Ad-hoc-Publizität

Handbuch der Rechte und Pflichten von börsennotierten Unternehmen und Kapitalanlegern

von
Prof. Dr. Thomas M.J. Möllers, Franz Braun, Dr. Franz Clemens Leisch, Prof. Dr. Thomas M. J. Möllers, Klaus Rotter, Michael Schulte, Norbert Wilga

1. Auflage

Ad-hoc-Publizität – Möllers / Braun / Leisch / et al.
schnell und portofrei erhältlich bei beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

Thematische Gliederung:
Bank- und Börsenrecht

Verlag C.H. Beck München 2003

Verlag C.H. Beck im Internet:
www.beck.de
ISBN 978 3 406 50760 1
Inhaltsübersicht

1. Kapitel: Grundlagen .......................................................... 1
   § 1 Einführung .............................................................. 1
   § 2 Die Ad-hoc-Publizität im Gefüge der Unternehmenspublizität .... 12
   § 3 Geschichte und Schutzzweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht .... 30

2. Kapitel: Europäische Grundlagen und rechtsvergleichende Erfahrungen .... 51
   § 4 Europäische Vorgaben – Die EG-Richtlinien zur Ad-hoc-Publizität. 51
   § 5 Die Regelung der Ad-hoc-Publizität in anderen europäischen Rechtsordnungen. 83
   § 6 Die Entwicklung der Ad-hoc-Publizität in den USA. ................. 115

   § 7 Allgemeine Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität ................ 141
   § 8 Publizitätspflichtige Tatsachen ..................................... 158
   § 9 Die Ausnahme von der Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung . 203
   § 10 Art und Weise der Veröffentlichung .................................. 216

   § 11 Die verwaltungsrechtlichen Sanktionen ............................... 237
   § 12 Die strafrechtlichen Sanktionen ....................................... 247

5. Kapitel: Die zivilrechtliche Haftung ...................................... 271
   § 13 Haftungstatbestände für fehlerhafte Informationen am Kapitalmarkt nach geltendem Recht ........................................... 271
   § 14 Haftung des Unternehmens gem. den §§ 37 b, 37 c WpHG bei Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht ................................. 296
   § 15 Haftung von Vorständen und Unternehmen: Der deliktsrechtliche Haftungstatbestand des § 826 BGB ................................. 347
   § 16 Haftung von Vorständen und Unternehmen: Der Verstoß gegen Schutzgesetze, § 823 Abs. 2 BGB ................................. 385
   § 17 Vorschläge einer kapitalmarktrechtlichen Haftung nach künftigem Recht .................................................. 408

6. Kapitel: Verfahrensfragen .................................................. 423
   § 18 Prozessuale Besonderheiten bei Verfahren wegen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen: Klageerhebung, Beweisverfahren und Anspruchssicherung 423
   § 19 Bündelung gleichgerichteter Anlegerinteressen im Zivilprozess .......... 451
   § 20 Gruppenklage: Ausländische Vorbilder und deutsche Reformvorschläge .... 472

Anhang ................................................................................. 497

Stichwortverzeichnis ............................................................. 521
Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis .......................................................... XXXV
Literaturverzeichnis ............................................................... XLIII

1. Kapitel: Grundlagen ............................................................... 1

§ 1 Einführung (Möllers) ............................................................. 1
   I. Standortbestimmung .......................................................... 1
      1. „How to publish company news“ – der schwierige Umgang mit der Ad-hoc-Publizität .......................................................... 1
      2. Der Aufbau des Handbuchs ................................................ 5
         a) Der Regelungszweck der Norm und der Blick auf andere Staaten ........................................................................... 5
         b) Die Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität ........................................ 6
      c) Zur Sachrichtigkeit einer Haftung ........................................... 6
   II. Änderungen durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz (FFG) und weitere Überlegungen de lege ferenda ......................................... 7
      1. Änderungen durch das 4. FFG ................................................ 7
         a) Ad-hoc-Mitteilungen .......................................................... 7
         b) Novellierung der Vorschriften zum Verbot der Kurs- und Marktmanipulation, § 20a WpHG ............................................. 8
         c) Offenlegung der Geschäfte des Managements mit Wertpapieren des eigenen Unternehmens, § 15a WpHG ......................... 8
      2. Weitere geplante Änderungen ................................................ 8
         a) Die Börsen-Kommission vom August 2001 ................................ 8
         b) Kodex-Kommission vom Februar 2002 ................................... 9
         c) Der 64. Deutsche Juristentag vom September 2002 in Berlin ........ 10
         d) Der Finanzmarktförderungsplan 2006 ...................................... 11
         e) Ausweitung der Ad-hoc-Publizitätspflicht aufgrund der europäischen Marktnissbrauchs-Richtlinie 2003/6/EG ............................ 11
      3. Zwischenergebnis ............................................................... 12

§ 2 Die Ad-hoc-Publizität im Gefüge der Unternehmenspublizität (Möllers) ............................................................. 12
   I. Gesellschaftsrechtliche Publizität ............................................ 13
      1. Gründungspublizität .......................................................... 13
      2. Jahresabschluss, Lagebericht und Konzernabschluss .................... 13
         a) Lücken und Reformen durch KonTraG und KapAEG ................. 13
         b) Zwingende Einführung der International Accounting Standards (IAS) ........................................................................... 16
      3. Weitere gesellschaftsrechtliche Informationspflichten .................. 17
         a) Gesellschaftsrechtliche Beteiligungstransparenz ......................... 17
         b) Auskunftsrecht des Aktionärs ............................................... 17
         c) Jährliche Erklärungs pflicht zur Einhaltung des Corporate Governance- Kodex ............................................................... 18
   II. Kapitalmarktrechtliche Publizität ............................................. 19
      1. Going Public: Börsenübersichtsprospekt, Unternehmensbericht und Verkaufsprospekt ............................................................. 19
         a) Börsenübersichtsprospekt für Unternehmen, die im amtlichen Markt zugelassen sind ............................................................. 19
         b) Unternehmensbericht für Unternehmen, die im geregelten Markt zugelassen sind ............................................................. 21
         c) Verkaufsprospekt für den Freiverkehr ....................................... 22
Inhaltsverzeichnis

2. Zwischenberichtspflicht ................................................. 22
   a) Halbjährliche Zwischenberichtspflicht .......................... 22
   b) Quartalsberichtserstattung ...................................... 23
   c) Zwingende Quartalsberichtserstattung als Forderung de lege ferenda ...... 23
3. Ad-hoc-Mitteilungen, Insiderrecht und Regelpublizität .............. 24
   a) Anwendungsbereich ............................................. 24
   b) Ergänzungsfunktion zum Insiderrecht und zur Regelpublizität .......... 24
   c) Unterschiede zum Börsenprospekt und zur Regelpublizität .......... 25
4. Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz ........................ 25
5. Veröffentlichung und Mitteilung von Geschäften
   gem. § 15a WpHG (directors’ dealings) ............................ 26
6. Die Angebotsunterlage im Übernahmeverfahren ........................ 26
   a) Die einzelnen Pflichten .......................................... 26
   b) Abgrenzung zum Börsenprospekt ................................ 27
7. Investor Relations und sonstige Veröffentlichungen .................... 28
8. Zusammenspiel von gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen
   Publizitätspflichten .................................................. 29

