage der L-GmbH gegen die B-AG Ende 2015 und/oder das Ergebnis der Beweisaufnahme im November 2016 ad hoc publiziert werden müssen?

**Frage 2:** Angenommen, der Vorstand hätte keine Entscheidung über eine mögliche Ad-hoc-Pflicht getroffen, weil er sich nicht über den Verlauf des Prozesses unterrichten ließ und somit keine Kenntnis von den Hinweisen des Gerichts oder dem Stand des Verfahrens hatte, könnte dann gegen ihn ein Bußgeld verhängt werden?

**Fall Nr. 6 – IKB** (in Anlehnung an BGHZ 192, 90 = ZIP 2012, 318 – „IKB“)

Die I-AG ist ein in Deutschland börsennotiertes Kreditinstitut, das hauptsächlich mittelständische Unternehmen finanziert. Sie betätigt sich auch auf dem Kapitalmarkt und handelt dabei unter anderem mit Finanzprodukten, die sich auf Forderungen aus dem US-Hypothekenmarkt beziehen, darunter auch sog. Subprimes (großzügig vergebene Hypothekenkredite zweiter Klasse). Der Anteil an Subprimes im Rahmen des unmittelbaren Engagements lag bei 38,5 %. Mitte 2007 betrug das Volumen des Investments der I-AG 7 Mrd. € Darüber hinaus erbrachte die I-AG Beratungsleistungen (seit 2006 über die I-GmbH) und gewährte Liquiditätslinien gegenüber Zweckgesellschaften, die dann selbst in diese Finanzprodukte investierten. Dieses mittelbare Engagement lief unter anderem über sog. CDOs (Collateralized Debt Obligations). Der Subprime-Anteil hier lag bei 90 %. Diese Tätigkeit des Unternehmens hatte zum gleichen Zeitpunkt ein Volumen von 8 Mrd. € Durch die von den Zweckgesellschaften gezahlte Vergütung und erzielten Renditen verbesserte sich das Ergebnis der I-AG.

Seit dem Frühjahr 2007 kam es auf dem US-Hypothekenmarkt zu immer mehr Ausfällen von Immobilienkrediten, die in Form von strukturierten Wertpapieren gehandelt wurden. Wegen dieser erhöhten Ausfallrisiken wurden Subprimes im Juli 2007 erstmals von Rating-Agenturen herabgestuft.

Gleichzeitig sanken die Preise für die durch die I-AG emittierten Anleihen und es kamen Gerüchte auf, die I-AG würde im Hinblick auf den US-Markt ein erhöhtes Risiko treffen. Auch der Markt ging von einem höheren Ausfallrisiko der I-AG aus; ein Wirtschaftsinformationsdienst veröffentlichte entsprechende Informationen über das Unternehmen; an der Börse fiel der Kurs ihrer Aktien.

Dies blieb dem Vorstand der I-AG nicht verborgen. Er entschloss sich, um die Situation zu beruhigen und die Gerüchte auszuräumen, in Kenntnis aller Umstände eine Pressemitteilung herauszugeben. Diese am Freitag, dem 20.7.2007, herausgegebene Mitteilung hatte auszugsweise den folgenden Inhalt:

„... Die Entwicklungen im europäischen Bankensektor – insbesondere in den Aktien- und Kreditmärkten – ist in den letzten Wochen von einer hohen Volatilität geprägt gewesen. Anlass hierfür waren insbesondere Unsicherheiten im US-Hypothekenmarkt. Die jüngste sehr umfassende Moody's Analyse für dieses Marktsegment hat im Hinblick auf I-Engagements in internationale Portfolioinvestments und auf die Beratungsmandate der I-GmbH praktisch keine Auswirkung. Von den in diesem Zusammenhang von Moody's auf die Watchlist gesetzten Tranchen ist die I lediglich mit einem einstelligen Millionenbetrag betroffen. Von der jüngsten Analyse, die Standard & Poors für den CDO-Markt erstellt hat, ist die I in keinerlei Hinsicht betroffen. Schwerpunkt unserer Engagements bilden Investments in Portfolien von Unternehmenskrediten. ...“

Tatsächlich war die I-AG zu diesem Zeitpunkt über ihre Zweckgesellschaften, in die außerhalb der eigenen Bilanz Risiken aus dem Geschäft mit forderungsbesicherten Wertpapieren outgesourct wurden, bereits mit einem dreistelligen Millionenbetrag von der Krise betroffen.

