

Einheit 8: Ad-hoc-Publizität

13. Januar 2017

Rechtlage seit
dem 3.7.2016



Organisatorisches:

Terminverlegung Börsen- und Kapitalmarktrecht:

- 11.11.2016 → Do., 26.1., 17:00 Uhr s.t., Schellingstr. 3, Raum S 006
- 23.12.2016 → Do., 2.2., 18:00 Uhr s.t., Hauptgebäude, Raum M 001

Link zu den Podcasts dieser Vorlesung:

<https://cast.itunes.uni-muenchen.de/vod/playlists/QC1yw0AhTx.html>

Aktueller Veranstaltungshinweis:

ROADSHOW

Manager im Visier: Strafrecht, Haftung, Vergütung – Ein anwaltlicher Praxisbericht

26. Januar 2017 in München

Sie überlegen, ob die Tätigkeit in einer
Wirtschaftskanzlei das Richtige für Sie ist?

Wir zeigen Ihnen, wie Ihre Zukunft in einer inter-
nationalen Wirtschaftskanzlei aussehen kann, und
stellen uns und unsere Tätigkeit vor.

Dazu laden wir Sie herzlich zu unserem Vortrag
„**Manager im Visier: Strafrecht, Haftung,
Vergütung – Ein anwaltlicher Praxisbericht**“
in unser Münchner Büro (Leopoldstraße 8-10,
80802 München) mit anschließendem Abendessen ein.



Bitte schicken Sie Ihre Anmeldung inklusive
Lebenslauf bis zum 22. Januar 2017 an:

Stefanie Herr

Personalreferentin

Telefon +49 89 383388 404

stefanie.herr@hengeler.com

Weitere Informationen unter:

www.hengeler.com/karriere/veranstaltungen

Aktueller Veranstaltungs- hinweis:

ALLES ÜBER FRESSEN UND GEFRESSEN WERDEN: DER M&A WORKSHOP 2017

10./11. MÄRZ 2017 IN MÜNCHEN:
MELDEN SIE SICH BIS ZUM 13. FEBRUAR 2017 AN.

ANGREIFER, VERTEIDIGER, FINANZINVESTOREN UND HEDGE FUNDS. ANHAND VON FALLBEISPIELEN LERNEN REFERENDARE, DOKTORANDEN UND BERUFS-EINSTEIGER (M/W) ZUSAMMEN MIT UNSEREM TEAM, WIE MAN ÖFFENTLICHE ÜBERNAHMEN VORBEREITET, STRUKTURIERT UND SICH DAGEGEN VERTEIDIGT.

INFORMATIONEN UND ANMELDUNG UNTER:
KARRIERE.KIRKLAND.COM

KIRKLAND & ELLIS INTERNATIONAL LLP

CORPORATE | M&A | PRIVATE EQUITY | CAPITAL MARKETS | RESTRUCTURING | FINANCE | TAX

PART OF THE BUSINESS

BEIJING | CHICAGO | HONG KONG | HOUSTON | LONDON | LOS ANGELES | MUNICH | NEW YORK | PALO ALTO | SAN FRANCISCO | SHANGHAI | WASHINGTON, D.C.

Gliederung der heutigen Veranstaltung

- I. Allgemeines
- II. Einzelne Publizitätspflichten
- III. Art und Ablauf der Ad-hoc-Mitteilung
- IV. Rechtsfolgen bei Verstößen



I. Allgemeines

- **§ 15 WpHG**: Ad-hoc-Mitteilungspflichten
- **§ 15 VI 1 i.V.m. §§ 37b, 37c WpHG**: Schadensersatzpflicht der Emittenten
- **§ 39 WpHG**: Ordnungswidrigkeit

- Seit dem **3.7.2016**: MarktmissbrauchsVO (MM-VO, MAR, Nr. 596/2014)
- Marktmissbrauchs-RiL 2014/57/EU:
 - Ergänzt die MAR um strafrechtliche Sanktionen
 - Umsetzungsfrist endet am 3.7.2016

I. Allgemeines

- Zentral für die Ad-hoc-Mitteilungspflicht ist der Begriff der **Insiderinformation** i.S.d. Art. 7 I MAR, siehe Art. 17 I UAbs. 1 MAR.
- Ziel der Ad-hoc-Mitteilungspflicht ist die **Steigerung der Informationseffizienz**.
- Systematischer Zusammenhang mit den Insider-verböten. **Insiderhandlungen** sind auf den Zeitraum bis zur Veröffentlichung der Information begrenzt. M.a.W.: Die **Zeitspanne**, in der die Insiderverböte (Art. 14 MAR) gelten, endet i.d.R. mit der Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung.