§ 3 Geschichte und Schutzzweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht (Möllers) ...... 30
 I. Geschichte und rechtstatische Erfahrungen mit der Ad-hoc-
   Publizitätspflicht in Deutschland .................................... 30
   1. Der frühere § 44 einer BörsG ..................................... 30
2. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht im WpHG ................................ 30
   a) Der neu geschaffene § 15 WpHG .................................. 30
      aa) Die Fassung vom 1. 1. 1995 ..................................... 30
      bb) Die Fassung ab dem 1. 4. 1998 .................................... 32
   b) Rechtstatische Erfahrungen des BAW ............................ 32
      aa) Anzahl der Ad-hoc-Mitteilungen ............................... 33
      bb) Inhalt der Ad-hoc-Mitteilungen ............................... 33
      cc) Einschreiben des BAW: Rundschreiben und Ordnungs-
          widrigkeitenverfahren ........................................... 33
   c) Gerichtliche Verfahren .......................................... 34
   a) Reaktionen auf die Misstände am Kapitalmarkt durch den Gesetzgeber .. 36
   b) Änderungen .................................................... 37
      aa) Konkretisierung der Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität, 
          § 15 Abs. 1 S. 2–4 WpHG ....................................... 37
      bb) Schaffung einer spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlage für Schad-
          densersatzansprüche von Anlegern bei fehlerhaften Ad-hoc-Mitte-
          lungen, §§ 37b und 37c WpHG ................................... 37
II. Zu den Schutzzwecken kapitalmarktrechtlicher Informationspflichten ....... 38
  1. Regelungszweck der kapitalmarktrechtlichen Gesetze ................... 38
     a) Mängelstand; Anlegerschutz contra Funktionsfähigkeit des Kapital-
        marktes ............................................................ 38
     b) Stellungnahme: der Dualismus von Individual- und Institutionenschutz . 38
        aa) Europäische Richtlinien ....................................... 38
        bb) Rechtsvergleichung .......................................... 39
        cc) Deutsche Gesetze ........................................... 40
  2. Struktur und Schutzziele kapitalmarktrechtlicher Informationspflichten ...... 40
     a) Selbstbestimmte Investitionsentscheidung ........................ 40
        aa) Zur dogmatischen Begründung von Informationspflichten ........ 40
        bb) Informationspflichten von Banken ............................ 42
        cc) Die kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten .............. 43
     b) Anlegergleichbehandlung ....................................... 44
     c) Marktintegrität ............................................... 44
IX
Inhaltsverzeichnis

3. Regelungs- und Schutzzweck der Ad-hoc-Publizität .......................... 44
   a) Schutz der Funktionsfähigkeit des Marktes: Bekämpfung des Insider-
      handels, Schutz der Preiswahrheit und der Anlegergleichbehandlung .... 44
   b) Selbstbestimmte Investorententscheidung ........................................ 45
      aa) Bloßer Funktionsschutz der Ad-hoc-Publizität ............................... 45
      bb) Stellungnahme .............................................................................. 45
   III. Der Adressat kapitalmarktrechtlicher Informationen .................... 47
   1. Börsenprospekt, Angebotsunterlage und Zwischenbericht ................. 47
   2. Der Adressat der Ad-hoc-Publizität .................................................. 47
      a) Meinungsstand: Professioneller Anleger contra Kleinanleger ......... 47
      b) Stellungnahme: der durchschnittliche Anleger als Adressat der Publizität .
      aa) Wortlaut .................................................................................. 48
      bb) Historischer Wille ...................................................................... 48
      cc) Systematik ............................................................................... 50
      dd) Telos ...................................................................................... 50

2. Kapitel: Europäische Grundlagen und rechtsvergleichende Erfahrungen ... 51

§ 4 Europäische Vorgaben – Die EG-Richtlinien zur Ad-hoc-Publizität
(Schulte) .................................................................................................. 51
   I. Einleitung. ....................................................................................... 51
   1. Die Idee eines einheitlichen europäischen Kapitalmarktes ................. 51
      a) Ein einheitlicher europäischer Kapitalmarkt als integraler Bestandteil des
         Börsenmarktes ............................................................................. 51
      b) Der Aktionsplan der Kommission von 1999 zur Vollendung des bislang
         nur in Fragmenten bestehenden europäischen Kapitalmarktes ........ 52
      c) Das beschleunigte Rechtssetzungsverfahren zur Regulierung der euro-
         päischen Wertpapiermärkte .......................................................... 52
      d) Die Bedeutung des Gemeinschaftsrechts für das deutsche Kapitalmarkt-
         recht ............................................................................................ 53
      e) Die Bedeutung eines einheitlichen europäischen Kapitalmarktes für die
         Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft ......................... 54
   2. Die einzelnen Richtlinien zu den Publizitätspflichten börsennotierter
      Gesellschaften. .................................................................................. 55
   II. Die richtlinienkonforme Auslegung nationalen Rechts ..................... 56
   1. Das vom EuGH entwickelte Konzept der richtlinienkonformen Auslegung . 56
   2. Die Auslegungsmethoden im Gemeinschaftsrecht ............................ 57
      a) Die vom EuGH verwandten Auslegungsmethoden .......................... 57
      b) Die methodischen Besonderheiten der Auslegung von
         Gemeinschaftsrecht ...................................................................... 58
      c) Die besondere Bedeutung der historisch-teleologischen Auslegungs-
         methoden im Rahmen der richtlinienkonformen Auslegung ............. 58
   3. Die Rechtsfolgen der richtlinienkonformen Auslegung ....................... 59
   4. Die Grenzen der Pflicht zur richtlinienkonformen Auslegung .............. 59
      a) Grenzen aus Sicht des deutschen Rechts ...................................... 59
      b) Grenzen nach EG-Recht ............................................................... 60
   III. Die Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG vom 5. 3. 1979 ............ 60
   1. Hintergründe der Richtlinie ............................................................... 60
      a) Der Segrė-Bericht von 1966 ......................................................... 60
      b) Mindestharmonisierung der Zulassungsvoraussetzungen und Mindest-
         standards beim Anlegerschutz als Richtlinienziel ......................... 61
      c) Kompetenz der EG zur Vereinheitlichung der Börsenzulassungsvorschrif-
         ten ................................................................................................. 62
   2. Der Regelungsinhalt der Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG im Über-
      blick ............................................................................................... 62

