Prof. Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos

Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Bank- und Kapitalmarktrecht, Insolvenzrecht

Vorlesung Kapitalmarktrecht

www.georg-bitter.de

UNIVERSITY OF MANNHEIM

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

Gliederung der Vorlesung

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

I. Grundlagen
- Begriff des Kapitalmarktes
- Rechtliche Organisation der Börsen

II. Recht des Primärmarktes
- Emissionsgeschäft und Börsenzulassung
- Prospektpflicht und Prospekthaftung

III. Recht des Sekundärmarktes
- Publizitätspflichten (Überblick)
- Regeln für einen fairen Handel (insbes. Ad-hoc-Publizität, Insiderhandelsverbot und Verbot der Marktmanipulation)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Kapitalmarkt

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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.

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Finanzmärkte

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

Devisenmarkt ↓

Handel mit Guthaben in fremder Währung gegenüber Banken oder der Zentralbank im Heimatland der Währung
⇕
Sortengeschäft
=
Kauf von Banknoten und Münzen

Geldmarkt ← - - - - → **Kapitalmarkt**
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

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Finanzmärkte

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Kapitalmärkte i.e.S. (WP-Markt)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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

ProspVO (ab 21.7.2019)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Funktion der Kapitalmärkte

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

⇨ Allokationsfunktion

- **Kapitalsammel- bzw. Kapitalbündelungsfunktion**
  (Finanzierung mit Eigen- und Fremdkapital)

- **Kapitalverteilungsfunktion**
  (Das gesammelte Kapital soll innerhalb der Volkswirtschaft dort hinfließen, wo der jeweils dringendste Bedarf die höchste Rendite verspricht.)

⇨ Daneben Möglichkeit zur Kurssicherung und Spekulation (in erster Linie durch die Terminmärkte)

Aufgaben des Kapitalmarktrechts

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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 Emittent: 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

Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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
  - ab 21.7.2019: ProspektVO (EU) Nr. 2017/1129 vom 14. Juni 2017
    - Überblick: *Wöckener/Kutzbach*, RdF 2018, 276; *Schulz*, WM 2018, 212

Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Nationales Recht

- Geschäftsbesorgungsrecht des BGB (§§ 675 ff.)
- Börsengesetz (BörsG) von 2007 (1896)
  - Organisation der Börsen
  - Zulassung von Wertpapieren zum Handel
- Wertpapierprospektgesetz (WpPG) von 2005
  - Prospekthaftung
- Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) von 2011/2012
  - Regeln für nicht in Wertpapieren bestehende Kapitalanlagen
- Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) von 1994 (neu gefasst 2018)
  - Regeln für einen fairen Handel
- Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) von 2001
  - Regeln für öffentliche Übernahmeangebote

Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Fortsetzung: Nationales Recht

- Spezialgesetze, z. B.
  - Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) ⇨ Investment-/geschlossene Fonds
  - Pfandbriefgesetz (PfandBG) ⇨ Beispiel Folie 12
  - Depotgesetz (DepotG)

3. Sonstige Regelungen

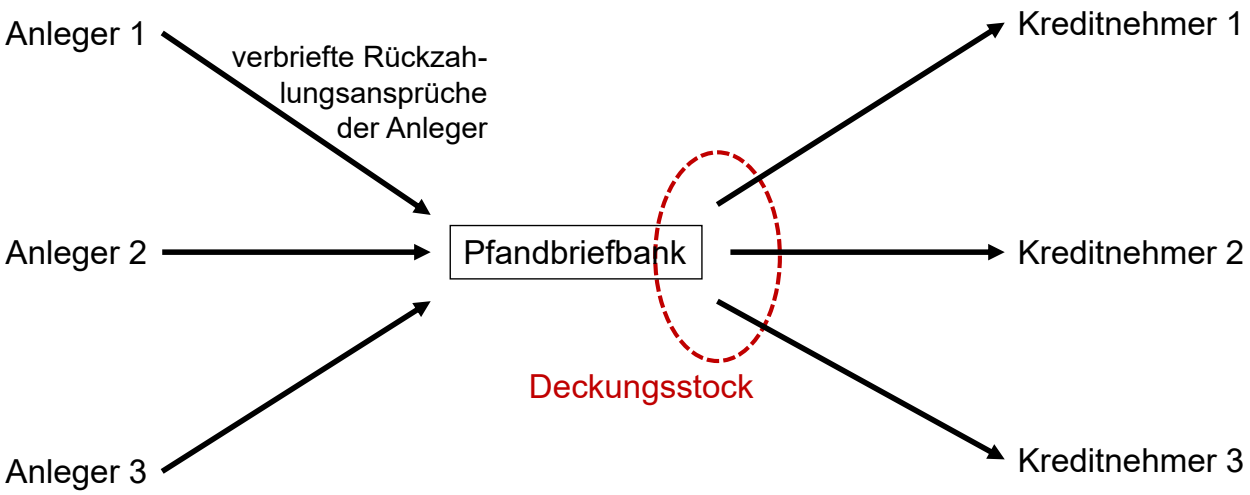
- Börsenordnungen
- Allgemeine Geschäftsbedingungen (AGB)
  - AGB-Banken + AGB-Sparkassen
  - Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte
  - Sonderbedingungen für Termingeschäfte
  - AGB für den Freiverkehr (an der Frankfurter Wertpapierbörse)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

Geschäftsmodell der Pfandbriefbanken



Der Deckungsstock (bei Grundpfandbriefen bestehend aus den Rückzahlungsansprüchen gegen die Kreditnehmer nebst von diesen bestellten Grundschulden) dient in der Insolvenz der Pfandbriefbank der vorrangigen Befriedigung der (jeweiligen) Anleihegläubiger.

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Rechtliche Organisation der Börsen

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

- Binnenorganisation der Börse
- Börslicher und außerbörslicher Handel
- Börsen- und Kapitalmarktaufsicht

Binnenorganisation der Börse

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

duale Organisationsstruktur

Börse
(§ 2 BörsG)

⇩

öffentlichrechtliche Organisation:
Anstalt des öff. Rechts

⇩

faktischer Marktveranstalter

Börsenträger
(§§ 4, 5 BörsG)

⇩

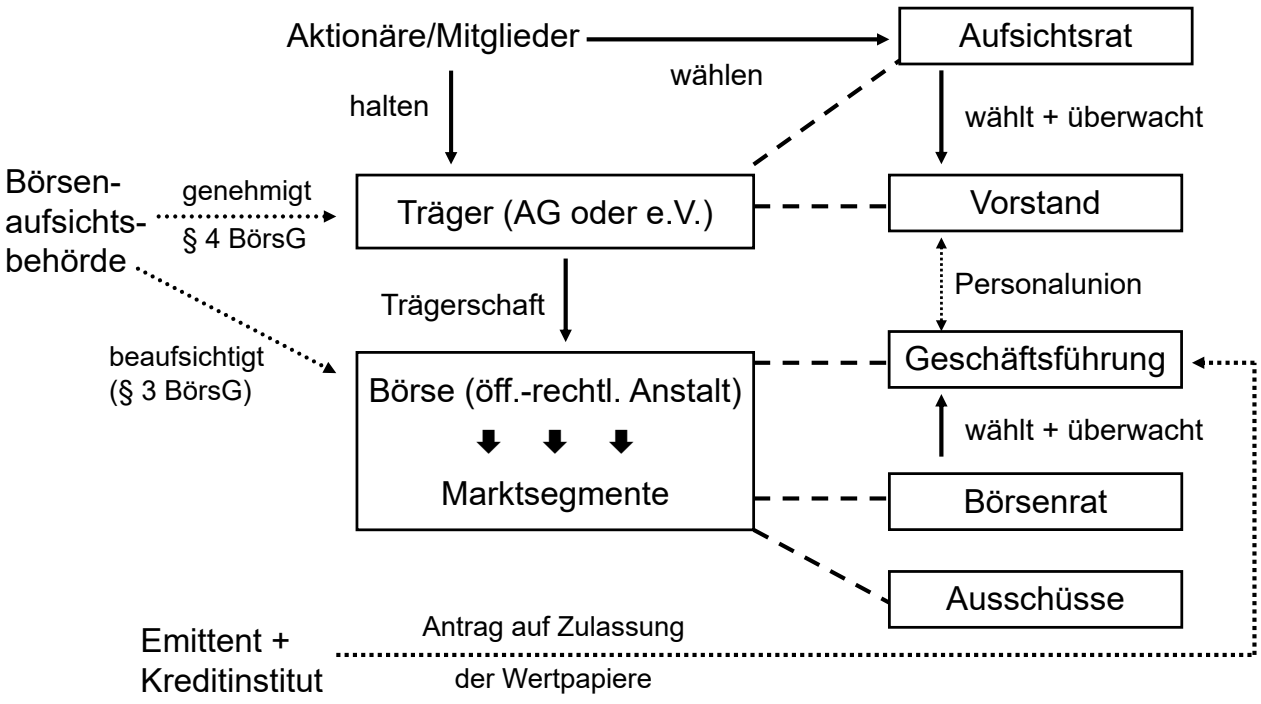
privatrechtliche Organisation:
AG oder e.V.
Bsp. Frankfurt: Deutsche Börse AG

⇩

Eigentümer der Einrichtungen
und Arbeitgeber
des Personals

Überlassung
für den Börsenbetrieb
(§ 5 I 2 BörsG)

Börsenstruktur im Überblick



Handelssegmente

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

Handelssegmente

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. **Erhöhte Anforderungen im Prime Standard** (§ 42 BörsG)

- ➢ Quartalsmitteilungen in Deutsch + Englisch; bei Auslandsgesellschaft u.U. nur in Englisch (§ 53 BörsO FWB, Stand: 27.1.2020)
- ➢ Unternehmenskalender in Deutsch + Englisch mit wesentlichen Terminen des Emittenten (§ 54 BörsO FWB)
- ➢ jährliche Analystenveranstaltung (§ 55 BörsO FWB)
- ➢ Ad-hoc-Mitteilungen auch in Englisch (§ 56 BörsO FWB)
- ❖ Vereinbarkeit mit dem GG (in Bezug auf die frühere Pflicht zur [echten] Quartalsberichterstattung): VGH Kassel WM 2007, 1264 (Porsche)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Handelssegmente

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. **Niedrigere Anforderungen im Freiverkehr = Open Market (§ 48 BörG)**

- ➢ keine öffentlichrechtliche Zulassung
  - ⇨ Einbeziehung ohne Zustimmung des Emittenten möglich ⇨ keine Folgepflichten für den Emittenten (§ 120 I 2 BörsO FWB, Stand: 27.1.2020)
  - ⇨ Regelungsautonomie der jeweiligen Börse: Allgemeine Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr erlässt i.d.R. die Deutsche Börse AG = Börsenträger (§ 120 BörsO FWB)
  - ⇨ Aber: Einfluss der Börsengeschäftsführung (§ 120 I 1 BörsO FWB) + Börsenaufsichtsbehörde (§ 48 II, III 1 BörsG)
- ➢ keine Pflicht zur Erstattung von Finanzberichten nach §§ 114 ff. WpHG (bis zum 2. FiMaNoG: §§ 37v ff. WpHG)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Handelssegmente

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Niedrigere Anforderungen im Freiverkehr = Open Market (§ 48 BörG)

- keine Meldepflicht bei Veränderung bedeutender Stimmrechtsanteile nach § 33 WpHG (vgl. § 33 I 1 WpHG: „Emittent“ i.S.v. § 2 XIII WpHG)

  Hinweis: Die Regelung des § 33 WpHG stand bis zum 2. FiMaNoG in § 21 WpHG

- Unanwendbarkeit des WpÜG (insbes. kein Pflichtangebot)

Neu! - Aber: Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 I (3) MAR bei *Zulassung* zum geregelten Markt oder zu einem multilateralen bzw. organisierten Handelssystem
  - keine Pflicht bei einer Einbeziehung ohne Zustimmung des Emittenten
  - Aber: Insiderhandelsverbot (Art. 14 MAR) und Marktmanipulationsverbot (Art. 12, 15 MAR) sind stets anwendbar (vgl. Art. 2 I MAR)

Neu! - Aber: Verpflichtung zur Veröffentlichung von Eigengeschäften der Führungskräfte, sog. Directors‘ Dealings, gemäß Art. 19 IV MAR analog zur Ad-hoc-Publizitätspflicht (s.o.)