II. Einzelne Publizitätspflichten

Die Regelung des **Art. 17 MAR** enthält zwei Veröffentlichungspflichten:

- 1. Allgemeine Veröffentlichungspflicht,
Art. 17 I UAbs. 1 MAR**
- 2. Weitergabe von Insiderinformationen,
Art. 17 VIII MAR**

Die bis zum 2.7.2016 in § 15 II 2 WpHG a. F. geregelte Pflicht zur Berichtigung unwahrer Informationen ist in dieser Form entfallen (s. u.).

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

a) Tatbestand

(1) Insiderinformation i.S.d. § 13 WpHG

(2) Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten

- **Nicht ausreichend**, dass die Insiderinformation nur das Finanzinstrument *unmittelbar*, den Emittenten aber nur *mittelbar* betrifft.
- **Regelbeispiel** in § 15 I 3 WpHG
- Begriff des **Tätigkeitsbereichs** umfasst Geschäftsabschlüsse, Beschlüsse des Vorstands/Aufsichtsrats, personelle Veränderung im Vorstand/Aufsichtsrat, Strukturmaßnahmen, Squeeze-Out etc.

Eine **Insiderinformation** nach **Art. 7 I lit. a MAR** setzt voraus, dass die Information den Emittenten oder ein Finanzinstrument „**direkt oder indirekt**“ betrifft. Zu **Ad-hoc-Mitteilungen** sind die Emittenten gemäß **Art. 17 I MAR** aber nur insoweit verpflichtet, als die Insiderinformation sie „**unmittelbar**“ betrifft.

(2) **Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten**

- **Nicht ausreichend**, dass die Insiderinformation nur das Finanzinstrument *unmittelbar*, den Emittenten aber nur *mittelbar* betrifft.
- **Regelbeispiel in § 15 I 3 WpHG**
- Begriff des **Tätigkeitsbereichs** umfasst Geschäftsabschlüsse, Beschlüsse des Vorstands/Aufsichtsrats, personelle Veränderung im Vorstand/Aufsichtsrat, Strukturmaßnahmen, Squeeze-Out etc.

Eine **Insiderinformation** nach **Art. 7 I lit. a MAR** setzt voraus, dass die Information den Emittenten oder ein Finanzinstrument **„direkt oder indirekt“** betrifft. Zu **Ad-hoc-Mitteilungen** sind die Emittenten gemäß **Art. 17 I MAR** aber nur insoweit verpflichtet, als die Insiderinformation sie **„unmittelbar“** betrifft.

- (2) **Unmittelbar** **Art. 17 MAR** enthält zwar **keine** **Regelbeispiele** mehr. In der Sache dürfte aber nicht anders zu entscheiden sein.
- **Nicht aus** nur das Finanzinstrument des Emittenten aber **unmittelbar** betrifft.
 - **Regelbeispiel** in **§ 15 I 3 WpHG**
 - Begriff des **Tätigkeitsbereichs** umfasst Geschäftsabschlüsse, Beschlüsse des Vorstands/Aufsichtsrats, personelle Veränderung im Vorstand/Aufsichtsrat, Strukturmaßnahmen, Squeeze-Out etc.

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

a) Tatbestand

(1) Insiderinformation i.S.d. Art. 7 I, III MAR

(2) Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten

- Eine **Insiderinformation** nach **Art. 7 I lit. a MAR** setzt voraus, dass die Information den Emittenten oder ein Finanzinstrument „**direkt oder indirekt**“ betrifft.
- Zu **Ad-hoc-Mitteilungen** sind die Emittenten gemäß **Art. 17 I MAR** aber nur insoweit verpflichtet, als die Insiderinformation sie „**unmittelbar**“ betrifft.

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

Beispiel:

- Die A-AG plant – gemäß einem **Beschluss des Vorstands** – die **Übernahme der X-AG**. Die Aktien beider Gesellschaften sind zum Handel am organisierten Markt zugelassen.
- Der **Aufsichtsrat der A-AG** erteilt seine Zustimmung zur Abgabe eines Übernahmeangebots.
- Der Vorstand der A-AG übermittelt das Angebot an die X-AG.