X
Inhaltsverzeichnis

a) Anwendungsbereich der Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG .......................... 62
   aa) Persönlicher Anwendungsbereich ........................................... 62
   bb) Sachlicher Anwendungsbereich .............................................. 63
b) Schutzzweck der Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG .............................. 63
3. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht für Emittenten von Aktien und Schuldverschreibungen im amtlichen Handel .................................................. 65
   a) Der gemeinschaftsrechtliche Tatbestand der Ad-hoc-Publizitätspflicht für Emittenten von Aktien und Schuldverschreibungen ................................. 65
   b) Mitteilungspflichten gegenüber der Aufsichtsbehörde .......................... 65
   c) Die Veröffentlichungsmodalitäten ................................................. 66
   d) Der Tatbestellbegriff der Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG ............ 66
      aa) Begriffliche Diskrepanz zwischen dem beiden Tatbestandsmerkmalen „Information“ und „Tatsache“ .................................................... 66
      bb) Maßgeblichkeit des Begriffs der „Tatsache“ ................................ 66
      c) Neuigkeit und Erheblichkeit der Tatsache ................................... 67
      d) Kursbeeinflussungspotential der veröffentlichtspflichtigen Tatsache .......... 67
      e) Die öffentliche Bekanntgabe der Tatsache .................................. 68
      f) Die Auslegung von unbestimmten Rechtsbegriffen der Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG ......................................................... 69
IV. Die Insiderrichtlinie 89/592/EWG vom 13. 11. 1989 ........................................ 70
   1. Hintergründen der Richtlinie ...................................................... 70
      a) Uneinheitliche Rechtslage in den Mitgliedstaaten .............................. 70
      b) Die Ad-hoc-Publizitätspflicht als Prüfungsmaßnahme gegen den Insiderhandel ... 70
      c) Abkehr von der freiwilligen Selbstkontrolle hin zu einem gesetzlichen Insiderhandelverbot ......................................................... 71
   2. Der Schutzzweck der Insiderrichtlinie 89/592/EWG ...................................... 72
   3. Erweiterung der Adressatenkreis der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach der Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG ........................................ 72
   4. Umsetzung der Insiderrichtlinie 89/592/EWG in deutsches Recht ..................... 73
V. Die Kapitalmarktpublizitätstutzrichtlinie 2001/34/EG vom 28. 5. 2001 .................... 73
   1. Kodifizierung aller gemeinschaftsrechtlichen Börsenzulassungsvorschriften in einer umfassenden Richtlinie ................................................. 73
   2. Die Verbesserung des Anlegerschutzes als ausdrückliches Ziel der Kapitalmarktpublizitätstutzrichtlinie 2001/34/EG ........................................ 74
   3. Die Regelung der Ad-hoc-Publizitätspflicht in Art. 68, 102 Kapitalmarktpublizitätstutzrichtlinie 2001/34/EG ............................................. 74
VI. Die Marktmissbrauchsrulesichtlinie 2003/6/EG .................................................. 75
   1. Hintergründe des Richtlinienterwurfs vom 30. 5. 2001 ............................... 75
   2. Regelungsinhalt der Marktmissbrauchsrulesichtlinie 2003/6/EG ........................ 75
      a) Der Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsrulesichtlinie 2003/6/EG . 76
      b) Verpflichtung zur Offenlegung von Insiderinformationen gem. Art. 68 Marktmissbrauchsrulesichtlinie 2003/6/EG ............................... 76
      aa) Der Tatbestand der Veröffentlichungspflicht von Insiderinformationen .................. 76
      bb) Die Definition des Tatbestandsmerkmals „Insiderinformation“ .......... 77
      cc) Verhältnis zur bestehenden Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. Art. 68 Abs. 1 Kapitalmarktpublizitätstutzrichtlinie 2001/34/EG ........................... 77
      dd) Die Erweiterung der Ad-hoc-Publizitätspflicht durch die Marktmissbrauchsrulesichtlinie 2003/6/EG ............................................. 77
      ee) Katalog von Beispielen zur Marktmanipulation gem. Art. 2 der Marktmissbrauchsrulesichtlinie 2003/6/EG ........................................ 78
      ff) Sanktionsverpflichtung der Mitgliedstaaten .................................... 78
      gg) Öffentliche Bekanntgabe von Sanktionen ..................................... 79

XI
Inhaltsverzeichnis

VII. Vorschlag der EG-Kommission für eine neue Transparenzrichtlinie
  v. 26. 3. 2003 .................................................................................................................. 79
1. Ziele des Richtlinienvorschlags .................................................................................. 79
   a) Ausdehnung des Anwendungsbereichs der Publizitätspflichten auf die 
geregelten Märkte ........................................................................................................ 79
   b) Verbesserung der jährlichen Finanzberichterstattung ............................................. 80
   c) Halbjahresfinanzberichte ...................................................................................... 80
   d) Quartalsberichtspflicht auf allen geregelten Märkten ............................................ 81
e) Offenlegung von Änderungen bei bedeutenden Wertpapier- 
Beteiligungen ................................................................................................................ 81

2. Verpflichtung der Mitgliedstaaten zur Einführung einer persönlichen zivil- 
rechtlichen Haftung der verantwortlichen Organmitglieder für unrichtige 
Angaben in den Berichten ............................................................................................ 82

3. Verbesserung und Vereinheitlichung der Anlegerinformation .................................. 82

§ 5 Die Regelung der Ad-hoc-Publizität in anderen europäischen Rechts- 
ordnungen (Schulte) ........................................................................................................... 83
1. Die Ad-hoc-Publizität in Großbritannien ................................................................. 83
   a) Die Regelung der Ad-hoc-Publizität in den Admission of Securities to 
Listing ............................................................................................................................ 83
   b) Die erstmalige gesetzliche Regelung der Ad-hoc-Publizitätspflicht in den 
Stock Exchange Listing Regulations 1984 ............................................................. 84
   c) Die Regelung der Ad-hoc-Publizität im Financial Services Act 1986 ................. 85
   d) Die Regelung der Ad-hoc-Publizität im Financial Services and Markets 
Act 2000 ...................................................................................................................... 85
      aa) Der Tatbestand der geltenden Ad-hoc-Publizitätspflicht in Kapitel 9 
der Listing Rules ......................................................................................................... 86
      bb) Befreiung von der Veröffentlichungspflicht ................................................................................................................................. 87
      cc) Die Veröffentlichungsmodalitäten ......................................................................... 87

2. Sanktionen bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizität ............................................ 88
   a) Straf- und Bußgeldstrafbestände ............................................................................ 88
      aa) Der Bußgeldstrafbestand des Marktmisbrauchs gem. section 118 
FSAMA 2000 .............................................................................................................. 88
      bb) Der Strafstrafbestand der Falschinformation des Kapitalmarkts gem. 
section 397 FSAMA 2000 ........................................................................................ 88
      cc) Der Strafstrafbestand der falschen Auskunft gegenüber der FSA gem. 
section 398 FSAMA 2000 ........................................................................................ 89
   b) Zivilrechtliche Sanktionen ..................................................................................... 89
      aa) Haftungsausschluss bei Verstößen gegen die Listing Rules gem. 
section 150 (4) FSAMA 2000 .................................................................................. 90
      bb) Schadensersatz bei Verstoß gegen den Strafstrafbestand der Falsch- 
information gem. section 397 FSAMA 2000 aufgrund breach of 
statutory duty ............................................................................................................... 90
      cc) Schadensersatzanspruch nach common law aufgrund falscher 
Ad-hoc-Mitteilungen – Deliktische Haftung für false or misleading 
statements .................................................................................................................... 90
         (l) Tort of deceit (fraudulent misrepresentation) .............................................. 91
            (a) Der objektive Tatbestand des Delikts der arglistigen Täu-
schung ......................................................................................................................... 91
            (b) Die subjektiven Anforderungen des tort of deceit .................................... 92
            (c) Der Umfang des Schadensersatzes beim tort of deceit ............................ 92
         (2) Tort of negligence (negligent misstatement) – die Haftung für 
fahrlässig unrichtige Ad-hoc-Mitteilungen .............................................................. 93