Handelssegmente

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

3. Voraussetzungen im KMU-Segment „Scale“ (§ 48a BörsG)

(früher mit niedrigeren Voraussetzungen: „Entry Standard“)

- Einbeziehungsvoraussetzungen (§ 17 AGB-Freiverkehr FWB, 9.12.2019):
  - ⇨ Vertrag mit einem betreuenden Deutsche Börse Capital Market Partner
  - ⇨ Einbeziehungsdokument oder bei öffentlichem Angebot gültiger und gebilligter Wertpapierprospekt
  - ⇨ Unternehmenshistorie von mindestens 2 Jahren
  - ⇨ Voraussichtliche Mindestmarktkapitalisierung von 30 Mio. € zum Zeitpunkt der Einbeziehung in den Handel
  - ⇨ Nennbetrag von mindestens 1 €
  - ⇨ Mindestens 20 Prozent Streubesitz oder mindestens 1 Mio. Aktien im Streubesitz
  - ⇨ Research Report (vorgelegt vom Research Provider)
  - ⇨ Mindestens 2 Ansprechpartner für die Folgepflichten des § 21 (⇨ Folie 22)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

3. Voraussetzungen im KMU-Segment „Scale“ (§ 48a BörsG)
(früher mit niedrigeren Voraussetzungen: „Entry Standard“)

- Weitere Antragsunterlagen (§ 17 AGB-Freiverkehr FWB, 9.12.2019):
  - Bestätigung des antragstellenden Deutsche Börse Capital Market Partner über die Geeignetheit des Emittenten für Scale und die Prüfung des Einbeziehungsdokuments auf Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit
  - Handelsregisterauszug
  - Satzung bzw. Gesellschaftsvertrag
  - Jahresabschlüsse der letzten 2 Jahre (letzter geprüft)
  - ggf. Halbjahresabschluss des laufenden Geschäftsjahres
  - Unternehmenskurzporträt
  - Unternehmenskalender

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

3. Voraussetzungen im KMU-Segment „Scale“ (§ 48a BörsG)
(früher mit niedrigeren Voraussetzungen: „Entry Standard“)

- Folgepflichten (§ 21 AGB-Freiverkehr FWB, 9.12.2019):
  - geprüfter Jahresabschluss + Lagebericht innerhalb von 6 Monaten
  - Halbjahresabschluss + Zwischenlagebericht innerhalb von 4 Monaten
  - Informationen für die Erstellung der Research Report Updates an den von der Deutschen Börse beauftragten Research Provider
  - Fortlaufende Aktualisierung und Übermittlung des Unternehmenskalenders
  - Analysten- und Investorenkonferenz mindestens einmal jährlich
  - Ad-hoc-Mitteilungen, Directors' Dealings, Insiderlisten (gemäß Gesetz)
  - Mitteilung von wesentlichen Veränderungen in Bezug auf den Emittenten oder die einbezogenen Wertpapiere an die Deutsche Börse AG
  - Die Folgepflichten können in deutscher oder englischer Sprache erfüllt werden.

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Außerbörslicher Handel

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Außerbörsliche Handelsplattformen
   - ➢ früher zunächst in §§ 58-60 BörsG a.F. geregelt, seit dem FRUG sodann in §§ 31f-32d WpHG a.F.
   - ➢ seit dem 2. FiMaNoG: Neuregelung in §§ 72-79 WpHG
     - multilaterales/organisiertes Handelssystem (§§ 72 ff. WpHG)
       - ⇨ nicht als Börse genehmigt ⇔ XETRA = Handelsart einer Börse
       - ⇨ KMU-Wachstumsmärkte (§ 76 WpHG) ⇨ Folien 20 ff.
     - systematische Internalisierung (§ 79 WpHG)
2. OTC-Handel („over the counter“)
   - ➢ außerhalb der Börse und des BörsG (z.B. Telefonhandel zwischen Kreditinstituten)
3. Früher sog. „grauer Kapitalmarkt“ (seit 2012 im VermAnlG geregelt)
   - ➢ z.B. Anteile an geschlossenen Immobilienfonds

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Börsen- und Kapitalmarktaufsicht

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

Aufsichtsbehörden

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

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Börsen- und Kapitalmarktaufsicht

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

Beispielhafte Aufgaben der BaFin

1. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)
   - § 6 – Marktüberwachung + Anordnungsbefugnisse (früher § 4 WpHG)
   - § 22 – Meldepflichten (früher – bis zum 2. FiMaNoG – § 9 WpHG)

     ⇨ „gläserner“ Wertpapiermarkt ⇨ Untersuchung von Auffälligkeiten
2. Übernahmerecht (WpÜG)
   - § 4 – Aufsicht + Anordnungsbefugnisse
   - § 40 – Ermittlungsbefugnisse
3. ProspVO EU 2017/1129 (ProspVO)
   - Art. 20 I ProspVO – Billigung von Prospekten (bis 21.7.2019: § 13 WpPG a.F.)
   - Art. 38 ProspVO – Verwaltungsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen (bis 21.7.2019: teilweise § 26 WpPG)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Teil II – Recht des Primärmarktes

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Emissionsgeschäft und Börsenzulassung (Überblick)
2. Prospektrecht
   - Prospektpflicht und Prospektbilligung
   - Prospekthaftung

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Grundbegriffe im Emissionsgeschäft

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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

Anbieter

- Selbstemission ⇩ Bank als Emittent
- Fremdemission ⇩ Bankenkonsortium für den Emittenten

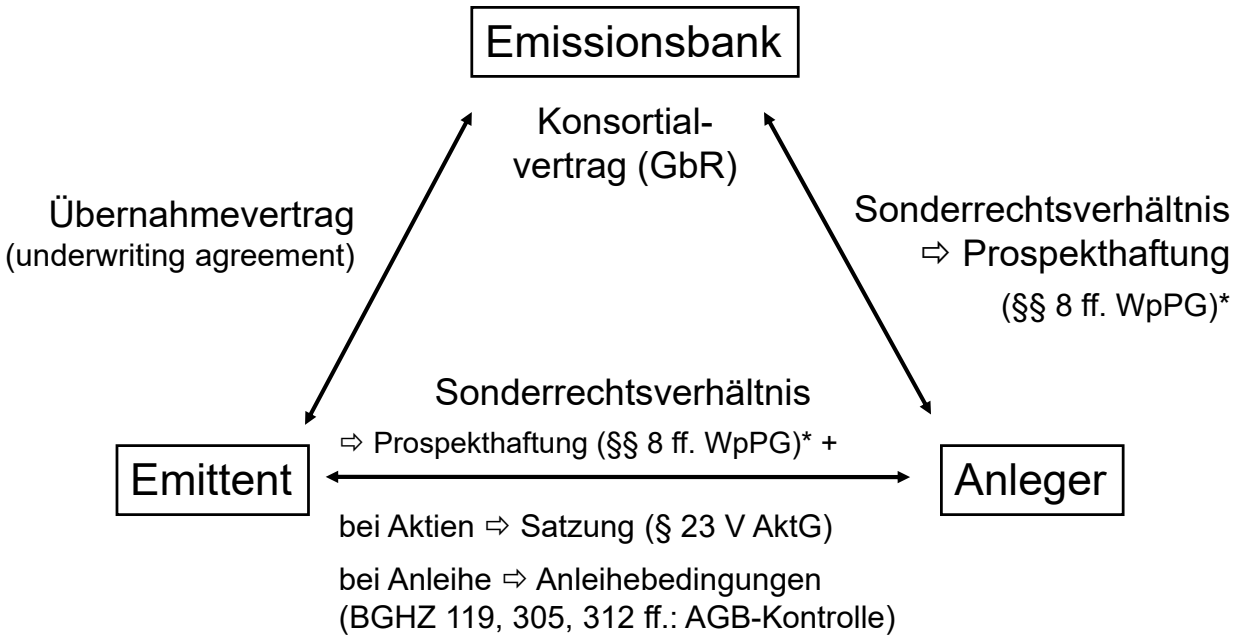
Beachte:
§ 32 II BörsG

Adressat

- Öffentliches Angebot ⇩ Allgemeinheit ⇩ i.d.R. verbunden mit Börseneinführung
- Privates Angebot ⇩ ausgewählte Anleger

Vertragsverhältnisse im Emissionsgeschäft

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL



* Die Prospekthaftung war bis zum 21.7.2019 in §§ 21 ff. WpPG geregelt, zuvor bis 2012 in §§ 44, 45 BörsG. Basis der (national geregelten) Prospekthaftung ist jetzt Art. 11 ProspVO.

Übernahmevertrag

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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.

Vorbereitung des Börsengangs

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

„legal transplant“ von 3 Figuren des anglo-amerikanischen Rechts

1. Due Diligence ⇨ „Durchleuchtung“ des Unternehmens

- Hintergrund: sec. 11 securities act 1933 (≈ §§ 8 ff. WpPG)
  - ⇨ Haftung der Emissionsbanken
- sec. 11 (c) – Exkulpation: „*due diligence defense*“ (≈ § 12 I WpPG)
  - ⇨ Durchführung der Due Diligence im eigenen Interesse: Minimierung von Prospekthaftungsrisiken
- Zusatznutzen:
  - Sammlung von Angaben für den Prospekt
  - Informationsgewinnung für die Festlegung des Emissionspreises

Vorbereitung des Börsengangs

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Comfort Letter

- Bestätigung eines Wirtschaftsprüfers über die Richtigkeit der in den Prospekt aufzunehmenden Finanzzahlen

  Sinn: Erleichterung der *due diligence defense* + Möglichkeit der Risikoabwälzung auf Wirtschaftsprüfer

3. Legal Opinion

- Erklärung der RAe des Emittenten, dass die rechtlichen Voraussetzungen für den Börsengang bestehen
  - ⇨ z.B. Existenz des Emittenten; Fähigkeit des Emittenten, das Geschäft abzuschließen; Vertretungsmacht

  Sinn: Information + Möglichkeit der Risikoabwälzung auf RAe

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Platzierungsverfahren

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Festpreisverfahren (Festlegung zw. Emittent + Konsortium)

⇨ zwingend bei Emission mit Bezugsrecht (arg.: § 186 II AktG)

(+) Kalkulationssicherheit

(–) Marktgegenseite nicht einbezogen

2. Bookbuilding-Verfahren

(+) reale Preisbildung am Markt

(+) Steuerung der Investorengruppen = Aktionärsstruktur

3. Auktionsverfahren

(+) Ausschöpfung der Zahlungsbereitschaft

(–) Keine Steuerung der Aktionärsstruktur

(–) Keine Kursphantasie mehr

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Börsenzulassung (§§ 32 ff. BörsG)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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 ⇨ Folien 35 ff., insbes. 39 ff.
4. **Widerruf der Zulassung (§ 39 BörsG)**

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Folgepflichten der Börsenzulassung – Überblick –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

- Art. 17 MAR (früher § 15 WpHG a.F.): Ad-hoc-Mitteilungen
- Art. 19 MAR (früher § 15a WpHG): Directors' Dealings
- §§ 33 ff. WpHG: Mitteilung von Stimmrechtsanteilen

  Hinweis: bis zum 2. FiMaNoG in §§ 21 ff. WpHG geregelt
- § 48 WpHG: Emittentenpflichten gegenüber Wertpapierinhabern, u.a. Gleichbehandlung, Information, Datenschutz, Zahlstelle
- § 49 WpHG: Veröffentlichungspflicht, u.a. Einberufung der HV, Dividendenausschüttung

  Hinweis: Inhalt der §§ 48, 49 WpHG bis zum 2. FiMaNoG in §§ 30a, 30b WpHG geregelt
- §§ 114 ff. WpHG: Veröffentlichung und Übermittlung von Finanzberichten: Jahresfinanzbericht, Halbjahresfinanzbericht, Zahlungsbericht, Konzernabschluss

  Hinweis: bis zum 2. FiMaNoG in §§ 37v ff. WpHG geregelt

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Ökonomische Legitimation der Prospektpflicht

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

Ziel: Informierte Anlegerentscheidung

⇨ Abbau der Informationsasymmetrie zw. Anleger + Emittent (Offenlegungsphilosophie = disclosure-Philosophie)

⇨ „Sunlight is the best desinfection“

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

Funktion des Prospektes

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

Verkaufsförderungs-instrument

⇩

positive Darstellung des Emittenten

↔

„Versicherungspolice“ (vgl. § 12 WpPG)

(bis 2019: § 23 WpPG a.F.)

⇩

Aufnahme von Risiken

⇩

negative Darstellung des Emittenten

Entwicklungslinien der Prospektpflicht

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

Börsengesetzliche Prospektpflicht

(Börsenzulassungspublizität)

§ 32 III Nr. 2 BörsG

Früher:
§§ 13-47 BörsZulV

Verkaufsprospektgesetzliche Prospektpflicht

(Vertriebspublizität)

Wertpapiere

Früher:
§§ 1-8e VerkProspG

Grauer Kapitalmarkt
(z.B. KG-Anteile)

seit 2004 (AnSVG):
§§ 8 f. VerkProspG

seit 2012:
§§ 6 ff. VermAnlG

Wertpapierprospektgesetz (WpPG) + EG-ProspektVO
+ EU-ProspVO
(bis 21.7.2019: Prospektrichtlinie 2003/71/EG)

Durchsetzung der Prospektpflicht

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

Präventive Prospektkontrolle
(Vorschau)
⇩
Prospektbilligung durch BaFin

Wertpapiere
Art. 20 ProspVO
bis 2019:
§§ 13 ff. WpPG a.F.