Bestehen Mitteilungspflichten der A-AG?

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

Lösungshinweise:

1. Beschluss des Vorstands der A-AG?

- Vorausgesetzt, der Beschluss ist kursrelevant, liegt eine **Insiderinformation** i.S.d. Art. 7 I lit. a, III MAR vor.
- Diese ist nach **Art. 17 I UAbs. 1 MAR** zu publizieren.

2. Zustimmung des Aufsichtsrats der A-AG?

- Veröffentlichung nach **§ 34 i.V.m. § 10 I WpÜG**
- Gemäß **§ 34 i.V.m. § 10 VI WpÜG** entfällt die Mitteilungspflicht nach Art. 17 I UAbs. 1 MAR.

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

Lösungshinweise:

3. Eingang des Übernahmeangebots bei X-AG?

- Weder Entscheidung i.S.d. § 10 I 1 WpÜG noch Insiderinformation i.S.d. Art. 7 I lit. a, III MAR der A-AG
- Besteht eine Mitteilungspflicht der **X-AG** nach Art. 17 I UAbs. 1 MAR?
 - **Unmittelbare Betroffenheit** nicht nur der Aktien, sondern auch der X-AG selbst?
 - Kontrollerwerb wirkt sich auf **Stimmverhältnisse** in der X-AG aus (§§ 133, 134 AktG).
 - **Erg.:** Mitteilungspflicht der X-AG (+)

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

Sonderfall: Mitteilungspflicht im Konzern

- In der Praxis sind die Emittenten i.d.R. konzernverbundene Gesellschaften.
- Die **MAR** enthält **keine Sonderregelungen** für konzernverbundene Unternehmen.
- Daher stellt sich die Frage, unter welchen Voraussetzungen ein Umstand, der bei einer Konzerngesellschaft eintritt, andere Konzerngesellschaften trotz ihrer rechtlichen Selbstständigkeit **unmittelbar betrifft**.

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

Var. 1: Wann begründet ein Umstand bei der TochterG eine Mitteilungspflicht der MutterG?

- **Vss.:** unmittelbare Betroffenheit der Konzernmutter
- **Faustregel:** Mitteilungspflicht der Konzernmutter, wenn sie die Tochtergesellschaft in den **Konzernabschluss** aufnehmen muss, § 290 I 1 HGB.
- Dies gilt z. B. auch bei sog. Gemeinschaftsunternehmen (§ 310 HGB) und bloßen assoziierten Unternehmen (§ 311 HGB).

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

Var. 2: Wann begründet ein Umstand bei der MutterG eine Mitteilungspflicht der TochterG?

- Nach **h. M.** trifft die TochterG eine *eigenständige* Mitteilungspflicht, wenn auch sie Emittent (Art. 3 I Nr. 21 MAR) von Finanzinstrumenten (Art. 2, 3 I Nr. 1 MAR) ist und sie Kenntnis von dem Umstand hat.
- **Aber:** Auch die MutterG ist zur Mitteilung verpflichtet. Sobald diese erfolgt, ist die Information keine Insiderinformation mehr, sondern eine **öffentliche Information**.

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

a) Tatbestand

(1) Insiderinformation i.S.d. Art. 7 I, III MAR

**(2) Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten,
Art. 17 I UAbs. 1 MAR**

(3) Befreiungstatbestände

① Sondertatbestand für Kredit- und
Finanzinstitute, Art. 17 V, VI MAR

② Allgemeiner Befreiungstatbestand,
Art. 17 IV MAR

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

a) Tatbestand

(1) Insiderinformation i.S.d. Art. 7 I, III MAR

(2) Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten,
Art. 17 I UAbs. 1 MAR

(3) Befreiungstatbestände

① Sonderstatbestand für Kredit- und
Finanzdienstleistungen Art. 17 V, VI MAR

Gesetzgeberisches **Motiv**: Insbesondere bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen kann die Mitteilung von Zwischenschritten die Erreichung des **Ziels gefährden**. Daher dürfen die Emittenten von der Veröffentlichung (Art. 17 I UAbs. 1 MAR) zunächst absehen.