XII
Inhaltsverzeichnis

(a) Die Tatbestandsvoraussetzungen des tort of negligence ............... 93
   (aa) Vorhersagbarkeit der Inanspruchnahme besonderen Vertrauens .......... 93
(b) Besonderes Näheverhältnis ............................................. 93
c) Kausalitätsfragen ......................................................... 94
dd) Abschöpfung rechtswidriger Gewinne und Anordnung von Schadensersatz durch restitution order gem. section 382 FSAMA 2000 ........... 94

(1) Definition des Verstoßes gegen relevante Vorschriften des FSAMA 2000 ....................................................... 94
(2) Auskernung des abgeschöpften Gewinns oder des Schadensersatzes an die Geschädigten ........................................ 95

II. Die Ad-hoc-Publizität in Frankreich ........................................... 95
   1. Grundlagen des französischen Kapitalmarktrechts und Regelung der Ad-hoc-Publizitätspflicht ........................................ 95
      a) Die Struktur des französischen Kapitalmarkts und die Regelung des Kapitalmarktrechts im Code monétaire et financier ............ 95
      b) Die französische Börsenkommission (Commission des opérations de bourse) als zentrale Aufsichtsbehörde .......................... 96
         aa) Die Aufgaben der COB .................................................. 96
         bb) Rechtsetzungsbefugnis der COB .................................... 96
         cc) Sanktionsgewalt und Eingriffsbefugnisse der COB ......................... 97
             (1) Befugnis zum Erlass von règlements ............................ 97
             (2) Ermittlungsverfahren der COB ................................ 97
             (3) Strafrechtliche Absicherung des Untersuchungsverfahrens der COB ................... 98
             (4) Durchsuchung und Beschlagnahme ........................... 98
             (5) Sicherungsmaßnahmen ........................................ 98
   2. Die Regelung der Ad-hoc-Publizität in Frankreich ......................... 98
      b) Die Regelung der Ad-hoc-Publizitätspflicht im Règlement n° 98–07 ...... 99
         (1) Veröffentlichungspflichtige Tatsachen .......................... 100
            (2) Kursbeeinflussungspotential der Tatsache .................... 100
         bb) Veröffentlichungszeitpunkt, Verschieben einer Veröffentlichung ..... 100
         cc) Veröffentlichungsanordnung durch die COB .................... 101
            dd) Veröffentlichungsmodalitäten ................................. 101
            ee) Veröffentlichung durch die COB ............................ 103
   3. Sanktionen bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht ............... 103
      a) Verwaltungsrechtliche Sanktionen der COB .......................... 103
         aa) Der Tatbestand der unrichtigen Information der Öffentlichkeit gem. Art. 3 Règlement 98–07 ............................... 103
         bb) Sanktionsrahmen ..................................................... 104
         cc) Verstöße gegen die Veröffentlichungsmodalitäten .................... 104
            ee) Verantwortlichkeit für Mitteilungen Dritter .................. 105
            ff) Objektiver Verstoß ausreichend für eine Sanktionierung .......... 105
            gg) Adressat der Sanktion ........................................... 105
            hh) Anwendungspraxis ............................................. 105
      b) Strafrechtliche Sanktionen ........................................... 105
         c) Zivilrechtliche Haftung bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht ........................................ 106
            aa) Anspruchsgrundlage für deliktischen Schadensersatz .................... 107
            bb) Faute (rechtswidrige Handlung) ................................ 107
            cc) Préjudice (Schaden) ........................................... 107
            dd) Kausalität ...................................................... 108
   III. Die Ad-hoc-Publizität in Österreich .................................... 109

XIII
Inhaltsverzeichnis

1. Die Regelung der Ad-hoc-Publizität in Österreich .......................... 109
   a) Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität gem. § 82 Abs. 6 BörseG .... 109
   b) Die Emittentenbezogenheit der Tatsache ................................ 110
   c) Veröffentlichungspflichtige Tatsachen .................................... 110
   d) Kursrelevanz der meldepflichtigen Tatsache .............................. 111
   e) Der Schutzzweck der Ad-hoc-Publizität .................................. 111
   f) Veröffentlichungsmodalitäten .............................................. 112
   g) Befreiungsmöglichkeit von der Veröffentlichungspflicht .............. 112
2. Die Sanktionierung von Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht ... 113
   a) Öffentlich-rechtliche Sanktionen ......................................... 113
   b) Zivilrechtliche Sanktionen ................................................ 113
      aa) § 82 Abs. 6 BörseG i.V.m. § 1311 ABGB ............................. 113
      bb) Haftung aus Pflichtverletzung im Rahmen eines kapitalmarktrecht-
          lichen Sonderverhältnisses .............................................. 114

§ 6 Die Entwicklung der Ad-hoc-Publizität in den USA (Schulte) ............. 115
1. Grundlagen und Regelung der Publizitätspflichten .......................... 115
      aa) Die Publizitätspflichten gem. Section 13(a)(1),(b)(1) SEA i.V.m.
          Rule 13a-11 .................................................................. 117
      bb) Die Publizitätspflichten gem. Section 13(a)(1) SEA, Rule 13a-11,
          Form 8-K ....................................................................... 118
      cc) Die Publizitätspflichten ausländischer Gesellschaften gem.
          Rule 13a-16, Form 6-K ...................................................... 118
      dd) Die Publizitätspflichten gem. Section 10(b) SEA i.V.m. Rule 10b-5 . 118
         (1) Duty to disclose or abstain (Veröffentlichung wesentlicher
             Tatsachen, sonst Handelsverbot) .................................. 119
         (2) Duty to avoid misleading statements (Verbot irreführender
             Angaben) ................................................................. 120
         (3) Duty to correct (Berechtigungspflicht) .............................. 120
         (4) Duty to Update (Aktualisierungspflicht) ........................... 121
      ee) Die Publizitätspflichten bei Erwerb wesentlicher Unternehmens-
          anteile und tender offers gem. SEA Sections 13(d), 14(d) und (f) ... 121
      ff) Keine Befreiungsmöglichkeiten von der gesetzlichen Veröffent-
          lichungspflicht ............................................................. 122
   a) Die Veröffentlichungspflicht gem. § 202.05 NYSE Listed Company
      Manual ........................................................................... 123
   b) Veröffentlichungsmodalitäten ................................................. 123
   c) Befreiungsmöglichkeit von der Veröffentlichungspflicht ................ 124
II. Sanktionen bei Verletzung der Publizitätspflichten ............................. 124
   1. Strafrechtliche Sanktionen gem. Section 32 (a) SEA ....................... 124
   2. Zivilrechtliche Sanktionen ..................................................... 125
      a) Verfahrensbeleidigung durch litigation release ....................... 125
      b) SEC Injunctions ............................................................ 125
         aa) Injunctive Relief (Unterlassungsanordnung) ........................ 125
         bb) Disgorgement (Abschöpfung illegaler Gewinne) .................. 125
      c) Civil penalty .................................................................... 125
III. Zivilrechtliche Schadensersatzansprüche geschädigter Anleger .......... 126
   1. Das Verhältnis von Section 18(a) SEA zu Section 10(b) SEA i.V.m.
      Rule 10b-5 ......................................................................... 126
   2. Schadensersatzanspruch gem. section 10(b) SEA i.V.m. Rule 10b-5 .... 127
      a) Regelungsinhalt ............................................................. 127