„grauer Kapitalmarkt“
§ 8 VermAnlG
bis 2012:
§ 8i VerkProspG
„Gestattung der Veröffentlichung“

Postventive Prospektkontrolle
(Nachschau)
⇩
Prospekthaftung

Wertpapiere
§§ 8 ff. WpPG
bis 2019:
§§ 21 ff. WpPG a.F.
bis 2012:
§§ 44 ff. BörsG für börsennotierte WP;
§§ 13,13a VerkProspG für nicht börsennotierte WP

„grauer Kapitalmarkt“
§§ 20 f. VermAnlG
bis 2012:
§§ 13, 13a VerkProspG

Reichweite der Prospektpflicht

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Anwendungsbereich des Gesetzes (Art. 1 ProspVO) (bis 2019: § 1 WpPG a.F.)
   - Öffentliches Angebot + Zulassung am organisierten Markt
2. Prospektzwang (Art. 3 ProspVO) (bis 2019: § 3 WpPG a.F.)
   - **Abs. 1: Öffentliches Angebot von Wertpapieren in der Union**
     - Legaldefinition Wertpapier (Art. 2 lit. a) ProspVO)
     - EuGH ZIP 2014, 2342: keine Prospektpflicht bei Zwangsversteigerung von WP
     - 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

Inhalt des Prospektes

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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)

     (bis 2019: § 5 Abs. 1 WpPG a.F.: Angaben in analysierbarer und leicht verständlicher Form)
   - Art. 7 ProspVO: Prospektzusammenfassung (bis 2019: § 5 Abs. 2 WpPG a.F.)
     - ⇨ 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)

   (bis 2019: § 7 WpPG a.F. i.V.m. EG-ProspektVO)

Inhalt des Prospektes

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

3. Nichtaufnahme von Angaben (Art. 18 ProspVO), z.B.:
   (bis 2019: § 8 WpPG a.F.)
   - 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) (bis 2019: § 16 WpPG a.F.)
   - Nachträgliche wesentliche Umstände zw. Billigung + Schluss des öff. Angebots bzw. Handelseinführung
     ⇨ Anschluss: Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Billigung und Veröffentlichung des Prospektes

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Prüfungsumfang der BaFin (Art. 20 ProspVO) (bis 2019: § 13 WpPG a.F.)
   - Vollständigkeitsprüfung (Mindestangaben: Art. 13 ProspVO i.V.m. delegiertem Rechtsakt [bis 2019: § 7 WpPG a.F. i.V.m. EG-ProspektVO])
   - 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 auf der Website der ESMA
   - Exemplar auf dauerhaftem Datenträger auf Anfrage (Abs. 11)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Prospekthaftung

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

spezialgesetzlich

Wertpapiere: §§ 8 ff. WpPG

bis 2019: §§ 21 WpPG a.F.

bis 2012: §§ 44-47 BörsG (regulierter Markt); §§ 13, 13a VerkprospG (nicht börsennotierte Wertpapiere)

Früher sog. „grauer Kapitalmarkt“ jetzt in §§ 20 f. VermAnlG

bis 2012: §§ 13, 13a VerkprospG

bürgerlichrechtlich

BGHZ 71, 284
BGH ZIP 2008, 1526
⇩
Ausgangspunkt: Vertreterhaftung aus c.i.c. (§ 311 III BGB), aber Schutz typisierten Vertrauens

Früher: Publikums-GmbH & Co. KG als Steuersparmodell
➔ fehlerhafte Angaben im Verkaufsprospekt

Entwicklungslinien der Prospekthaftung

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Einführung im BörsG 1897
   - Anlass: Gründungsschwindel
     - Hintergrund: Abschaffung des Konzessionssystems (1870)
2. Anfang 1900: viele RG-Entscheidungen
   - anschließend 70 Jahre „Ruhe“
3. BGH NJW 1982, 2823 (BuM)
4. OLG Frankfurt ZIP 1994, 282 (Bond)
5. Änderung §§ 44 ff. BörsG durch 3. FinanzmarktfördG (1998)
6. Art. 6 Prospektrichtlinie 2003/71/EG: Pflicht zur Prospekthaftung
   - Mindestharmonisierung
7. Verlagerung der Prospekthaftung in §§ 21 ff. WpPG (2011/2012)
8. Verlagerung der Prospekthaftung in §§ 8 ff. WpPG (ab dem 21.7.2019)

Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)
➔ unrichtiger / unvollständiger Prospekt

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Prospekt: Begriff formalisiert

   - Börsenzulassungsprospekt i.S.v. § 32 III Nr. 2 BörsG
     (§ 9 WpPG = § 21 WpPG a.F.; bis 2012: § 44 BörsG)
   - Verkaufsprospekt
     (§ 10 WpPG = § 22 WpPG a.F.; bis 2012: § 13 VerkProspG)
   - keine Prospekte im Sinne der Prospekthaftung sind:
     - Werbebroschüren
       - anders OLG München ZIP 2012, 2096, 2099 f. für 19-seitige Broschüre (zur bürgerlich-rechtl. Prospekthaftung i.e.S.)
     - Research-Berichte
     - Ad-hoc-Mitteilungen
     - Zwischenberichte

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)
➔ unrichtiger / unvollständiger Prospekt

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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
   - OLG Frankfurt AG 2005, 851 – VCI: Sicht eines aufmerksamen Lesers + durchschnittlichen Anlegers

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)
➔ unrichtiger / unvollständiger Prospekt

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)
➔ unrichtiger / unvollständiger Prospekt

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. unrichtige oder unvollständige Angaben

   c) Unrichtigkeit

   - Tatsachen: unwahr

     OLG Frankfurt AG 2005, 851 – VCI: Angaben über 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

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)
➔ unrichtiger / unvollständiger Prospekt

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. unrichtige oder unvollständige Angaben

c) Unrichtigkeit

- Bewertungen (z.B. von Immobilien)
  - BGHZ 213, 65 = ZIP 2017, 318 – 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)
- gravierende Prospektgestaltungsmängel (Unübersichtlichkeit)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)
➔ unrichtiger / unvollständiger Prospekt

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. unrichtige oder unvollständige Angaben

d) Unvollständigkeit

- bei Fehlen von Mindestangaben gemäß Art. 13 ProspVO i.V.m. delegierten Rechtsakten (bis 2019: § 7 WpPG a.F. i.V.m. EG-ProspektVO)
- 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

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)
➔ unrichtiger / unvollständiger Prospekt

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

3. Wesentlichkeit der Angaben

- kein Reuerecht; keine Verlagerung des Anlagerisikos
  - ⇨ wenn der Anleger die Information „eher als nicht“ bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde (vgl. zu § 13 VerkProspG a.F. BGH ZIP 2012, 2199, 2201, Rn. 24)

4. Prospektaktualisierung

- neue Informationen bis Ende des Angebots bzw. der Zeichnungsfrist + Einführung der Aktien (vgl. Art. 23 ProspVO) (bis 2019: § 16 WpPG)
  - 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

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

- 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

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Prospektverantwortliche (§ 9 I Nr. 1 i.V.m. § 8 WpPG)
   (bis 2019: § 21 I Nr. 1 WpPG a.F.; bis 2012: § 44 I Nr. 1 BörsG)

   - Emittent (vgl. Art. 2 lit. h) ProspVO) (bis 2019: § 3 WpPG a.F.)
   - 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 bürgerlichrechtl. Prospekthaftung)

     Achtung: Aber WP-Haftung aus Vertrag mit Schutzwirkung im Einzelfall

     ➔ BGHZ 138, 257; 167, 155; BGH WM 2006, 423; WM 2007, 1503 + 1507, WM 2008, 2244; WM 2009, 1128 (nicht ggü. EdW – Phoenix)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Tatbestandsvoraussetzungen (§ 9 WpPG)
➔ Haftungsverpflichtete

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Prospektveranlasser (§ 9 I Nr. 2 WpPG)
   (bis 2019: § 21 I Nr. 2 WpPG a.F.; bis 2012: § 44 I Nr. 2 BörsG)

   - 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 eigenem geschäftlichen Interesse
     - im Einzelfall auch eine Bank mit Schlüsselfunktion

       ➔ BGH WM 2007, 1503 + 1507 (zur bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung bei Auflegung eines Filmfonds)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Ausschlussgründe
(§ 12 WpPG = § 23 WpPG a.F.; bis 2012: § 45 BörsG)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Fehlendes Verschulden (Abs. 1)
   - Vorsatz + grobe Fahrlässigkeit

     ⇔ Internationaler Standard: einfache Fahrlässigkeit bzw. Gefährdungshaftung
2. Besondere Ausschlussgründe (Abs. 2)
   - keine haftungsbegründende Kausalität (Nr. 1)
     - Umkehr der Beweislast
     - aber Tatbestandsgrenze der §§ 21 I 1, 22 WpPG: 6-Monats-Frist ⇨ Folie 52
   - keine Minderung des Börsenpreises (Nr. 2)
   - Kenntnis des Erwerbers (Nr. 3)
   - Berichtigung (Nr. 4)
   - neu seit WpPG: Angaben in der Zusammenfassung (Nr. 5)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Anspruchsinhalt
(§ 9 WpPG = § 21 WpPG a.F.; bis 2012: § 44 BörsG)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

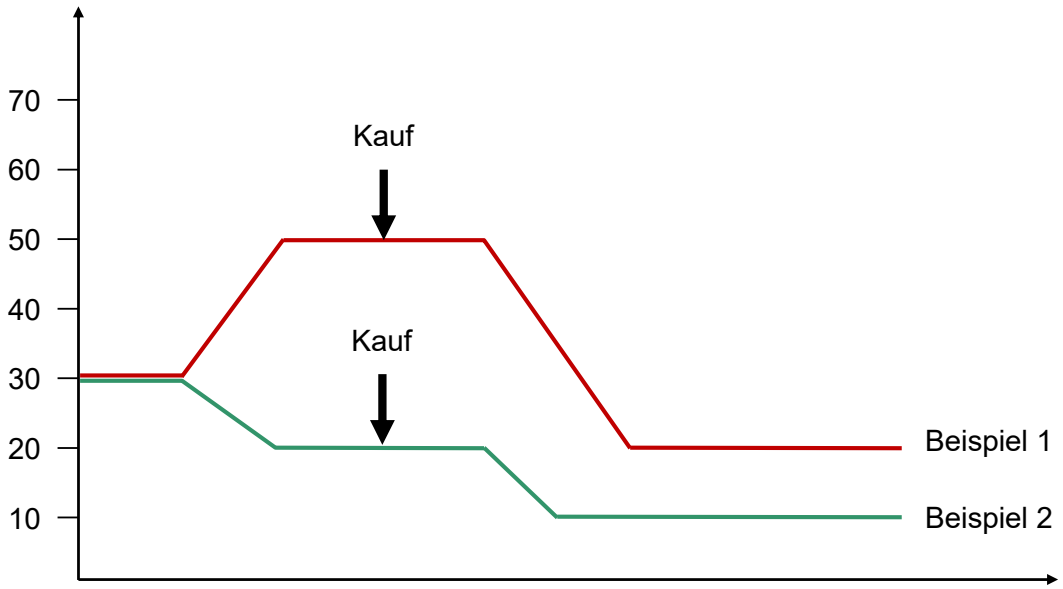
1. Erwerber ist noch Inhaber der Papiere (Abs. 1)
   - Rückgabe der Papiere gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den Ausgabepreis nicht übersteigt, + übliche Kosten

     Beispiel 1: Ausgabekurs 30; Kurssteigerung auf 50; Erwerb bei 50; Kursverfall auf 20 ⇨ Rückgabe gegen Zahlung von 30 ⇨ Grafik Folie 57

     Beispiel 2: Ausgabekurs 30; Kursverfall auf 20; Erwerb bei 20; weiterer Kursverfall auf 10 ⇨ Rückgabe gegen Zahlung von 20 ⇨ Grafik Folie 57
   - Nach 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 (früher Sonderregel in § 46 BörsG a.F.)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Anspruchsinhalt
(§ 9 WpPG = § 21 WpPG a.F.; bis 2012: § 44 BörsG)



Teil III – Regeln für einen fairen Markt (Marktpublizität und -integrität)

1. Publizitätspflichten
2. Haftung für Fehlinformation des Kapitalmarktes
3. Insiderhandelsverbot (Art. 14 MAR)
4. Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation (Art. 12, 15 MAR)
5. Delisting