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

(3) Befreiungstatbestand des Art. 17 IV MAR

Befreiung nur unter drei Voraussetzungen:

- ① Befreiung ist zum Schutz berechtigter Interessen des Emittenten erforderlich, Art. 17 IV lit. a MAR
- ② Die verzögerte Mitteilung lässt keine Irreführung der Öffentlichkeit befürchten, Art. 17 IV lit. b MAR
- ③ Emittent kann die Vertraulichkeit der (Insider-)Information gewährleisten, Art. 17 IV lit. c MAR

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

(3) Befreiungstatbestand des Art. 17 IV MAR

Befreiung nur unter drei Voraussetzungen:

① Befreiung ist zum Schutz berechtigter Interessen des Emittenten erforderlich, Art. 17 IV lit. a MAR

② Die verzögerte Mitteilung lässt keine Irreführung der

Art. 17 IV lit. b MAR **Rechtsfolgen:** nur vorübergehende Befreiung mit Pflicht zur Nachholung (Art. 17 VII MAR)

③ Emittent kann durch (Insider-)Informationen zu leisten, Art. 17 IV lit. c MAR

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

(3) Befreiungstatbestand des Art. 17 IV MAR

Befreiung nur unter drei Voraussetzungen:

- ① Befreiung nur, wenn Schutz berechtigter Interessen erforderlich,

Nach **h. M.** tritt die Befreiung **nicht ipso iure** ein. Es bedarf vielmehr eines Beschlusses des Vorstands des Emittenten, den Befreiungstatbestand in Anspruch zu nehmen.

ng lässt keine

Rechtsfolgen: nur vorübergehende Befreiung mit Pflicht zur

- ③ Emittent kann die Nachholung (Art. 17 VII MAR) (Insider-)Informationen gewährleisten, Art. 17 IV lit. c MAR

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

(3) Befreiungstatbestand des Art. 17 IV MAR

- ① Befreiung ist zum Schutz berechtigter Interessen des Emittenten erforderlich
 - Präzisierung in ESMA-Leitlinien („Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen“, ESMA/2016/1478 DE v. 20.10.2016), siehe Art. 17 XI MAR.
 - **Abwägung:** Interesse des Emittenten an vorübergehender Geheimhaltung gg. Interesse des Kapitalmarkts an vollständigen Informationen
 - **Regelbeispiele** ESMA-Leitlinien, Rz. 8

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

(3) Befreiungstatbestand des Art. 17 IV MAR

- ② Die verzögerte Mitteilung lässt keine Irreführung der Öffentlichkeit befürchten
- Irreführung (+) bei Widerspruch zwischen der öffentlichen Wahrnehmung der Situation des Emittenten und der Insiderinformation, deren Mitteilung aufgeschoben wird.
 - **Vss.:** Am Markt muss bereits eine *konkrete* Meinung zu der Information bestehen; bloße Gerüchte genügen nicht.

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

(3) Befreiungstatbestand des Art. 17 IV MAR

- ② Die verzögerte Mitteilung lässt keine
Vorführung der Öffentlichkeit befürchten
- ... (+) bei Widerspruch zwischen

Präzisiert in den **ESMA-Leitlinien**
(„Aufschub der Offenlegung von
Insiderinformationen“, ESMA/2016/1478
DE v. 20.10.2016), Rz. 9.

- **VSS.** Am Markt muss bereits eine *konkrete* Meinung zu der Information bestehen; bloße Gerüchte genügen nicht.

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

(3) Befreiungstatbestand des Art. 17 IV MAR

- ③ Emittent kann die Vertraulichkeit der (Insider-)Information gewährleisten
 - *Präzisierung in § 7 WpAIV, siehe § 15 VII 1 Nr. 3 WpHG a. F.*
 - *Emittent muss (nur) die in § 7 Nr. 1, 2 WpAIV genannten **Vorkehrungen** treffen.*
 - Keine Pflicht, in Insiderverzeichnissen genannte Personen erneut (Art. 18 II MAR) über Verschwiegenheitspflicht zu belehren.

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

(3) Befreiungstatbestand des Art. 17 IV MAR

③ Emittent kann die Vertraulichkeit der (Insider-)Information gewährleisten

- *Präzisierung in § 7 WpAIV, siehe § 15 VII 1 Nr. 3 WpHG a. F.*

Emittent muss (nur) die in § 7 Nr. 1, 2 genannten **Vorkehrungen** treffen.