Diese Pressemitteilung wurde insbesondere vom Vorstandsvorsitzenden V vorgebracht. V fürchtete dabei nicht ausschließlich um das Unternehmen als solches, sondern insbesondere auch um Schwankungen des Kurses der I-AG auf dem Aktienmarkt, die sein jüngst erworbenes Aktienpaket negativ beeinflussen und ihm so einen Verlust in Millionenhöhe bescheren könnten. Tatsächlich bewirkte die Pressemitteilung eine Kurssteigerung der Aktie der I-AG von 2 %.

Anleger A hat die Entwicklungen im Bankensektor verfolgt und ist aufgrund der Lage am US-Hypothekenmarkt unsicher über weitere Investitionen. Bei seinen Recherchen stößt er auch auf die Pressemitteilung der I-AG, die ihn in seinen Investitionsüberlegungen beruhigt. Er entschließt sich daraufhin am 26.7.2007, insgesamt 1.000 Aktien der I-AG zum Stückpreis von 23 € (Gesamtpreis 23.000 €) zu erwerben.

Nur einen Tag später schließen verschiedene Kreditinstitute ihre Handelslinien gegenüber der I-AG im Interbankenverkehr. Am darauffolgenden Wochenende (28. und 29.7.2007) kommt es zu Krisensitzungen mit dem Hauptaktionär des Unternehmens, der BaFin, der Deutschen Bundesbank und dem BMF, bei dem die Einrichtung eines sog. Rettungsschirms für das Unternehmen beschlossen wurde. Nach der Veröffentlichung einer diesbezüglichen Ad-hoc-Mitteilung am Montag, dem 30.7.2007, bricht der Aktienkurs der I-AG ein. Eine Aktie ist danach noch 3 € wert.

**Frage 1:** Kann A Schadensersatz von der I-AG in Höhe von 23.000 € Zug um Zug gegen Übereignung seiner Aktien verlangen?

**Frage 2:** Kann A Schadensersatz von V persönlich verlangen?

**Frage 3:** Welche Straftaten und Ordnungswidrigkeiten hat V begangen?

**Hinweis:** Der Fall ist auf der Basis des heutigen Rechts (unter Geltung der MAR) zu lösen, während die BGH-Entscheidung im Fall „IKB“ noch zum früheren Recht erging. Bis ins Jahr 2016 war die Ad-hoc-Publizität in § 15 WpHG und die Marktmanipulation in § 20a WpHG geregelt.

### **Fall Nr. 7 – Minenfund**

I erfährt aufgrund persönlicher Kontakte, dass Probegrabungen des Goldförderungsunternehmens X AG auf den Fund einer sehr ergiebigen neuen Goldmine hindeuten. Die Chance, dass sich der Fund bestätigt, liegen bei 50/50. I erkennt die Chance, erheblichen Gewinn durch den möglichen Kursanstieg zu erzielen, und kauft Aktien der X AG an der Frankfurter Wertpapierbörse. Als sich das Ergebnis nach weiteren Grabungen verifiziert, steigt der Kurs der Aktien um 20 %. Hat I gegen das Insiderhandelsverbot gemäß Art. 8, 14 MAR verstoßen? (vgl. *Pölzig*, Kapitalmarktrecht, 2018, Fall 10, Rn. 401 f.)

### **Fall Nr. 8 – Beteiligungserwerb**

Die X GmbH plant, sich im Umfang von 15 % an der börsennotierten Y AG zu beteiligen, und ist bereit, die Aktien der Y AG zu einem Preis über dem derzeitigen Kurs zu kaufen. Zu diesem Zweck führt die X GmbH eine Due Diligence bei der Y AG durch, in deren Rahmen Insiderinformationen über die Y AG (v.a. Finanzkennzahlen) an den Geschäftsführer G der X GmbH weitergegeben werden. Diese Daten, deren öffentliche Bekanntgabe nach Auffassung der Y AG bislang gemäß Art. 17 Abs. 4 MAR nicht geboten war und daher nicht erfolgte, sind geeignet, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs der Aktien der Y AG erheblich zu beeinflussen. Im Weiteren entschließt sich die X GmbH aufgrund der erfolgversprechenden Zahlen zum Erwerb einer 18 %-Beteiligung, die sie von dem bisherigen Hauptaktionär im „Paket“ erwirbt. Wurde gegen Art. 8, 14 MAR verstoßen? (vgl. *Pölzig*, Kapitalmarktrecht, 2018, Fall 11, Rn. 406 f.)