Publizitätspflichten – Übersicht

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

Unternehmenspublizität i.e.S.
Anknüpfung: Unternehmen

Kapitalmarktpublizität
Anknüpfung: Börsennotierung
↓
Disclosure-Philosophie
↓
gesteigerte Informationspflichten

Registerpublizität
↓
§§ 8 ff. HGB

Beispiele:
§ 29 HGB
§ 53 HGB
§§ 106 f. HGB
➔Kaufleute

Rechnungsle-gungspublizität
↓
§§ 325 ff. HGB: Offenlegung des Jahresabschlusses (§ 242 HGB)

➔ Kapitalgesellschaften
➔ KapG & Co. (§ 264a HGB)
➔ große PersG (§ 9 PublG)

Beteiligungs-/ Konzernpublizität
↓
§§ 20, 21 AktG
(BGH ZIP 2016, 1919 zum Rechtsverlust bei fehlender/ fehlerhafter Mitteilung)

§ 294 AktG

Kapitalmarktpublizität – Überblick

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Emittentenpublizität
   a) Primärmarkt: Prospektpublizität (Art. 3 ProspVO) ⇨ Folien 39 ff.
   b) Sekundärmarkt
      - Regelpublizität (Überblick; Details ⇨ Folien 63 ff.)
        - Jahresfinanzbericht (§ 114 WpHG, Art. 4 Transparenz-RiLi)
        - Halbjahresfinanzbericht (§ 115 WpHG, Art. 5 Transparenz-RiLi)
          Hinweis: Inhalt der §§ 114 f. WpHG bis zum 2. FiMaNoG in §§ 37v, 37w WpHG
        - (Konzern-)Quartalsmitteilung (§ 53 BörsO FWB: Prime Standard)
          - Zwischenmitteilungen der Geschäftsleitung (§ 37x WpHG a.F.) Ende 2015 abgeschafft
      - Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR, früher § 15 WpHG a.F.) ⇨ Folien 70 ff.
      - Erklärung zum Deutschen Corporate Governance Kodex (§ 161 AktG)
      - Erklärung zur Corporate Social Responsibility (§§ 289b ff., 315b HGB)
        - Literatur: *Mock*, ZIP 2017, 1195

Kapitalmarktpublizität – Überblick

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Beteiligungspublizität

a) Stimmrechtsanteile an börsennotierten Gesellschaften (§§ 33 ff. WpHG; bis zum 2. FiMaNoG: §§ 21 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 (§ 25 WpHG a.F.) ab der Schwelle von 5 %
- Früher problematisch: sog. „cash-settled call options“ (Fall Scheffler-Continental + Fall VW-Porsche [OLG Stuttgart ZIP 2015, 781, 784]); heute erfasst über § 38 I 1 Nr. 2 WpHG (*Söhner*, ZIP 2015, 2451, 2455 f.)
- Veröffentlichung durch die Gesellschaft (§§ 40, 41 WpHG)
- Angabe zu Zweckverfolgung + Mittelherkunft ab 10 % (§ 43 WpHG)

⇨ *Fall Nr. 3 – Stimmrechtsanteile*

Kapitalmarktpublizität – Überblick

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Beteiligungspublizität

Literatur: *Stüber*, DStR 2016, 1221

b) Eigengeschäfte von Führungskräften in Aktien der Gesellschaft und Derivaten = Directors' Dealings (Art. 19 MAR, früher § 15a WpHG)

- Anwendungsbereich: Finanzinstrumente an einem geregelten Markt oder auf einem multilateralen oder organisierten Handelssystem zugelassen oder Zulassung beantragt (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, eingetragene Lebenspartner, unterhaltsberechtigte Kinder (Art. 19 I i.V.m. Art. 3 I Nr. 26 MAR)
- Bagatellgrenze von 5.000 € (ggf. 20.000 €) pro Jahr (Art. 19 VIII, IX MAR)
- Veröffentlichung durch Emittent in 3 Werktagen (Art. 19 III MAR)

⇨ *Fall Nr. 4 – Directors´ Dealings*

Jahresfinanzberichte (§ 114 WpHG)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Zweck
   - Information der Öffentlichkeit über den Geschäftsverlauf während des letzten Jahres
2. Entwicklung + Rechtsgrundlagen
   - früher nur handelsrechtliche Pflicht aus §§ 242, 264, 325 HGB
   - seit 2007 auch kapitalmarktrechtliche Pflicht aus dem heutigen § 114 WpHG (bis zum 2. FiMaNoG § 37v WpHG)
     - Rechtsgrundlage: Art. 4 Transparenzrichtlinie 2004/109/EG ⇨ Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG) v. 5.1.2007
     - Betrifft wegen Subsidiaritätsregel des § 114 I 1 a.E. WpHG nur Inlandsemittenten mit Sitz im Ausland
       - ❖ Problem: Keine Befugnis zum Einschreiten der BaFin bei nach HGB publizitätspflichtigen (normalen) Inlandsemittenten mit Sitz im Inland (OLG Frankfurt ZIP 2012, 2014)

Jahresfinanzberichte (§ 114 WpHG)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

3. Inhalt
   - Ziel: Beurteilung der Geschäftstätigkeit im Gesamtjahr
   - Jahresabschluss nach dem Recht des Sitzstaates; Lagebericht; Erklärung der gesetzlichen Vertreter (§ 114 II WpHG)
   - Details in Verordnung (§ 114 III WpHG)
4. Pflicht zur Prüfung
5. Veröffentlichung
   - Frist: vier Monate nach Ablauf des Geschäftsjahres (§ 114 I 1 WpHG)
     - ⇨ gilt auch für den nach der Subsidiaritätsregel an die Stelle tretenden Jahresabschluss nach deutschem Handelsrecht
   - Art und Sprache, Mitteilung + Verfügbarkeit: §§ 18-20 i.V.m. §§ 3a-3c WpAV

WpAV = Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeigeverordnung)

Halbjahresfinanzberichte (§ 115 WpHG)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Zweck
   - unterjährige Information über den Geschäftsverlauf = *update*-Funktion hinsichtlich des letzten Jahresabschlusses
   - verkürzter, aber eigenständiger Abschluss
2. Entwicklung + Rechtsgrundlagen
   - EG-Zwischenberichtsrichtlinie 82/121/EWG ⇨ § 44b BörsG a.F.
   - später: § 40 BörsG a.F. + §§ 53 ff. BörsZulV a.F.
   - sodann: § 37w WpHG
     - Rechtsgrundlage: Art. 5 Transparenzrichtlinie 2004/109/EG ⇨ Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG) v. 5.1.2007
   - seit dem 2. FiMaNoG (2018): § 115 WpHG

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Halbjahresfinanzberichte (§ 115 WpHG)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

3. Inhalt
   - Ziel: Beurteilung der Geschäftstätigkeit im Halbjahr
   - verkürzter Abschluss (verkürzte Bilanz, verkürzte GuV, Anhang); Zwischenlagebericht (wichtige Ereignisse im Halbjahr, Chancen + Risiken für Folgehalbjahr); Erklärung der gesetzlichen Vertreter (§ 115 II – IV WpHG)
4. Prüfung
   - keine Pflicht zur Prüfung
   - wenn Prüfung erfolgt ⇨ Vorschriften über Abschlussprüfer + Veröffentlichung der Bescheinigung / des Bestätigungsvermerks anwendbar (§ 115 V WpHG)
5. Veröffentlichung
   - Frist: drei Monate nach Ende des Berichtszeitraums (§ 115 I 1 WpHG)
   - Art und Sprache, Mitteilung + Verfügbarkeit: §§ 18-20 i.V.m. §§ 3a-3c WpAV

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Quartalsbericht / Quartalsmitteilung

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Zweck von Quartalsberichten / Quartalsmitteilungen
   - Zwischeninformation über den Geschäftsverlauf während des Halbjahres
2. Entwicklung + Rechtsgrundlagen
   - vor 2007: Quartalsberichterstattung (nur) nach den Vorgaben einzelner Börsenordnungen (z.B. an der FWB im Prime Standard)
   - 2007-2015: gesetzliche Pflicht zu Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung (§ 37x WpHG a.F.)
     - Rechtsgrundlage: Art. 6 Transparenzrichtlinie 2004/109/EG ⇨ Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG) v. 5.1.2007
   - 26.11.2015: Abschaffung der Zwischenmitteilungen aus § 37x WpHG a.F.
     - Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie 2013/50/EU v. 25.11.2015 (BGBl. I 2015 S. 2029; dazu *Oser/Staß*, DB 2015, 2825 ff.; *Söhner*, ZIP 2015, 2451, 2457)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Quartalsbericht / Quartalsmitteilung

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

- Reduzierung der Anforderungen in § 53 BörsO FWB (Stand: 27.1.2020)
  - Abschaffung des Quartalsberichtes zugunsten einer Quartalsmitteilung

    „In der Quartalsmitteilung sind die wesentlichen Ereignisse und Geschäfte des Mitteilungszeitraums im Unternehmen des Emittenten und ihre Auswirkungen auf die Finanzlage des Emittenten zu erläutern sowie die Finanzlage und das Geschäftsergebnis des Emittenten im Mitteilungszeitraum zu beschreiben."
  - Abfassung in deutscher und englischer Sprache
  - Veröffentlichung innerhalb von zwei Monaten nach dem Ende des jeweiligen Mitteilungszeitraums
  - Möglichkeit der Ersetzung der Quartalsmitteilung durch einen Quartalsfinanz-bericht gemäß dem Standard des § 115 II Nr. 1 und 2, III, IV WpHG; dann gelten bei einer Prüfung die Vorschriften über Abschlussprüfer und die Veröffentlichung der Bescheinigung / des Bestätigungsvermerks einschließlich des Haftungsprivilegs des § 323 HGB (§ 115 VII WpHG); vgl. zum Hintergrund *Oser/Staß*, DB 2015, 2825 ff.

    Hinweis: Der Inhalt des § 115 WpHG stand bis zum 2. FiMaNoG in § 37w WpHG.

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Zahlungsbericht (§ 116 WpHG)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Zweck von Zahlungsberichten
   - Korruptionsbekämpfung im Bereich der Rohstoffwirtschaft
2. Rechtsgrundlage
   - Bilanzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (BilRuG, BGBl. I 2015 S. 1245) und Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie 2013/50/EU v. 25.11.2015 (BGBl. I 2015 S. 2029; dazu *Oser/Staß*, DB 2015, 2825 ff.; *Söhner*, ZIP 2015, 2451, 2457)
3. Anwendungsbereich
   - mineralgewinnende Industrie / Holzeinschlag in Primärwäldern
4. Inhalt
   - Mitteilung von Zahlungen an staatliche Stellen unter entsprechender Anwendung der §§ 341r – 341v HGB

Hinweis: Der Inhalt des § 116 WpHG stand bis zum 2. FiMaNoG in § 37x WpHG.

Ad-hoc-Publizität
– Gesetzliche Grundlagen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Früher nationale Regelung
   - Inlandsemittent (§ 2 VIII WpHG i.V.m. § 2 VII WpHG a.F.)
   - Insiderinformationen (§ 13 WpHG a.F.)
   - Ad-hoc-Publizitätspflicht (§ 15 WpHG a.F.)
2. Heute: unmittelbar anwendbares europäisches Recht:
   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 zum heutigen Recht: *Klöhn*, AG 2016, 423; *Kumpan*, DB 2016, 2039; *Poelzig*, NZG 2016, 761

Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR)
– Tatbestandsvoraussetzungen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Normadressat

- Emittenten (Definition in Art. 3 I Nr. 21 MAR)
- Finanzinstrumente an einem geregelten Markt oder auf einem multilateralen oder organisierten Handelssystem zugelassen oder Zulassung beantragt (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
  - „multilaterales Handelssystem“: Art. 3 I Nr. 7 MAR ⇨ Art. 4 I Nr. 22 RiLi 2014/65/EU
  - „organisiertes Handelssystem“: Art. 3 I Nr. 8 MAR ⇨ Art. 4 I Nr. 23 RiLi 2014/65/EU
  - Zulassung ≠ Einbeziehung (z.B. in den Freiverkehr ohne Zustimmung des Emittenten)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR)
– Tatbestandsvoraussetzungen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Insiderinformation (Art. 7 MAR, früher: § 13 I WpHG a.F.)

⇨ grundsätzlicher Gleichlauf von Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität

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
- weiter als Begriff der „Tatsache“ (= dem Beweis zugänglich)
- auch Zwischenschritte eines gestreckten, kursrelevanten 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)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

2. Insiderinformation (Art. 7 MAR, früher: § 13 I WpHG a.F.)

b) nicht öffentlich bekannt

- Emittentenleitfaden der BaFin zu § 13 I WpHG a.F.: 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, früher: § 13 I 2 WpHG a.F.)