XIV
Inhaltsverzeichnis

b) Impliziter Schadensersatzanspruch gem. Rule 10b-5 .......................... 127
c) Die einzelnen Voraussetzungen einer Schadensersatzklage gem. Rule 10b-5 ...................................................................................... 128
   aa) Überblick über die einzelnen Tatbestandsvoraussetzungen .......... 128
   bb) Täuschungs- oder Betrugshandlung, Falschdarstellung ............. 129
   cc) Haftungsausschluss gem. Rule 10b-18 ........................................ 129
dd) Im Zusammenhang mit einer Wertpapiertransaktion .................. 129
e) Anspruchsgegner ........................................................................... 130
ff) Anwendungsbereich: Any security ............................................. 130
gg) Purchase or Sale .................................................. 130

d) Die subjektiven Voraussetzungen der Rule 10b-5 ......................... 131
   aa) Recklessness as Scienter .................................................... 131
   bb) Die Beweisführung im Rahmen des subjektiven Tatbestandes .... 131
   cc) Materiality ........................................................................... 133
   dd) Reliance – Die fraud on the market-Theorie ................................ 135
ee) Kausalität ............................................................................... 136
   (1) Transaction causation ....................................................... 136
   (2) Loss causation ................................................................. 136
ff) Schadensbemessung ................................................................. 137
   (1) Out-of-pocket als Kursdifferenzen Schaden ........................... 137
   (2) Rescission als Vertragsabschlussschaden .............................. 138
3. Schadensersatzanspruch gem. Section 18(a) SEA ......................... 138
   a) Gegenüber Rule 10b-5 erhöhte Kausalitätsanforderungen .......... 138
   b) Das „eyeball-requirement“ .................................................... 138
   c) Verschulden des Schädigers .................................................. 139
4. Schadensersatzanspruch bei Verletzung der Listing agreements der NYSE .... 139

§ 7 Allgemeine Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität (Braun) .......... 141
   1. Anwendungsbereich des § 15 Abs. 1 WpHG .............................. 141
      1. Der Begriff des Emittenten in § 15 Abs. 1 WpHG .................... 141
      2. Der Begriff der Wertpapiere in § 15 Abs. 1 WpHG .................. 142
         a) Erfasste Wertpapierarten ................................................. 142
      b) Zulassung zum Handel an einer inländischen Börse gem. § 15 Abs. 1 WpHG ................................................................. 142
         aa) Amtlicher Handel und geregelter Markt .............................. 142
         bb) Der Freiverkehr ............................................................... 143
         cc) Der Neue Markt .............................................................. 143
         (1) Bedenken gegen die Anwendung von § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG .... 144
         (2) Ad-hoc-Publizität auch bei Wertpapieren des Neuen Marktes ..... 144
            dd) Außerbörsliche Handelssysteme .................................... 145
   2. Zusammenfassung ..................................................................... 145
II. Zu den Tatbestandsvoraussetzungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht .... 146
   1. Die positiven Tatbestandsvoraussetzungen des § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG ...... 146
      a) Aufgliederung des Tatbestands ............................................. 146
      b) Die Vielzahl unbestimmter Rechtsbegriffe ............................ 146
      c) Gegenstand der Publizitätspflicht ....................................... 146
      d) Keine Gesamtbetrachtung .................................................. 147
      e) Verfassungsmäßigkeit von § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG .................. 147
         aa) Bedeutung des verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgebots, Art. 103 Abs. 2 GG .............................................................. 147
         bb) Kein Verstoß gegen das verfassungsrechtliche Bestimmtheitsgebot 148
   2. Die negative Tatbestandsvoraussetzung des § 15 Abs. 1 S. 5 WpHG .......... 149
      a) Kein Befreiungsantrag ....................................................... 149

XV
Inhaltsverzeichnis

b) Keine Beeinträchtigung der berechtigten Interessen des Emittenten .......... 149
3. Graphische Darstellung des Tatbestands der Ad-hoc-Publizität .......... 149
III. Änderungen durch die Marktmissbrauchs-RiL 2003/6/EG .......... 149
1. Veröffentlichung von Insider-Informationen ........................................ 149
   a) Inhalt der Richtlinie ................................................................. 149
b) Voraussichtliche Auswirkungen auf § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG .......... 151
2. Aufschub der Veröffentlichung bei möglicher Schädigung der berechtigten
   Interessen des Emittenten .............................................................. 152
   a) Inhalt der Richtlinie ................................................................. 152
b) Voraussichtliche Auswirkungen auf § 15 Abs. 1 S. 5 WpHG .......... 152
3. Graphische Darstellung der Publizitätspflicht nach der Marktmissbrauchs-
   RiL 2003/6/EG ............................................................................. 152
IV. Übersicht ad-hoc-publizitätsrelevanter Sachverhalte – Der Katalog des BAWes 152
1. Der Katalog des BAWe .............................................................. 152
2. Rechtsnatur und Bindungswirkung der Katalogsachverhalte .......... 154
   a) Bindung der Normadressaten .................................................... 154
b) Bindung der Aufsichtsbehörde ..................................................... 154
V. Konkurrenzen .............................................................................. 155
2. Abgabe von Übernahmeangeboten, § 10 Abs. 1, 3 WpÜG .......... 156
   a) Entscheidung der Bietergesellschaft zur Abgabe eines Übernahme-
      angebots .................................................................................... 156
b) Absicht der Bietergesellschaft zur Abgabe eines Übernahmeangebots .. 156
c) Publizitätspflicht der Zielgesellschaft .............................................. 156
d) Publizitätspflicht vor dem L. 1. 2002 ........................................... 157
3. Übernahme der Kontrolle über eine Zielgesellschaft, § 35 Abs. 1 WpÜG .... 157
4. Directors’ Dealings, § 15 a Abs. 3 WpHG ................................. 157