Die Pflicht, in Insiderverzeichnissen

benannte Personen erneut (Art. 18 II

2) über Verschwiegenheitspflicht zu

führen.

Die **ESMA-Leitlinien** (ESMA/2016/1478 DE v. 20.10.2016) enthalten hierzu keine Ausführungen (Art. 17 XI MAR). Insoweit dient die fortgeltende WpAIV als Orientierungspunkt.

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

(3) Befreiungstatbestand des Art. 17 IV MAR

➤ Rechtsfolgen der Befreiung:

- Nur vorübergehend, d. h. sobald die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet ist, besteht die Pflicht, die Mitteilung unverzüglich **nachzuholen, Art. 17 VII MAR**
- **Str.**, ob die „Nacholungspflicht“ auch solche Informationen umfasst, die ursprünglich Insiderinformationen i.S.d. Art. 7 I MAR waren, denen im Zeitpunkt der Offenlegung nach Art. 17 VII MAR aber die Kursrelevanz fehlt.

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

Beispiel:

- Schuldner S der A-AG, deren Aktien zum organisierten Handel zugelassen sind, ist säumig.
- Die A-AG, deren Kredit erschöpft ist, gerät in Liquiditätsschwierigkeiten. Sie beginnt Verhandlungen mit der B-Bank über eine Ausweitung der Kreditlinie. Eine Mitteilung hierüber unterbleibt.
- Während der fortgeschrittenen Verhandlungen zahlt S.

Muss die A-AG ihre vorübergehenden, aber behobenen Liquiditätsschwierigkeiten noch mitteilen?

1. Allgemeine Mitteilungspflicht

Lösungshinweise:

- Nach **e. A.** ist der Emittent auch bei Fortfall der Kursrelevanz zur Mitteilung verpflichtet. Art. 17 VII MAR (§ 15 III 2 WpHG a. F.) sei eine **Rechtsfolgenverweisung** auf Art. 17 I MAR (§ 15 I 1 WpHG a. F.). Ausreichend sei daher, dass es sich um eine Insiderinformation gehandelt habe.
- Nach **wohl h. M.** besteht kein Interesse (mehr) an nicht mehr kursrelevanten Informationen. Art. 17 VII MAR (§ 15 III 2 WpHG a. F.) sei **Rechtsgrundverweisung**, so dass die Mitteilung nicht nachzuholen ist.

2. Weitergabe von Informationen

- Art. 17 VIII 1 MAR enthält zwei Pflichten: Der **Unterschied** besteht darin, ob die Insiderinformation **absichtlich (Alt. 1)** oder **nicht absichtlich (Alt. 2)** weitergegeben wird.
- Die Handlung, Insiderinformationen offenzulegen, entspricht dem Insiderverbot in **Art. 14 lit. c MAR**.
- Im **Unterschied zu Art. 17 I UAbs. 1 MAR** verzichtet Art. 17 VIII MAR auf die Einschränkung, dass die weitergegebene Insiderinformation den Emittenten **unmittelbar betreffen** muss. Es genügt auch ein nur mittelbarer Bezug.

2. Weitergabe von Informationen

- **Ziel:** Zeitraum, in dem die Insiderinformation offenbart wurde, soll möglichst kurz sein
- Mittel hierzu ist die **Ausweitung des Kreises der Offenlegungspflichtigen:** nicht nur Emittent, sondern auch **Dritte** (z. B. beratende Rechtsanwälte), die die Information weitergegeben haben.
- Nach Art. 17 VIII 2 MAR besteht ausnahmsweise keine Offenlegungspflicht, wenn derjenige, der Kenntnis erlangt hat, (gesetzlich oder vertraglich) zur **Vertraulichkeit verpflichtet** ist (z. B. BaFin-Mitarbeiter, Rechtsanwalt, Druck von Informationsmaterial).

3. Berichtigung unwahrer Informationen

- Wurde eine unwahre Information nach Art. 17 I UAbs. 1 MAR veröffentlicht, musste diese gemäß **§ 15 II 2 WpHG a. F.** in einer Korrekturmitteilung berichtigt werden.
- **Ziel:** Schutz des Kapitalmarktes vor unwahren Informationen („Infomationshygiene“)
- Dass die Veröffentlichungen richtig und vollständig sein müssen, implizieren die **§§ 37c, 39 III d Nr. 6 WpHG**. Eine Pflicht zur Berichtigung unwahrer Veröffentlichungen sieht Art. 17 MAR nicht ausdrücklich vor. Daher wird man eine **Pflicht zur Berichtigung** wohl nur noch annehmen können (Art. 17 I UAbs. 1 MAR), wenn die Berichtigung selbst den Tatbestand der Insiderinformation i.S.d. Art. 7 MAR erfüllt.