❖ EuGH ZIP 2015, 627 („Lafonta“): bestimmte Richtung der Auswirkung muss nicht vorhersehbar sein

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

3. Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten
(Art. 17 I MAR, früher: § 15 I 1 WpHG a.F.)

➢ Umstände, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eintreten (vgl. früher: § 15 I 3 WpHG a.F.)

❖ BGHZ 192, 90 = ZIP 2012, 318 (Rn. 39) – IKB: Subprime-Anteil bei Zweckgesellschaften

➢ Ausschluss von Drittdaten, insbes. von allgemeinen Marktdaten

➢ Umstände von außerhalb, z.B. Übernahmeangebot, Mitteilung über geplantes *Squeeze Out* durch Großaktionär (Herabstufung durch Ratingagentur str.)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

– Katalog veröffentlichungspflichtiger Insiderinformationen –

- ⇨ Emittentenleitfaden der BaFin (Ziff. IV. 2.2.4.) zu § 15 WpHG a.F.
  - ❖ BGH ZIP 2008, 639 (Rn. 24) und BGHZ 192, 90 = ZIP 2012, 318 (Rn. 44) – IKB : norminterpretierende Verwaltungsvorschrift
- ⇨ Prüfung im jeweiligen Einzelfall; Bedeutung für das Gesamtunternehmen erforderlich

1. Veränderung der Kerngeschäftsfelder
2. Wesentliche Strukturmaßnahmen (insbes. Verschmelzung, Ein- und Ausgliederung, Umwandlung, Spaltung)
3. Beherrschungs-/Gewinnabführungsverträge
4. Erwerb/Veräußerung wesentlicher Beteiligungen
5. Übernahmeangebote
6. Kapitalmaßnahmen

Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

– Katalog veröffentlichungspflichtiger Insiderinformationen –

7. Bevorstehende Zahlungseinstellung/Überschuldung
8. Abschluss/Änderung/Kündigung wesentlicher Vertragsverhältnisse
9. Erhebliche außerordentliche Erträge/Aufwendungen
10. Ausfall wesentlicher Schuldner
    - ❖ BGHZ 192, 90 = ZIP 2012, 318 (Rn. 44) – IKB: hoher Subprime-Anteil
11. Bedeutende Erfindungen/Patente/Lizenzen
12. Verwaltungs-/Gerichtsverfahren von besonderer Bedeutung
13. Überraschender Wechsel in Schlüsselpositionen
    - ❖ Daimler/Schrempp: EuGH ZIP 2012, 1282 („Geltl“); BGH ZIP 2008, 639 (Rn. 21) + OLG Stuttgart ZIP 2009, 962 + BGH ZIP 2011, 72; 2013, 1165 (Musterverfahren); AG Frankfurt ZIP 2008, 2313 (Bußgeldverfahren)
14. Aktienrückkaufprogramme

Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR)
– Tatbestandsvoraussetzungen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

4. Art und Weise der Veröffentlichung
(Art. 17 I (2) MAR, früher: § 15 VI, VII WpHG a.F.)

- 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. 5 – Ad-hoc-Publizität, Frage 1*

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR)
– Tatbestandsvoraussetzungen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

5. Ergänzende Publizitätspflichten nach nationalem Recht
(§ 26 I WpHG; bis zum 2. FiMaNoG: § 15 I WpHG)

- Vorab-Information vor der Veröffentlichung:
  - Börse oder sonstiger Handelsplatz
    - ⇨ Prüfung der Möglichkeit einer Aussetzung des Kurses
  - BaFin
    - ⇨ Überwachung der Veröffentlichung und deren Ablauf
- Übermittlung an das Unternehmensregister unverzüglich nach der Veröffentlichung
- Konkretisierung durch WpAV (Ermächtigung in § 26 IV WpHG)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR)
– Tatbestandsvoraussetzungen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

6. Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht aus Emittenteninteressen (Art. 17 IV MAR, früher: § 15 III WpHG a.F.)

- Aufschub der Veröffentlichung auf eigene Verantwortung bei Erfüllung von drei Voraussetzungen:
  - Beeinträchtigung der berechtigten Interessen des Emittenten durch die unverzügliche Offenlegung
    - Problem: Beeinträchtigung von Drittinteressen (*Bitter*, WM 2007, 1953)
  - keine Irreführung der Öffentlichkeit durch den Aufschub
  - Sicherstellung der Geheimhaltung der Information durch den Emittenten
- Entwicklung von ESMA-Leitlinien (Art. 17 XI MAR)
- Information der Öffentlichkeit, sobald die Vertraulichkeit der Insiderinformation nicht mehr gewährleistet ist (Art. 17 VII MAR)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR)
– Tatbestandsvoraussetzungen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

7. Neu: Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht zur Sicherung der Stabilität des Finanzsystems (Art. 17 V MAR)

- Anlass: Northern Rock – Bank Run; Société Générale; Bankenstresstests
- Anwendungsbereich: Kredit- oder Finanzinstitut
- Aufschub der Veröffentlichung auf eigene Verantwortung bei Erfüllung von vier Voraussetzungen:
  - Risiko für die finanzielle Stabilität des Emittenten/des Finanzsystems
  - Aufschub liegt im öffentlichen Interesse (Irreführung in Kauf genommen)
  - Sicherstellung der Geheimhaltung der Information durch den Emittenten
  - Zustimmung der zuständigen Behörde
- Information der Öffentlichkeit, sobald die Vertraulichkeit der Insiderinformation nicht mehr gewährleistet ist (Art. 17 VII MAR)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR)
– Sanktionen bei Pflichtverletzungen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Strafrecht

- Ordnungswidrigkeit gemäß § 120 Abs. 15 Nr. 6 – 11 WpHG

  Hinweis: bis zum 2. FiMaNoG: § 39 Abs. 3d Nr. 6 - 11 WpHG

- bei natürlicher Person: Geldbuße bis 1 Mio. € (§ 120 Abs. 18 S. 1 WpHG)

  Hinweis: bis zum 2. FiMaNoG: § 39 Abs. 4a 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)

  Hinweis: bis zum 2. FiMaNoG: § 39 Abs. 4a S. 2 Nr. 2 WpHG

⇨ *Fall Nr. 5 – Ad-hoc-Publizität, Frage 2*

Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR)
– Sanktionen bei Pflichtverletzungen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Zivilrecht

- Emittentenhaftung aus §§ 97, 98 WpHG ⇨ Folien 83 ff.

  Hinweis: bis zum 2. FiMaNoG: §§ 37b, 37c WpHG

- Außenhaftung der Organe ⇨ Folien 87 ff.

- Wettbewerbsrecht (UWG) ⇨ OLG Hamburg ZIP 2006, 1921

Emittentenhaftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität (§§ 97, 98 WpHG)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Unterlassene/unwahre Ad-hoc-Mitteilung – §§ 97, 98 WpHG
   (bis zum 2. FiMaNoG: §§ 37b, 37c 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

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

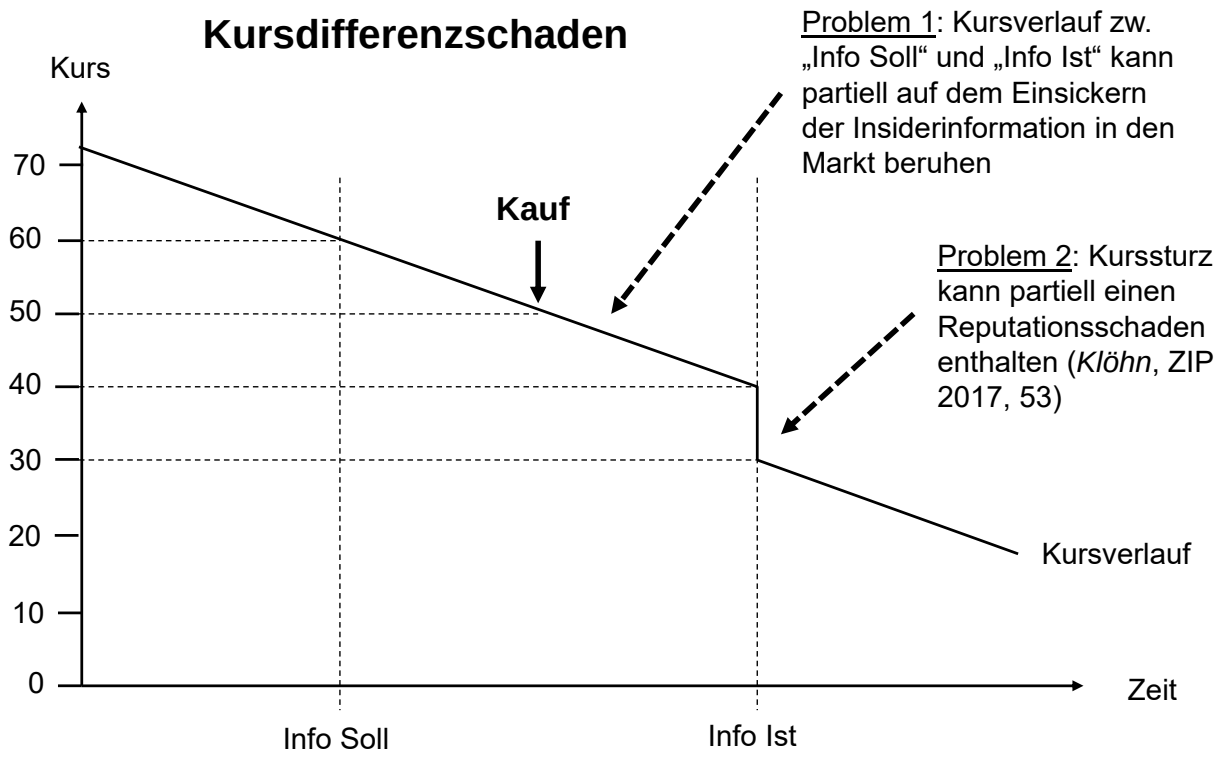
Emittentenhaftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität (§§ 97, 98 WpHG)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

5. Schaden
   - **Modell 1**: Naturalrestitution (≈ Prospekthaftung ⇨ Folie 56)
     - 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 (Folie 83)
   ⇨ *Fall Nr. 6 – IKB, Frage 1*

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Emittentenhaftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität (§§ 97, 98 WpHG)



Emittentenhaftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität (§ 31 BGB)

1. Verhältnis der §§ 97, 98 WpHG zur Deliktshaftung
   - ➢ keine Haftung aus § 823 II BGB i.V.m. Art. 17 MAR / § 15 WpHG a.F. (§ 26 III 1 WpHG; bis zum 2. FiMaNoG: § 15 III 1 WpHG)
   - ➢ Aber: sonstige deliktische Emittentenhaftung (z.B. aus §§ 826, 31 BGB) bleibt anwendbar (§ 26 III 2 WpHG; bis zum 2. FiMaNoG: § 15 III 2 WpHG)
     - BGH NJW 2005, 2450 (EM.TV) ⇨ Voraussetzungen siehe Folien 92 ff.
     - BGH ZIP 2016, 2023: keine Konstruktion einer die Sittenwidrigkeit begründenden Täuschung durch mosaikartige Zusammenrechnung des Wissens mehrerer Mitarbeiter der juristischen Person
2. Vorrang der Deliktshaftung gegenüber §§ 57, 71 AktG
   - BGH NJW 2005, 2450, 2452 (EM.TV)
   - BGH ZIP 2007, 681 (Comroad I, Rn. 3), 326 (Comroad III, Rn. 9), 1560 (Comroad IV, Rn. 11), ZIP 2008, 409 (Comroad VI, Rn. 11), 410 (Comroad VII, Rn. 11)

Fälle aus der BGH-Rechtsprechung

1. Infomatec

- BGHZ 160, 134 = NJW 2004, 2664 (Infomatec I)
- BGHZ 160, 149 = NJW 2004, 2971 (Infomatec II)
- BGH NJW 2004, 2668 (Infomatec III)

Fall: diverse Ad-hoc-Mitteilungen; u.a. Meldung, dass Surfstations + Lizenzen im Wert von 55 Mio. DM verkauft seien; tatsächlich lag eine verbindliche Bestellung nur über 9,8 Mio. DM vor; der Rest waren unverbindliche Aussichten auf zukünftige Bestellungen bei gutem Testverlauf

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Fälle aus der BGH-Rechtsprechung

2. EM.TV

- BGH NJW 2005, 445 (StrafR)
- BGH NJW 2005, 2450 (ZivilR)