§ 8 Publizitätspflichtige Tatsachen (Beispiel) ....................................... 158
I. Der Begriff der Tatsache in § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG ....................... 158
   1. Allgemeines .................................................................................. 158
   2. Dem Beweis zugänglicher Umstand ................................................ 158
      a) Maßgeblicher Zeitpunkt der Beweisbarkeit ................................ 159
      b) Tatsachen und Informationen ..................................................... 159
      a) Auslegung des Tatsachenbegriffs ............................................. 159
         (1) Extensive Auslegung des Tatsachenbegriffs in § 13 WpHG .... 159
         (2) Keine extensive Auslegung des Tatsachenbegriffs in § 15 Abs. 1 S. 1
      WpHG ....................................................................................... 160
bb) Meinungen, Werturteile und Prognosen ........................................ 161
   (1) Meinungen ohne Tatsachenkern ................................................. 161
   (2) Meinungen mit Tatsachenkern ................................................... 161
   (a) Veröffentlichung des Tatsachenkern ......................................... 161
   (b) Beispiele .................................................................................... 162
      (aa) Gewinnprognose vor Fertigstellung des Jahres-
           abschlusses ........................................................................... 162
      (bb) Gewinnprognose unabhängig vom Jahresabschluss ............ 162
cc) Gerüchte ...................................................................................... 163
   (1) Veröffentlichung der zugrunde liegenden Tatsache ................... 163
   (2) Beispiele .................................................................................... 163
   (a) Gerücht über schlechte Geschäftsentwicklung ......................... 163
   (b) Übernahmegerechte ................................................................. 163
3. Tatsachen im Rahmen noch nicht abgeschlossener Sachverhalte .......... 164
   a) Einführung .................................................................................. 164
      aa) Beispielhafte Beschreibung der einzelnen Begriffe und Definitionen 164
      bb) Geheimhaltungsinteresse des Emittenten .................................. 164

XVI
Inhaltsverzeichnis

(1) Geheimhaltung aus Wettbewerbsgründen .......................... 164
(2) Geheimhaltung aus gesellschaftsrechtlichen Erwägungen ...... 165
(3) Geheimhaltung wegen Gefahr des Imageverlustes ............... 165
b) Innere Tatsachen als Tatsachen im Sinne von § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG ... 165
aa) Beschreibung innerer Tatsachen ....................................... 165
bb) Gründe gegen eine Ad-hoc-Publizitätspflicht für innere Tatsachen ... 165
c) Gründe für eine Ad-hoc-Publizitätspflicht für innere Tatsachen .... 166
dd) Beispiele ................................................................. 167
(1) Beabsichtigter Unternehmenskauf ................................. 167
(2) Beabsichtigte Neuordnung der Aktionärsstruktur ............... 167
c) Tatsachen im Rahmen mehrstufiger Entscheidungsprozesse und gestreckter Sachverhalte .......................... 168
aa) Tatsachen im Rahmen mehrstufiger Entscheidungsprozesse .... 168
(1) Tatsacheneigenschaft jeder einzelnen Stufe ..................... 168
(2) Beispiele ................................................................. 168
(a) Feststellung des Jahresabschlusses ................................ 168
(b) Veräußerung von wesentlichen Unternehmensbereichen .... 168
c) Liquidation der Gesellschaft .............................................. 169
bb) Tatsachen im Rahmen gestreckter Sachverhalte ............... 169
(1) Tatsacheneigenschaft unverbindlicher Tatsachen ............. 169
(2) Beispiele ................................................................. 169
(a) Verkauf unter Vorbehalt der Genehmigung durch die Kartellbehörde ..................................................... 169
(b) Vereinbarung einer Put-Option mit erheblichem Volumen .... 170
d) Tatsachen im Sinne von § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG bei „Summierung von Einzeltatsachen” .............................................. 170
aa) Tatsacheneigenschaft des durch die Einzeltatsachen hervorgerufenen „neuen” Sachverhalts ......................... 170
bb) Beispiele ................................................................. 171
(1) Akuter Ertragsenbruch ................................................. 171
(2) Kontinuierliche Veränderung der Ergebnisentwicklung ...... 171
c) Zusammenfassung ......................................................... 171

II. Neuheit der Tatsache .................................................... 171
1. Einführung ................................................................. 171
2. Grammatikalische Auslegung ........................................... 172
3. Systematische Auslegung ................................................. 172
4. Teleologische Auslegung ................................................. 173

III. Fehlende öffentliche Bekanntheit der Tatsache .................... 174
1. Beurteilungsmaßstab .................................................... 174
   a) Vorgaben der Börsenzulassungs-RvL 79/279/EWG ................. 174
   b) Umsetzung der Börsenzulassungs-RvL 79/279/EWG durch den deutschen Gesetzgeber, § 15 Abs. 3 WpHG ......... 174
   c) Bedeutung des § 15 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 WpHG für das Merkmal „öffentlich bekannt” ............................................ 174
2. Beispiele ................................................................. 175
   a) Berichterstattung im Rahmen der Tagespresse .................. 175
   b) Öffentliche Verhandlung im Gerichtsverfahren ............... 175
c) Auskünfte auf Hauptversammlung und bei Analystenkonferenz ... 175

IV. Eintritt der Tatsache im Tätigkeitsbereich des Emittenten ........ 176
1. Kenntnis vom „Eintritt“ der Tatsache ................................ 176
   a) Objektiver Eintritt der Tatsache ist ausreichend .............. 176
   b) Sicherstellung der organisatorischen Voraussetzungen ...... 176
      aa) Keine Wissenszurechnung ........................................ 176
      bb) Sicherstellung der Information des Vorstands .............. 176
2. Bedeutung des Merkmals „im Tätigkeitsbereich des Emittenten“ ... 177

XVII
Inhaltsverzeichnis

a) Unterschied zur Insider-Tatsache .......................... 177
b) Fehlende Definition des Emittentenbezugs .......................... 177
3. Beispiele .................................................. 178
  a) Allgemeine Markt Daten ........................................ 178
  b) Verkauf großer Aktenpakete ..................................... 178
      bb) Verkauf durch den Vorstand des Emittenten .......................... 179
  c) Feindliche und freundliche Übernahmen .................................. 179
      aa) Bedeutung des § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG bei Übernahmesachverhalten ............... 179
      bb) Feindliche Übernahme ........................................ 180
          (1) Bezug zur Bietergesellschaft .................................. 180
          (2) Bezug zur Zielgesellschaft .................................... 180
      cc) Freundliche Übernahme ........................................ 181
d) Konzernsachverhalte ........................................ 181
      aa) Tatsache aus der Sphäre der Tochtergesellschaft .......................... 182
          (1) Liquidation der Tochtergesellschaft .................................. 182
          (2) Ertragseinbruch bei Tochtergesellschaft .................................. 182
      bb) Tatsache aus der Sphäre der Muttergesellschaft .......................... 182
V. Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf ......................................... 183
1. Einführung .................................................. 183
  a) Grundsätzliches ............................................. 183
  b) Eventualverhältnis der möglichen Auswirkungen .......................... 183
  c) Tatbestands einschränkende Wirkung .................................. 183
2. Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage .................................. 184
  a) Ausgangspunkt: Auslösen eines Buchungsvorgangs .......................... 184
     aa) Berücksichtigung in der Bilanz, im Anhang und in der Gewinn- und Verlustrechnung ........................................ 184
     bb) Bedeutung für die Darstellung der Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage ........................................ 184
     cc) Beispiele ............................................. 185
          (1) Grundstücksveräußerung ........................................ 185
          (2) Werberichtigung von Beteiligungen .................................. 185
     b) Mitwirkliches Auslösen eines Buchungsvorgangs .......................... 185
3. Auswirkungen auf den allgemeinen Geschäftsverlauf .................................. 186
  a) Ausgangspunkt: Angabe im Lagebericht .................................. 186
  b) Nicht im Lagebericht anzugebende Umstände .................................. 186
  c) Beispiele ............................................. 186
4. Bedeutung zukünftiger Auswirkungen für § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG .................................. 187
  a) Grundsätzliches ............................................. 187
     aa) Relevanz nicht feststehender Auswirkungen .................................. 187
     bb) Relevanz absehbarer Auswirkungen ..................................... 188
     cc) Unmaßgeblichkeit des tatsächlichen Verlaufs .................................. 188
     dd) Unmaßgeblichkeit der Rechtswirksamkeit .................................. 188
  b) Zukünftige Auswirkungen noch nicht abgeschlossener Sachverhalte .......................... 189
     aa) Zukünftige Auswirkungen innerer Tatsachen .................................. 189
         (1) Maßgeblichkeit der Realisierungswahrscheinlichkeit .................................. 189
         (2) Beispiele ............................................. 190
             (a) Beabsichtigte Neuordnung der Aktionärstruktur .................................. 190
             (b) Beabsichtigter Unternehmens Kauf .................................. 190
     bb) Zukünftige Auswirkungen mehrstufiger Entscheidungsprozesse und gestreckter Sachverhalte .................................. 190
         (1) Zukünftige Auswirkungen mehrstufiger Entscheidungsprozesse .................................. 190
             (a) Maßgeblichkeit der Realisierungswahrscheinlichkeit .................................. 190