III. Art und Ablauf der Ad-hoc-Mitteilung

- Art. 17 I UAbs. 2 Satz 1, 3 MAR
- Regelinhalt nach § 4 I WpAIV a. F.
- **§ 4 I Nr. 4 WpAIV a. F.** erfordert eine detaillierte Darstellung aller **relevanten** Umstände
- Begrenzung auf **notwendige** Umstände; Ad-hoc-Mitteilung soll kein Marketinginstrument sein, Art. 17 I UAbs. 2 Satz 2 MAR
- **Veröffentlichung** nach Art. 17 I UAbs. 2 Satz 1 MAR i.V.m. Art. 21 Transparenz-RiL (elektronisches System, z. B. www.dgap.de) und auf der **Internetseite** des Emittenten (Art. 17 I UAbs. 2 Satz 3 MAR)

IV. Rechtsfolgen bei Verstößen

1. Ordnungswidrigkeiten

- Insbesondere § 39 III d Nr. 6-11 WpHG
- Auch bei Leichtfertigkeit, § 39 III d WpHG

2. Zivilrechtliche Schadensersatzpflicht

a) des Emittenten

b) der Vorstandsmitglieder

2. Zivilrechtliche Schadensersatzpflicht

Beispiel (BGH, ZIP 2004, 1593):

- Ad-hoc-Mitteilung der X-AG berichtet über Abschluss eines Auftrags im Umfang von 100 Mio. Euro.
- Aufgrund der Mitteilung erwirbt Anleger A 200 Aktien der X-AG zum Preis von je 12 Euro.
- Das tatsächliche Auftragsvolumen beträgt allerdings nur 20 Mio. Euro. Über 80 Mio. Euro besteht nur eine Option des Auftraggebers.
- Als die Option nicht ausgeübt wird, fällt die Aktie der X-AG auf 10 Cent.

Welche Ersatzansprüche stehen A zu?

2. Zivilrechtliche Schadensersatzpflicht

Beispiel

- Ad-hoc-Gesellschaften, die fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen veröffentlichen, im Zeitpunkt der Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen häufig insolvent sind. Daher erlangen die Ansprüche gegen die **Vorstandsmitglieder** besondere Bedeutung.
- Die Haftung der Vorstandsmitglieder besteht nur in der Funktion des Auftraggebers.
- Als die Option nicht ausgeübt wird, fällt die Aktie der X-AG auf 10 Cent.

Welche Ersatzansprüche stehen A zu?

2. Zivilrechtliche Schadensersatzpflicht

a) Ersatzpflicht des Emittenten

(1) Sonderregelungen in §§ 37b, 37c WpHG

- Hier inhaltliche fehlerhafte Meldung, daher **§ 37c I Nr. 1 WpHG**
- Haftungsausschluss in § 37c II WpHG
- **Str.** ist der Haftungsumfang:
 - **E. A.:** Übertragung der Wertpapiere Zug um Zug gegen Zahlung des Kaufpreises
 - **H. M.:** Schaden ist nur die Differenz zwischen Erwerbspreis und gegenwärtigem Kurs

2. Zivilrechtliche Schadensersatzpflicht

a) Ersatzpflicht des Emittenten

(1) Sonderregelungen in §§ 37b, 37c WpHG

- Hier inhaltliche fehlerhafte Meldung, daher

§ 37c I Nr. 1 WpHG

Haftungsausschluss in § 37c II WpHG

Umfang der Haftungsumfang:

A.: Übertragung der Wertpapiere Zug
gegen Zahlung des Kaufpreises

M.: Schaden ist nur die Differenz
zwischen Erwerbspreis und gegenwärtigem Kurs

(2) § 31 BGB analog

bzgl. der gegen
den Vorstand
bestehenden
Ansprüche

2. Zivilrechtliche Schadensersatzpflicht

a) Ersatzpflicht des Emittenten

(1) Sonderre

- Hier in § 37c I

Argument: **Art. 17 MAR** bezweckt nicht den Schutz der individuellen Anlageentscheidung, sondern **nur Funktionenschutz** (hier: Informationseffizienz); Wirkung zugunsten der Anleger ist nur **Reflex**.