Fall: Fehlerhafte Meldung über Konzern-Halbjahreszahlen, u.a. (1) Berücksichtigung von 60 Mio. € aus einem Lizenzvertrag im 1. Halbjahr, der erst im 2. Halbjahr geschlossen wurde; (2) volle Einbeziehung eines Beteiligungserwerbs, der zum 12.5. erfolgte

3. Comroad

- BGH ZIP 2007, 681 (Comroad I), 680 (Comroad II), 326 (Comroad III), 1560 (Comroad IV), 1564 (Comroad V), ZIP 2008, 407 (Comroad VI), 410 (Comroad VII), 829 (Comroad VIII)

Fall: 40 Ad-hoc-Mitteilungen über weitgehend frei erfundene Umsätze; nur 1,4 % der gemeldeten Umsätze waren real

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Außenhaftung der Organmitglieder für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Prospekthaftung
   a) spezialgesetzlich (§§ 21 ff. WpPG, früher: §§ 44 ff. BörsG)
      - hier (–), da formalisierter Prospektbegriff
   b) bürgerlichrechtlich
      - hier (–), da Anknüpfung an Verkaufsinstrument = vollständige Information
2. Deliktshaftung aus § 823 II BGB
   a) Art. 17 MAR, früher § 15 WpHG a.F. (Ad-hoc-Publizitätspflicht)
      - Motive: Funktionenschutz, nicht Individualschutz
      - § 26 III WpHG (bis zum 2. FiMaNoG § 15 III WpHG, noch früher § 15 VI WpHG): Haftung nur nach §§ 97, 98 WpHG (bis zum 2. FiMaNoG: §§ 37b, 37c WpHG)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Außenhaftung der Organmitglieder für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Deliktshaftung aus § 823 II BGB
   b) Art. 12, 15 MAR, früher § 20a WpHG (Marktmanipulationsverbot)
      - BGHZ 192, 90 = ZIP 2012, 318 (Rn. 19 ff.) – IKB: § 20a WpHG ist kein Schutzgesetz (Argument.: sonst Aushöhlung des § 26 III WpHG [bis zum 2. FiMaNoG § 15 III WpHG; noch früher § 15 VI WpHG])
   c) § 400 AktG (BVerfG ZIP 2006, 1096: Vorschrift ist nicht verfassungswidrig)
      - BGHZ 149, 10, 20 f. (Bremer Vulkan): Schutzgesetzcharakter (+)
      - Problem: „Darstellungen oder Übersichten über den Vermögensstand“ ⇨ Gesamtüberblick über die wirtschaftliche Situation des Unternehmens

        (–) bei Bekanntgabe einzelner Geschäftsabschlüsse (Infomatec)

        (+) bei Bekanntgabe von Halbjahreszahlen (EM.TV)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

2. Deliktshaftung aus § 823 II BGB

d) § 264a StGB (Kapitalanlagebetrug)

- Schutzgesetzcharakter (+)
- Problem: „in Prospekten oder in Darstellungen oder Übersichten über den Vermögensstand“

e) § 263 StGB (Betrug)

- Schutzgesetzcharakter (+)
- Problem: Stoffgleichheit zwischen beabsichtigtem Vorteil und Schaden
- Anwendbarkeit (–), wenn dem Schaden des Anlegers nur eine mittelbare Begünstigung der AG sowie von deren Organen gegenübersteht

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

3. Deliktshaftung aus § 826 BGB

a) Sittenwidrigkeit

- BGH: unlautere Beeinflussung des Sekundärmarktpublikums durch wiederholte grob unrichtige Ad-hoc-Mitteilungen + Eigennutz der Organmitglieder (Beteiligung an der Gesellschaft)
- BGHZ 192, 90 = ZIP 2012, 318 (Rn. 27 ff.) – IKB: besondere Verwerflichkeit ist aus einer Gesamtbetrachtung aller Umstände herzuleiten

b) Vorsatz

- Ad-hoc-Mitteilung setzt erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial voraus ⇨ Wissen der Organmitglieder, dass es aufgrund der (fehlerhaften) Mitteilung zu Anlageentscheidungen kommen wird

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

3. Deliktshaftung aus § 826 BGB

c) Kausalität

- Beweiserleichterungen bez. Transaktionskausalität zw. Mitteilung + Kaufentscheidung ?
- Anscheinsbeweis (Vor.: typischer Geschehensablauf)
  - ⇨ BGH (–), da Anlegerentscheidung nicht typisierbar
- Aber: Beweiserleichterung je nach Lage des Einzelfalls
- Schutz des abstrakten Vertrauens in die Integrität der Kapitalmärkte (*fraud-on-the-market*-Theorie)
  - ⇨ BGH, II. Zivilsenat: (–) in den Comroad-Urteilen
  - ⇨ Richtig: (+) hinsichtlich des Kursdifferenzschadens (vgl. auch BGH, XI. Zivilsenat, im IKB-Fall zu § 37b WpHG a.F. = § 97 WpHG n.F. ⇨ Folien 83 f.)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

3. Deliktshaftung aus § 826 BGB

d) Schaden

- Naturalrestitution (§ 249 BGB): Rückgabe der Wertpapiere gegen Rückzahlung des Erwerbspreises
  - BGHZ 160, 149 (Infomatec II)
  - BGH NJW 2004, 2668 (Infomatec III)
  - BGH NJW 2005, 2450 (EM.TV)
- Alternativ: Differenzschadensberechnung
  - ⇨ Berechnung des hypothetischen Transaktionspreises „vermittels rückwärtiger Induktion“
  - BGH NJW 2005, 2450, 2453 f. (EM.TV)

⇨ *Fall Nr. 6 – IKB, Frage 2*

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Haftung für sonstige Fehlinformation des Kapitalmarktes

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. DiskE eines Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes – KapInHaG (NZG 2004, 1042) ⇨ zurückgezogen
   - Haftung für fehlerhafte Jahresabschlüsse, Zwischenberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, sonstige Mitteilungen
   - Emittentenhaftung (§ 37a I WpHG-E)
   - Haftung der Organe (§ 37a II WpHG-E)
     - Haftung als Präventionsinstrument ⇨ 50 % Selbstbehalt bei Versicherung der Haftung (§ 37a VI WpHG-E)
     - Last-period-Problem (Unternehmen in Schieflage)
   - Haftung bei Vorsatz + grober Fahrlässigkeit
   - Ersatz des Differenzschadens (§ 37a IV WpHG-E)
   - Beweislastumkehr bez. Kausalität (§ 37b I Nr. 1 WpHG-E)
     Aber Tatbestandsgrenze: 3 Monate (§ 37a III WpHG-E)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Haftung für sonstige Fehlinformation des Kapitalmarktes

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Analogie zu §§ 97, 98 WpHG bei fehlerhafter Regelpublizität?
   (vor dem 2. FiMaNoG: §§ 37b, 37c WpHG)
   - Vorschlag von *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1623 ff.
     - gesetzliche Vertrauenshaftung: berechtigtes Vertrauen aus institutionellen Vorkehrungen (Prüfungspflicht; Kontrolle durch BaFin, Bußgeldvorschriften)
     - Haftung bei grober Fahrlässigkeit + Vorsatz
       ⇔ bürgerlichrechtliche Prospekthaftung
     - Haftung auf den Differenzschaden
       ⇔ Deliktshaftung bei vorsätzlichem Handeln
       ⇔ Primärmarkthaftung (§ 44 BörsG)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Haftung für sonstige Fehlinformation des Kapitalmarktes

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

3. BGHZ 192, 90 = ZIP 2012, 318 (Rn. 17) – IKB

- keine Analogie zu §§ 97, 98 WpHG (bis zum 2. FiMaNoG: §§ 37b, 37c WpHG) für sonstige Information des Kapitalmarktes wegen fehlender Regelungslücke (arg.: Entwurf eines KapInHaG zurückgezogen; Vorschläge der Regierungskommission „Corporate Governance“ vom Gesetzgeber nicht aufgegriffen)

4. OLG Stuttgart ZIP 2015, 781 – VW/Porsche

- Haftung für sonstige fehlerhafte Information der Kapitalmarktteilnehmer möglich aus § 826 BGB, aber Anforderungen jedenfalls nicht niedriger als bei fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen
- keine Verwerflichkeit, wenn ein Hedge-Fonds den Emittenten durch spezifische Befragung zwingen will, seine Übernahmeabsicht gegen seine eigenen Interessen offenzulegen (ZIP 2015, 781, 785).

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Haftung für sonstige Fehlinformation des Kapitalmarktes

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

5. OLG Braunschweig ZIP 2016, 414 – VW/Porsche

- bloße Pressemitteilung ≠ „Insiderinformation“ bzw. Ad-hoc-Mitteilung i.S.v. §§ 97, 98 WpHG (bis zum 2. FiMaNoG: §§ 37b, 37c WpHG)
- keine analoge Anwendung der §§ 97, 98 WpHG auf andere Marktteilnehmer als den Emittenten von Wertpapieren ⇨ keine Haftung von Porsche bei Erwerb von VW-Aktien durch den Kläger
- Haftung für sonstige fehlerhafte Information der Kapitalmarktteilnehmer möglich aus §§ 826, 31 BGB, aber nochmalige Steigerung der ohnehin strengen Voraussetzungen bei einem Unterlassen und bei Äußerungen anderer Marktteilnehmer als dem Emittenten; kein Gesamtbild einer vorsätzlich falschen Marktinformation zur Verfolgung eines verwerflichen Zwecks, wenn Pressemitteilungen nicht falsch sind, sondern nur Interpretationsspielräume lassen

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Haftung für sonstige Fehlinformation des Kapitalmarktes

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

6. LG Wiesbaden ZIP 2015, 2028

- Die Vorschriften zu den Finanzberichten in §§ 37v ff. WpHG a.F. (= §§ 114 ff. WpHG n.F.) i.V.m. §§ 290 ff. HGB stellen keine Schutzgesetze i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB dar.

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

Hintergrund: Durchsetzungsprobleme bei Streuschäden

- Telekom-Verfahren bez. Immobilienbewertung (3. Börsengang)

Reform des KapMuG zum 1.11.2012 (*Söhner*, ZIP 2013, 7)

⇨ Vorabentscheidung einer Rechtsfrage, die sich in mehreren Verfahren stellt (analog § 93a VwGO)

- Beispiel 1: BGH ZIP 2008, 639 + OLG Stuttgart ZIP 2009, 962 + BGH ZIP 2011, 72; 2013, 1165 (DaimlerChrysler: Rücktritt Schrempp)
- Beispiel 2: BGH ZIP 2008, 1197 (Infomatec)
- Beispiel 3: BGHZ 203, 1 = ZIP 2015, 25 (Deutsche Telekom AG)

1. Anwendungsbereich (§ 1 KapMuG)

- SchE-Anspruch wegen fehlerhafter öffentlicher Kapitalmarktinformation
- Erfüllungsanspruch aus Vertrag nach Angebot gemäß WpÜG

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

2. Vorbereitung des Verfahrens

- Musterverfahrensantrag von Kläger oder Beklagtem (§ 2 KapMuG)
- Eintragung im Klageregister (§ 4 KapMuG)
- Unterbrechung der Verfahren (§ 5 KapMuG)
- Vorlage an das Oberlandesgericht (§ 6 KapMuG)
  - ⇨ Voraussetzung: mindestens 10 Musterverfahrensanträge in 6 Monaten
  - ⇨ zuständig: Prozessgericht des ersten bekannt gemachten Musterverfahrensantrags
- Aussetzung anhängiger Rechtsstreite (§ 8 KapMuG)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

3. Durchführung des Musterverfahrens

- Auswahl des Musterklägers durch das OLG (§ 9 KapMuG)
  - ⇨ weitere Kläger werden Beigeladene
- Musterentscheid durch Beschluss des OLG (§ 16 KapMuG)
  - ⇨ Kostenentscheidung durch Prozessgericht
  - ⇨ Alternative: Vergleich (§§ 17-19, 23 KapMuG)
- Rechtsbeschwerde zum Bundesgerichtshof gegen den Musterentscheid des OLG (§ 20 KapMuG)

4. Wirkung des Musterverfahrens

- Bindung der Prozessgerichte (§ 22 KapMuG)
  - ❖ BGHZ 213, 65 = ZIP 2017, 318 – Telekom – 2. Börsengang: Bindungswirkung für Folgeprozesse nur zwischen den Musterverfahrens-beteiligten, nicht für die Beigeladenen (= sonst. Kläger des Vorverfahrens)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Insiderhandelsverbot (Art. 7 ff. MAR)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Entwicklung + Rechtsgrundlagen
   - Vorbild: Section 10 Securities Exchange Act 1934 (USA)
   - Insiderrichtlinie 1989
   - Einführung des WpHG durch 2. FinanzmarktfördG 1994
     - vorher: freiwillige Händler- und Beraterregeln
   - Marktmissbrauchsrichtlinie 2003
   - Umsetzung im AnSVG 2004 (§§ 12 ff. WpHG a.F.)
     - Terminologie: Insider*information* statt Insider*tatsache*
     - Ausweitung der Verbotstatbestände
     - damals neu: Insiderverzeichnisse (§ 15b WpHG a.F., jetzt Art. 18 MAR)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Insiderhandelsverbot (Art. 7 ff. MAR)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Entwicklung + Rechtsgrundlagen
   - europäische Regelung durch die 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)
     - im Gegenzug Abschaffung der §§ 12 ff. WpHG a.F.
   - Literatur: *Klöhn*, AG 2016, 423; *Poelzig*, NZG 2016, 528

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Insiderhandelsverbot (Art. 7 ff. MAR)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Insiderhandelsverbot (Art. 7 ff. MAR)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Insiderhandelsverbot (Art. 7 ff. MAR)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

4. Verfolgungspraxis (BaFin-Bericht 2018, S. 135)

- 71 neue Insideruntersuchungen
  - zum Vergleich: 62 in 2017, 42 in 2016
  - Zunahme auf Einschaltung der BaFin durch Handelsüberwachungsstellen der Börsen zurückzuführen; reine Untersuchungen nach Insideranalyse 31 (zum Vergleich: 60 in 2017)
- in 19 Fällen Strafanzeigen gegen 63 Personen
  - zum Vergleich: 18 Fälle mit 40 Personen in 2017
- 1 Verurteilung im Strafbefehlsverfahren
  - zum Vergleich: 4 Strafbefehle in 2017, 1 Strafbefehl in 2016

Insiderhandelsverbot (Art. 7 ff. MAR)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Anwendungsbereich – Art. 2 MAR

(früher: Insiderpapiere i.S.v. § 12 WpHG a.F.)