XVIII
Inhaltsverzeichnis

(aa) Gründe gegen eine differenzierende Betrachtung ................... 190
(bb) Gründe für eine differenzierende Betrachtung ................... 191
(b) Beispiele .................................................. 192
(aa) Aufstellung des Jahresabschlusses ................................. 192
(bb) Verkauf wesentlicher Beteiligungen ............................. 192
(2) Zukünftige Auswirkungen gestreckter Sachverhalte ............. 192
(a) Maßgeblichkeit der ersten Stufe ................................ 192
(b) Beispiele .................................................. 193
(aa) Eingeleitetes Gerichtsverfahren ............................... 193
(bb) Zu erwartendes Bußgeld ................................... 193
(cc) Vereinbarung einer Put-Option mit erheblichem Volumen .... 193
c) Zukunftige Auswirkungen zusammengesetzter Einzeltatsachen ... 193
(1) Maßgeblichkeit der „neuen“ Tatsache ........................... 193
(2) Beispiele .................................................. 194
(a) Kontinuierliche Veränderung der Ergebnisentwicklung ........ 194
(b) Zahlungsunfähigkeit und Verlust der Hälfte des Grundkapitals . 194
VI. Eignung zur erheblichen Beeinflussung des Börsenpreises ........ 195
1. Grundsätzliches ............................................... 195
2. Auslegung des Tatbestandsmerkmals ............................... 195
   a) Gesetzesmaterialien ....................................... 195
   b) Vorschläge des Schriftums ................................ 195
   c) Funktionsbezogene Auslegung ................................ 196
3. Kausalität zwischen den möglichen Auswirkungen und der Kurs-
   beeinflussung .................................................. 196
   a) Unmaßgeblichkeit marktbedingter Kursrelevanz ............... 196
   b) Beispiele .................................................. 197
      aa) Aktienrückkauf ......................................... 197
      bb) Dividendenerhöhungen ................................ 197
   cc) Wechsel der Börsennotierung ................................ 197
VII. Sonderregelung für Schuldverschreibungen ....................... 197
1. Keine abschließende Sonderregelung ............................... 198
2. Besonders geregeltes Beispiel einer publizitätspflichtigen Tatsache . 198
VIII. Sonderfall: Berichtigung früherer Ad-hoc-Meldungen gemäß § 15 Abs. 1 S. 4 WpHG .................................................. 199
1. Ursprünglich fehlerhafte Meldungen ................................ 199
   a) Regelung des § 15 Abs. 1 S. 4 WpHG ........................ 199
   b) Rechtslage vor Inkrafttreten des 4. FFG ..................... 199
2. Nachträglich fehlerhafte Meldung ................................ 200
   a) Regelung des § 15 Abs. 1 S. 4 WpHG ........................ 200
   b) Aktualisierung gemäß § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG ............... 200
IX. Publizitätspflicht und Missbrauch der Ad-hoc-Publizität ....... 200
1. Einführung .................................................... 200
2. Das Schreiben des BAWe vom 22. 3. 2000 ........................ 201
3. Rechtslage vor Inkrafttreten des 4. FFG ........................... 201
   a) Keine Ad-hoc-Veröffentlichung nicht ad-hoc-publizitätspflichtiger Tatsachen .................................................. 201
   b) Kein Verstoß gegen § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG bei Pressemitteilung .... 201
   c) Analogie Anwendung von § 15 WpHG ........................ 202
4. Regelung des § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG .............................. 202
   a) Veröffentlichungsverbot .................................... 202
   b) Keine Ordnungswidrigkeit gemäß § 39 Abs. 2 Nr. 2a) WpHG .... 202

XIX
Inhaltsverzeichnis

§ 9 Die Ausnahme von der Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung (Wlg). 203
   I. Entstehungsgeschichte ............................................ 204
      1. Vorschlag der Börsenzulassungsrichtlinie ................. 204
      2. Börsenzulassungs-RiLi 79/279/EWG ......................... 204
      3. § 44 Abs. 1 S. 3 BörsG ...................................... 204
      4. 2. FFG: § 15 Abs. 1 S. 2 WpHG ......................... 205
      5. 4. FFG: § 15 Abs. 1 S. 5 WpHG......................... 205
   II. Tatbestandsvoraussetzungen der Befreiung ..................... 205
      1. Antragserfordernis ........................................... 205
      2. Geeignetheit, den berechtigten Interessen des Emittenten zu schaden .......... 206
         a) „Berechtigte Interessen“ als unbestimmter Rechtsbegriff .......... 206
         b) „Berechtigte Interessen“ .................................. 207
         aa) Möglichkeiten bei Auslegung der „berechtigten Interessen“ .... 207
         bb) Die Zwei-Stufen-Lösung .................................. 207
         (1) Erste Stufe: Interessen des Emittenten ...................... 208
         (2) Zweite Stufe: Abwägung zwischen Emittenten- und Kapital- 
                        marktinteressen ....................................... 208
      c) Beispiele für „berechtigte Interessen“ des Emittenten ........ 209
   III. Verfahren .................................................... 211
      1. Verfahrensbeginn ............................................. 211
      2. Suspensionswirkung des Befreiungsverfahrens und rechtsmissbräuchliche Anträge 211
      3. Informationspflichten während des Verfahrens ............... 212
   IV. Entscheidung der BAFin ........................................ 212
      1. Ermessensausübung durch die BAFin .......................... 213
      2. Widerruf der Befreiung ...................................... 213
   V. Haftung für unrechtmäßige Ablehnung ............................ 214
      1. Haftung gegenüber dem Emittenten .......................... 214
      2. Haftung gegenüber den Anlegern ............................ 215