(2) § 31 BGB analog

bzgl. der gegen den Vorstand bestehenden Ansprüche

A.: Übertragung der Wertpapiere Zug gegen Zahlung des Kaufpreises
M.: Schaden ist nur die Differenz zwischen Erwerbspreis und gegenwärtigem Kurs

2. Zivilrechtliche Schadensersatzpflicht

b) Ersatzpflicht der Vorstandsmitglieder

(1) Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung?

- Im **weiteren** Sinne? → Ein *konkretes* Vertrauensverhältnis i.S.d. § 311 II, III BGB ist nicht ersichtlich.
- Im **engeren** Sinne?
 - Ad-hoc-Mitteilung müsste ein **Prospekt im bürgerlich-rechtlich Sinn** sein.
 - Informiert nur über Einzelumstand; im Gegensatz zum Prospekt kein Gesamtbild von Emittent und Wertpapier.

2. Zivilrechtliche Schadensersatzpflicht

b) Ersatzpflicht der Vorstandsmitglieder

(2) § 823 II BGB i.V.m. Schutzgesetz?

Dieser Anspruch kommt überhaupt nur bei Vorsatz in Betracht, § 37c IV WpHG.

① Art. 17 MAR?

- Bezweckt nur Informationseffizienz, also Funktionsschutz, aber keinen Individualschutz; bloßer Reflex.

② § 400 I Nr. 1 AktG und § 264a I Nr. 1 StGB?

- Zwar jeweils auch Individualschutz bezweckt.
- Aber die Ad-hoc-Mitteilung ist keine (umfassende) Darstellung i.S.d. Vorschriften.

2. Zivilrechtliche Schadensersatzpflicht

b) Ersatzpflicht der Vorstandsmitglieder

(2) § 826 BGB?

- Veröffentlichung einer unrichtigen Ad-hoc-Mitteilung ist eine sittenwidrige Handlung
- **Vorsatz** in Bezug auf Unrichtigkeit und Schaden
- Eine **Individualisierung** der geschädigten Personen ist hierfür *nicht* erforderlich
- **Schaden**: Beeinträchtigung der wirtschaftlichen Selbstbestimmung (dazu sogleich)
- **Kausalität**: Zeichnung auf Grund der Mitteilung

2. Zivilrechtliche Schadensersatzpflicht

b) Ersatzpflicht der Vorstandsmitglieder

(2) § 826 BGB?

- **Str.** ist, worin der **Schaden** besteht.
- Weder § 826 BGB noch **§ 249 I BGB** setzen einen Vermögensschaden voraus. Schaden ist daher nicht nur die **Kursdifferenz**, sondern auch der sog. **Zeichnungsschaden** (BGH, NJW 2005, 2450 ff. – EM.TV)
- Ersatz dieses Nichtvermögensschadens umfasst Erstattung des **Erwerbspreises** Zug um Zug gegen Übertragung der Wertpapiere.

2. Zivilrechtliche Schadensersatzpflicht

b) Ersatzpflicht der Vorstandsmitglieder

(2) § 826 BGB?

- **Str.** ... worin der **Schaden** besteht.
- Weder § 826 BGB noch § 249 I BGB setzen

Dieser Anspruch besteht **analog § 31 BGB** auch gegen den Emittenten.

- ... (BGH, NJW 2005, 2450 ff. – EM.TV)
- Ersatz dieses Nichtvermögensschadens umfasst Erstattung des **Erwerbspreises** Zug um Zug gegen Übertragung der Wertpapiere.

Lesehinweise zur Vertiefung:

- *Fleischer*, DB 2004, 929 ff.
- *Grunewald/Schlitt*, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2014, § 14
- *Tollkühn*, ZIP 2004, 2215 ff.
- *Spindler/Speier*, BB 2005, 2013 ff.



LUDWIG-
MAXIMILIANS-
UNIVERSITÄT
MÜNCHEN

PD Dr. Timo Fest, LL.M. (Pennsylvania)
Börsen- und Kapitalmarktrecht

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

timo.fest@jura.uni-muenchen.de