- Finanzinstrumente i.S.v. Abs. 1 Unterabs. 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
- Treibhausemissionszertifikate i.S.v. Abs. 1 Unterabs. 2

Insiderhandelsverbot (Art. 7 ff. MAR)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Insiderinformation – Art. 7 MAR
   (früher: § 13 WpHG a.F.)
   - ➢ präzise Information
   - ➢ nicht öffentlich bekannt
   - ➢ Bezug zum Emittenten oder Insiderpapier
   - ➢ Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung
   - ⇨ Details oben Folien 72 f.
   - ⇨ <u>Achtung</u>: Eine Befreiung nach Art. 17 IV, V MAR (Folien 79 f.) hindert nicht das Vorliegen einer Insiderinformation

Verbotstatbestände (Art. 14 MAR)
(früher: § 14 WpHG a.F.)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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

Neu!

   - ➢ Verbot des Handels auf der Basis einer Empfehlung oder Verleitung (Folie 111), wenn die Person weiß oder wissen sollte, dass diese auf einer Insiderinformation beruht (Art. 8 III MAR)

Neu!

     - ⇨ Behörde muss die Kenntnis nicht beweisen

Verbotstatbestände (Art. 14 MAR)
(früher: § 14 WpHG a.F.)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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

= „Dritten zu empfehlen, Insidergeschäfte zu tätigen, oder Dritte dazu zu verleiten, Insidergeschäfte zu tätigen“

- ❖ die ursprüngliche Verwendung des Wortes „anstiften“ war bereits i.S.v. „verleiten“ gemeint (englisch: „induce“); später Korrektur des Wortlauts

- ➢ 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

Verbotstatbestände (Art. 14 MAR)
(früher: § 14 WpHG a.F.)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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)

Verbotstatbestände (Art. 14 MAR)
(früher: § 14 WpHG a.F.)

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

3. Ausnahmen
   - Aktienrückkaufprogramme + Kursstabilisierung (Art. 5 MAR)
     - Details auf Folie 130
   - Legitime Handlungen (Art. 9 MAR)
   - Journalistenprivileg (Art. 21 MAR)

Insiderhandelsverbot – Sanktionen

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Straftatbestände – § 119 III WpHG

   (bis zum 2. FiMaNoG: § 38 III WpHG; noch früher § 38 I 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)

   - ❖ BVerfG ZIP 2018, 1126: keine Strafbarkeitslücke bei Umstellung auf MAR

Insiderhandelsverbot – Sanktionen

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Verwaltungsrecht

   - Anordnungsbefugnisse der BaFin nach § 6 Abs. 6 - 10 WpHG
     (bis zum 2. FiMaNoG: § 4 Abs. 3h - 3k 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 (früher § 14 WpHG a.F.) kein Schutzgesetz
      (a.A. für das neue Recht *Beneke/Thelen*, BKR 2017, 12)

      ⇨ keine Kausalität zwischen Verstoß und eventuellem Schaden

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Insiderhandelsverbot – Prävention

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Systeme zur Vorbeugung/Aufdeckung von Marktmissbrauch und Anzeigepflicht (Art. 16 MAR, ergänzend § 23 WpHG)
   - <u>Adressat</u>: Betreiber von Märkten und Handelsplätzen, Wertpapierdienstleister
   - <u>Sachverhalt</u>: Verdacht auf Insidergeschäfte + Marktmanipulation
   - Ordnungswidrigkeit bei Unterlassen (§ 120 Abs. 15 Nr. 3 - 5 WpHG)

2. Führung von Insiderlisten (Art. 18 MAR, früher § 15b WpHG a.F.)
   - <u>Personen</u>: 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) ⇨ Folie 62

4. Organisationspflichten für Wertpapierdienstleister (§ 80 WpHG)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR) – Grundlagen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

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)
     - geringe praktische Bedeutung (keine Verurteilung bis 1986)
   - 4. FinanzmarktfördG
     - Einstellung in § 20a WpHG (arg.: Marktverhaltensrecht)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR) – Grundlagen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Entwicklung + Rechtsgrundlagen
   - Marktmissbrauchsrichtlinie 2003
     - Einführung eines TB der Marktmanipulation (Art. 1 Ziff. 2)
   - Durchführung-RiLi 2003/124/EG der Kommission
     - u.a. Begriffsbestimmung der Marktmanipulation
   - Durchführung-RiLi 2004/72/EG der Kommission
     - u.a. Beurteilung der Zulässigkeit von Marktpraktiken
   - Umsetzung im AnSVG 2004
     - Anpassung des § 20a WpHG
     - Neu: MaKonV (≠ KuMaKV ⇨ Ablösung u.a. durch VO ☹)
   - Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission
     - Ausnahmen für Rückkaufprogramme + Kursstabilisierung

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR) – Grundlagen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Entwicklung + Rechtsgrundlagen
   - Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 vom 16. April 2014 = market abuse regulation (MAR)
     - unmittelbar anwendbare europäische Regelung
     - grundsätzlich auf Vollharmonisierung angelegt
     - Ergänzung durch die Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 der Kommission vom 17. Dezember 2015
   - Richtlinie 2014/57/EU über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie; CRIM-MAD)
   - Deutschland: Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz (1. FiMaNoG)
     - Abschaffung der nationalen Regelung in § 20a WpHG
     - Inkrafttreten im Juli 2016
   - Literatur zum heutigen Recht: *Schmolke*, AG 2016, 434; *Poelzig*, NZG 2016, 528

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR) – Grundlagen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Praktische Fälle (veröffentlicht in den jährlichen BaFin-Berichten)
   - gegenläufige Kauf- und Verkaufsaufträge (*wash sales*)
   - 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
   - manipulative Cold IPOs (Ankündigung der Wiederbelebung eines Börsenmantels)

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR) – Grundlagen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

3. Verfolgungspraxis (BaFin-Bericht 2018, S. 133)

- 149 neue Untersuchungen
  - zum Vergleich: 226 in 2017, 272 in 2016
- in 77 Fällen Strafanzeigen gegen 124 Personen
  - zum Vergleich: 121 Fälle mit 197 Personen in 2017, 106 Fälle mit 275 Personen in 2016
- 13 Verurteilungen (7 x nach Hauptverhandlung, 6 x im Strafbefehlsverfahren), 7 rechtskräftige Bußgelder
  - zum Vergleich: 19 Verurteilungen (4 x HV, 15 x Strafbefehl) und 7 rechtskräftige Bußgelder in 2017

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR) – Anwendungsbereich –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Personeller Anwendungsbereich

- Verbot ist an jedermann gerichtet
- Verstoß durch Verschweigen nur bei Rechtspflicht zur Information
  - Beispiele: Ad-hoc- oder Regelpublizität (s.o. Folien 59 ff.), §§ 10, 27, 35 WpÜG
  - Problem im neuen Recht: Wortlaut von Art. 12 I MAR: „Handlung“ ⇨ Ist die Tatbegehung durch Unterlassen zukünftig ausgeschlossen?
    - bejahend *Sajnovits/Wagner*, WM 2017, 1189 ff.: sogar rückwirkender Fortfall der Strafbarkeit (⇨ Folien 131 f.) wegen Anwendung des günstigeren Strafgesetzes

⇨ *Fall Nr. 6 – IKB, Frage 3*

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)
– Anwendungsbereich –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Sachlicher Anwendungsbereich
   - 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
   - Treibhausemissionszertifikate i.S.v. Art. 2 I (2) MAR
   - Waren-Spot-Kontrakte + Derivate dazu i.S.v. Art. 2 II a, b MAR
   - Referenzwerte (Art. 2 II c MAR)
     - Reaktion auf den LIBOR-Skandal

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)
– Verbotstatbestände –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

Früher: Differenzierung in zwei Grundtatbestände in § 20a WpHG

1. Informationsgestützte Manipulation (§ 20a I 1 Nr. 1 WpHG)
   - Beispiel: BGH AG 2011, 702: Vermittlung fehlerhaften Eindrucks von der Betroffenheit der IKB durch die Subprime-Krise in Pressemitteilung
   - Beispiel: OLG Stuttgart ZIP 2014, 1829, 1834 (Zulassung der Anklage im Fall Porsche): irreführende Angaben über den geplanten Ausbau der Beteiligung an VW; Freispruch vor dem LG Stuttgart am 18.3.2016 – 13 KLs 159 JS 69207/09

2. Handelsgestützte Manipulation (§ 20a I 1 Nr. 2 WpHG)
   - Durchführung effektiver Geschäfte und Kauf-/Verkaufsaufträge
     - OLG Stuttgart ZIP 2012, 426, 427: auch Limit-Orders
   - Konkretisierung in § 3 MaKonV:

     z.B. kein Wechsel wirtschaftlichen Eigentums (*wash sales*)
     - Beispiele: EuGH ZIP 2007, 1207 (Georgakis); OLG Stuttgart ZIP 2012, 426

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)
– Verbotstatbestände –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

Früher zusätzlich: Offener Tatbestand für andere Verhaltensweisen:

3. Sonstige Täuschungshandlung (§ 20 a I 1 Nr. 3 WpHG)

- Eignung, nicht Absicht der Kursbeeinflussung erforderlich
- **Problem**: verfassungsrechtlicher Bestimmtheitsgrundsatz
  - BGHSt 48, 373 = ZIP 2003, 2354 (Sascha Opel): „sonstige" Täuschungshandlung ⇨ Bezug zu Nr. 1 + 2; „Täuschung" = bekanntes Tatbestandsmerkmal
    offen nunmehr BGH ZIP 2016, 1334 (Rn. 17)
  - BGH ZIP 2016, 1334
    Konkretisierung durch eine am Inhalt der Marktmissbrauchs-Richtlinie 2003/6/EG + Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG orientierte Auslegung

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)
– Verbotstatbestände –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

3. Sonstige Täuschungshandlung (§ 20 a I 1 Nr. 3 WpHG)

- **Problem**: § 20a V WpHG ⇨ Konkretisierung durch § 4 MaKonV
  - BVerfG: gewisse Spezifizierung durch Verordnung möglich
- Spezialfall: *Scalping* (BGHSt 48, 373: Sascha Opel; BGH ZIP 2016, 1334)
  - = Erwerb eines Privatbestandes, dann Kaufempfehlung ⇨ Kursanstieg, anschließend Verkauf des Privatbestandes
  - LG Stuttgart: Verstoß gegen Insiderhandelsverbot
  - BGH: Manipulations-, nicht Insiderdelikt
    - eigene Empfehlungsabsicht ≠ Insiderinformation (Drittbezug)
    - Kaufempfehlung ⇨ konkludente Erklärung, dass Empfehlung nicht durch ein privates Interesse beeinflusst ist
  - *Klöhn*, Beilage zu ZIP 22/2016, S. 44 ff.: Drittbezug für Insiderinformation nicht erforderlich; i.E. gleichwohl kein Insiderdelikt

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)
– Verbotstatbestände –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

Problem: fehlende inhaltliche Systematisierung des Art. 12 I MAR

⇨ Trennung in handelsgestützte Manipulation (Varianten a + b) und informationsgestützte Manipulation (Varianten c + d)?

⇨ Problem: partielle Überschneidungen (z.B. „jede andere Handlung“, „jegliche sonstige Tätigkeit“ in Varianten a + b; „sonstige Handlungen“ in Variante d) ⇨ neue Systematisierung (*Schmolke*, AG 2016, 434, 441 ff.)

1. 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

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)
– Verbotstatbestände –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. 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
3. 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)
– Verbotstatbestände –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

4. Spezifisches Manipulationsobjekt (Art. 12 I d MAR)
   - Manipulation eines Referenzwertes i.S.v. Art. 2 II c MAR (sog. Benchmark-Manipulation)
   - Mittel: falsche Information oder sonstige manipulative Handlung
   - subjektive Voraussetzung:
     - bei falscher Information: Wissen oder Wissenmüssen, dass die Information falsch oder irreführend ist
     - bei sonstiger Handlung setzt die Manipulation wohl Vorsatz voraus
5. Streitig: allgemeines kapitalmarktrechtliches Vorsatzerfordernis
   - wegen differenzierenden Normtextes wohl nicht mehr zu fordern
   - Strafbarkeit setzt Vorsatz voraus ⇨ Folie 131
   - Bußgeld setzt mindestens leichtfertige Begehung voraus ⇨ Folie 133

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)
– Ausnahmen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Zulässige Marktpraxis (Art. 13 MAR)
   - Ausnahme nur für die Variante a des Art. 12 I MAR
   - Anerkennung durch die BaFin erforderlich
2. Aktienrückkaufprogramme + Kursstabilisierung
   - früher: Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission
   - jetzt: Ausnahme in Art. 5 MAR (gilt auch für Insiderhandelsverbot)
     - Aktienrückkaufprogramme (Art. 5 I - III MAR)
     - Kursstabilisierung ⇨ „Kurspflege“/„Marktpflege“ (Art. 5 IV, V MAR)
       - Bedeutung insbesondere bei IPO (s.o. Folie 28)
       - Ausgleich zufälliger Schwankungen z.B. durch *flipping* = *stagging* (Zeichnung + sofortiger Verkauf)
       - Anreiz von Emittenten + Emissionsbanken zum Börsengang
3. Journalistenprivileg (Art. 21 MAR)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR) – Sanktionen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Straftat – § 119 I Alt. 2 WpHG

(bis zum 2. FiMaNoG: § 38 I Nr. 2 WpHG, noch früher § 38 II WpHG)

- vorsätzliches Handeln erforderlich
- tatsächliche Kursbeeinflussung erforderlich (⇔ Eignung)
  - LG München I NJW 2003, 2328, 2330 (EM.TV): rechtspolitische Kritik
  - BGH NJW 2004, 302, 305 (Sascha Opel): keine überspannten Anforderungen
  - EuGH ZIP 2011, 1408: (sehr) kurzer Zeitraum der Kursveränderung reicht
  - OLG Stuttgart ZIP 2012, 426: Einwirkung auf einen Einzelkurs ist ausreichend
  - BGHSt 59, 80 = ZIP 2014, 513: Einwirkung auf einen zuvor schon vorhandenen Börsenkurs i.S.v. § 24 BörsG (nicht: Geldkurs) erforderlich; Einwirkung, wenn dieser Kurs künstlich, d.h. gegen die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse am Markt, erhöht, abgesenkt oder auch nur stabilisiert wird; die Manipulation eines ebenfalls manipulierten Börsenkurses reicht aus

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR) – Sanktionen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Straftat – § 119 I Alt. 2 WpHG

(bis zum 2. FiMaNoG: § 38 I Nr. 2 WpHG, noch früher § 38 II WpHG)

- tatsächliche Kursbeeinflussung erforderlich (Fortsetzung)
  - BGH ZIP 2016, 1334 (Rn. 25) zum Scalping: Anstieg von Umsatz und Käuferzahlen um mindestens das Doppelte nach Versendung einer Stellungnahme, mit der das Potential von Aktien gepriesen wird
- <u>Problem</u>: (rückwirkender) Fortfall der Strafbarkeit einer Marktmanipulation durch Unterlassen, insbes. durch fehlende Ad-hoc-Mitteilung (Folie 116)?
  - bejahend *Sajnovits/Wagner*, WM 2017, 1189 ff.
  - differenzierend die Lösung zu *Fall Nr. 6 – IKB, Frage 3*
- § 119 I Alt. 1 WpHG (bis zum 2. FiMaNoG: § 38 I Nr. 1 WpHG) betrifft Manipulationen i.S.v. § 25 WpHG (bis zum 2. FiMaNoG: § 12 WpHG)
  - Waren, [Emissionsberechtigungen,] ausländische Zahlungsmittel (= Handelsobjekte außerhalb des harmonisierten Bereichs)

Verbot der Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)
– Sanktionen –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Ordnungswidrigkeit – § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG)
   (bis zum 2. FiMaNoG: § 39 Abs. 3d Nr. 2 WpHG
   - bei natürlicher Person Auffangtatbestand bei fehlendem Vorsatz (Leichtfertigkeit genügt) und/oder fehlender tatsächlicher Kursbeeinflussung + Sanktion gegenüber juristischen Personen und Personenvereinigungen
   - bei natürlicher Person: Geldbuße bis 5 Mio. € – § 120 Abs. 18 S. 1 WpHG
     (bis zum 2. FiMaNoG: § 39 Abs. 4a S. 1 WpHG)
   - bei juristischer Person oder Personenvereinigung: Geldbuße bis zum höheren der Beträge von 15 Mio. € und 15 % des Gesamtumsatzes, den die juristische Person oder Personenvereinigung im letzten Geschäftsjahr erzielt hat – § 120 Abs. 18 S. 2 Nr. 1 WpHG
     (bis zum 2. FiMaNoG: § 39 Abs. 4a S. 2 Nr. 1 WpHG)
2. Zivilrecht
   - Schadensersatz gemäß § 823 II BGB ?
     - BGHZ 192, 90 = ZIP 2012, 318 (Rn. 19 ff.) – IKB: § 20a WpHG a.F. ist kein Schutzgesetz (Argument.: sonst Aushöhlung des § 26 III WpHG
       (bis zum 2. FiMaNoG: § 15 III WpHG; noch früher § 15 VI WpHG)

Marktaustritt

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

Delisting	„Kaltes Delisting“	Rücknahme und Widerruf
⇩	⇩	⇩
Rückzug von der Börse auf Antrag des Emittenten	Automatische Beendigung ohne Antrag des Emittenten	Rückzug von der Börse durch behördliche Entscheidung
§ 39 II - VI BörsG	(z.B. bei Verschmelzung)	§ 39 I BörsG
⇕		§§ 48, 49 VwVfG
Börsenpräsenz-reduktion		

Delisting

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Früher: Lösung im Gesellschaftsrecht

- *Bitter/Heim*, Gesellschaftsrecht, 5. Aufl. 2020, § 3 Rn. 95

a) Erster Schritt: Frage nach Anwendbarkeit der Holzmüller-Doktrin

(vgl. BGHZ 83, 129 [Holzmüller]; ferner BGHZ 159, 30 [Gelatine])

b) Zweiter Schritt: BGHZ 153, 47 = NJW 2003, 1032 – Macrotron

- **Zuständigkeit der Hauptversammlung**
  Zwar kein Holzmüller-Fall, da keine Veränderung der inneren Struktur der AG; keine Verwässerung des Vermögenswertes oder des relativen Beteiligungsrechts; keine Mediatisierung der Mitwirkungsrechte.

  Aber: HV-Beschluss mit einfacher Mehrheit wegen Beeinträchtigung des Aktieneigentums durch Reduzierung der Verkehrsfähigkeit

- **Erforderlichkeit eines Abfindungsanspruchs**
  Kapitalmarktrecht damals unzureichend (arg.: Kursverfall nach Entscheidung über Delisting); Überprüfung der Angemessenheit im Spruchverfahren (analog §§ 305 V, 306 AktG, 305 ff. UmwG)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Delisting

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Früher: Lösung im Gesellschaftsrecht

- Keine Anwendung der Macrotron-Grundsätze beim Wechsel vom amtlichen Markt in das Segment M:access der Börse München bzw. den Entry Standard der Börse Frankfurt
- OLG München ZIP 2008, 1137 = WM 2008, 1602 (M:access)
- KG ZIP 2009, 1116 + OLG Bremen ZIP 2013, 821 (Entry Standard)

c) Dritter Schritt: BVerfGE 132, 99 = ZIP 2012, 1402

Schutz der Minderheitsaktionäre beim Delisting nicht erforderlich, weil der Widerruf der Börsenzulassung für den regulierten Markt den Schutzbereich des Eigentumsgrundrechts aus Art. 14 GG nicht berührt.

d) Vierter Schritt: BGH ZIP 2013, 2254 – Frosta

Aufgabe der Macrotron-Grundsätze: kein Hauptversammlungsbeschluss und kein Abfindungsangebot beim Delisting erforderlich

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Delisting

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

2. Heute: Lösung im Kapitalmarktrecht

a) Problem: Ankündigung eines Delistings hat durchaus bedeutsame Konsequenzen für den Aktienkurs

- ❖ *Bayer/Hoffmann*, AG Sonderheft 10/2015, S. 19 ff.

b) Neu: § 39 II bis VI BörsG nach Maßgabe des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie (BGBl. I 2015 S. 2029)

- ➢ keine Zuständigkeit der Hauptversammlung
- ➢ aber grundsätzliche Erforderlichkeit eines Erwerbsangebots der Emittentin nach dem WpÜG gegen Barabfindung
- ➢ Geltung auch beim Downlisting (in den Freiverkehr)
- ❖ *Söhner*, ZIP 2015, 2451, 2459; *Bungert/Leyendecker-Langner,* ZIP 2016, 49 ff.
- ❖ VG Düsseldorf ZIP 2015, 1733: Antragsbefugnis des Anlegers gegen Widerruf der Börsenzulassung zum regulierten Markt (str.; a.A. z.B. VG Frankfurt ZIP 2013, 1886)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

„Kaltes Delisting“

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

1. Begriff: Verschmelzung / Umwandlung einer börsennotierten AG auf / in ein nicht börsennotiertes Unternehmen

- ➢ Börsenzulassung endet automatisch

2. Problem: Umgehung des § 39 II BörsG?

- ➢ h.M. (–), da ¾-Mehrheit in HV erforderlich + umwandlungsrechtlicher Minderheitenschutz (Problem: AG/KGaA als Zielgesellschaft)
- ⇔ Übertragende Auflösung = Übertragung des Gesamtvermögens durch Asset-Deal auf neue Gesellschaft + Liquidation der börsennotierten AG (in der Praxis selten)

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

– Ende –

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

© 2020
Prof. Dr. Georg Bitter
Universität Mannheim
Lehrstuhl für Bürgerliches Recht,
Bank- und Kapitalmarktrecht, Insolvenzrecht
Schloss, Westflügel W 241/242
68131 Mannheim
www.georg-bitter.de

Zentrum für Insolvenz und Sanierung an der Universität Mannheim e.V. (ZIS)
www.zis.uni-mannheim.de

Anhang: Änderungen durch die ProspVO

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

- mehr Ausnahmetatbestände (Art. 1 III (1), IV, Art. 3 II ProspVO)
  - Art. 3 II optional durch EUProspVOAnpG bereits in § 3a WpPG umgesetzt (vgl. *Poelzig*, BKR 2018, 357)
- sog. einheitliches Registrierungsformular für Daueremittenten (Art. 9 ProspVO)
- ein- oder dreiteiliger Prospekt (Art. 6 III (1) ProspVO)
  - Zusammenfassung, Emittentenbeschreibung und Wertpapierbeschreibung; Verweise möglich ⇨ mehr Flexibilität erhofft
  - Zusammenfassung (Art. 7 ProspVO): kürzer, prägnanter und leichter verständlich; orientiert an Basisinformationsblatt; max. sieben DIN A4-Seiten und max. 15 Risikofaktoren

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim

Anhang: Änderungen durch die ProspVO

MANNHEIM BUSINESS SCHOOL

- für Sekundäremission vereinfachter Prospekt (Art. 14 ProspVO)
- Sonderform: EU-Wachstumsprospekt für KMU (Art. 15 ProspVO)
- Prospektbilligungsverfahren (Art. 20 ProspVO)
- weitere Ausgestaltung
  - durch delegierte Rechtsakte (Technical Advice der ESMA)
  - durch Leitlinien der ESMA

© 2020 Professor Dr. Georg Bitter / Dr. Dimitrios Linardatos – Universität Mannheim