§ 10 Art und Weise der Veröffentlichung (Wlg) .......................... 216
   I. Mitteilungspflichten gem. § 15 Abs. 2 WpHG ................... 216
      1. Mitteilungspflichten gegenüber den Börsen .................. 217
         a) Emittenten mit Sitz im Ausland .......................... 217
         b) Adressat der Mitteilung/Verwendung der Informationen .... 219
      2. Mitteilungspflichten gegenüber der BAFin .................... 219
   II. Veröffentlichungspflicht gem. § 15 Abs. 3 WpHG ................ 219
      1. Historische Entwicklung ..................................... 220
         a) Börsenzulassungs-RiLi 79/279/EWG ..................... 220
         b) § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG .................................... 220
      2. Tatbestandsmerkmale ......................................... 221
      3. Vereinbarkeit mit Europarecht ................................ 222
         a) Umsetzung der Börsenzulassungs-RiLi 79/279/EWG .... 222
         b) Unmittelbare Anwendbarkeit der Börsenzulassungs-RiLi 79/279/EWG ... 223
         c) Richtlinienkonforme Auslegung ............................ 225
         d) Schadensersatzpflicht ....................................... 226
      4. Umfang der Veröffentlichung .................................. 228
      5. Formalia des Veröffentlichungsverfahrens ..................... 228
         a) Sprache .................................................. 228
         b) Die Unverzüglichkeit der Veröffentlichung .................. 229
         c) § 15 Abs. 1 S. 2 WpHG .................................... 229
         d) Kennzeichnung der Ad-hoc-Mitteilung/Hinweispflicht im Bundesanzeiger 230
      6. Vorabveröffentlichungsverbot .................................. 230
         a) Mögliche Kollisionsfälle ................................... 231
         b) Kollision zwischen § 15 Abs. 1 S. 2 WpHG und § 131 Abs. 1 S. 1 AktG .... 232
         c) Gleichlauf von § 15 Abs. 1 S. 5 und § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 AktG .......... 233

XX
Inhaltsverzeichnis

4. Kapitel: Die öffentlich-rechtlichen Sanktionen

§ 11 Die verwaltungsrechtlichen Sanktionen (Roten) ................................................................. 237
I. Die BAFin als zuständige Behörde zur Verfolgung von Ordnungswidrigkeiten nach dem WpHG .................................................. 237
1. Bußgeldverfahren des BAWuA gegen Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht ........................................ 237
   a) Statistischer Überblick über die von der BAFin durchgeführten Bußgeldverfahren gem. §§ 39, 15 WpHG ........................................ 237
   b) Adressat der Sanktionen gem. §§ 39, 15 WpHG ........................................ 237
2. Die Überwachung der Ad-hoc-Publizitätspflicht und des Verbots der Kursmanipulation durch die BAFin ........................................ 238
3. Die Verschwiegenheitspflicht gem. § 8 WpHG ........................................ 239
   a) Die strafrechtliche Absicherung der Verschwiegenheitspflicht durch § 203 Abs. 2 StGB ........................................ 239
   b) Die Verschwiegenheitspflicht gem. § 8 WpHG im Spannungsfeld zwischen Unternehmensinteressen und Anlegerschutz ........................................ 239
   aa) Die bisherige Praxis von BAWuA und BAFin ........................................ 239
   bb) Art. 14 Marktwissbrauch-RdL 2003/6/EG ........................................ 241
II. Die einzelnen Bußgeldtätbestände im WpHG ................................................................. 241
1. Die Sanktionierung von Marktmanipulationen gem. §§ 20a, 39 Abs. 1 WpHG ........................................ 243
2. Die Sanktionierung von Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 39 WpHG ........................................ 243
3. § 9 OWig als Delegationsnorm bei Handlungen vertretungsberechtigter Organe von juristischen Personen ........................................ 245
4. Verletzung der Aufsichtspflicht gem. § 130 OWig ........................................ 245
5. Geldbußen gegen juristische Personen gem. § 30 OWig ........................................ 246

§ 12 Die strafrechtlichen Sanktionen (Weiß) ................................................................. 247
I. §§ 38 Abs. 1 Nr. 4, 39 Abs. 1 Nr. 1 und 2, 20a WpHG (Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation: Kursbetrug) ........................................ 247
1. Allgemeines ........................................ 247
2. Schutzgut des Kursbetruges ........................................ 248
3. Obstartvoller Tatbestand des Kursbetruges ........................................ 250
   a) § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG ........................................ 250
      aa) Angaben ........................................ 250
   bb) Bewertungserheblichkeit der Umstände ........................................ 251
   cc) Geeignetheit, auf den Börsen- oder Marktpreis einzuwirken ........................................ 251
   b) § 20 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG ........................................ 252
   c) Safe harbour für Emittenten gem. § 20a Abs. 2 Nr. 3 WpHG ........................................ 253
   d) Markteinfluss ........................................ 253
4. Substartvoller Tatbestand des Kursbetruges ........................................ 254
   a) Vorsatz ........................................ 254
   b) Manipulationsabsicht ........................................ 254
II. Ex§§ 88 Nr. 1 BörsG (t. d. Fassung bis zum 30. 6. 2002) ........................................ 255
1. Einleitung ........................................ 255
   a) Zeitlicher Anwendungsbereich des ex§§ 88 BörsG ........................................ 255
   b) Die Bedeutung des ex§§ 88 BörsG ........................................ 256
   c) Schutzgut des ex§§ 88 BörsG ........................................ 257

XXI
Inhaltsverzeichnis

2. Objektiver Tatbestand des ex-S 88 Nr. 1 BörsG 257
   a) Täter 257
   b) Tathandlung 257
   aa) Unrichtige Angaben 257
   bb) Umstände, die für die Bewertung der Wertpapiere erheblich sind 257
   cc) Verschweigen kursorherblicher Umstände 257
3. Subjektiver Tatbestand des ex-S 88 BörsG 259
   a) Vorsatz 259
   b) Manipulationsabsicht 259
      aa) Auslegung des Absichtsmerkmals in der Literatur und Rechtsprechung 259
      bb) Absichtsmerkmal bei ex-S 88 BörsG 260
III. § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG 262
1. Einführung 262
2. Objektiver Tatbestand des § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG 262
   a) Gegenstand der Tathandlung: Die Verhältnisse der Gesellschaft 262
   b) Tatformen 262
   aa) Übersichten über den Vermögensstand 263
   bb) Darstellungen 263
3. Subjektiver Tatbestand 266
4. Rechtswidrigkeit 266
IV. § 264 a StGB 266
1. Einführung 266
2. Objektiver Tatbestand des § 264 a StGB 266
   a) Unrichtige vorteilhafte Angaben 267
   b) Verschweigen nachteiliger Tatsachen 267
   c) Im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Wertpapieren 267
   d) Bezugspunkt: Anlageerhebliche Umstände 268
3. Subjektiver Tatbestand des § 264 a StGB 268
V. § 263 StGB 268

5. Kapitel: Die zivilrechtliche Haftung 271

§ 13 Haftungstatbestände für fehlerhafte Informationen am Kapitalmarkt nach geltendem Recht (Müller) 271
1. Einführung 271
1. Geschichte und rechtsvergleichender Überblick 271
   a) Geschichte deutscher spezialgesetzlicher Haftungsgrundlagen bei fehlerhaften Kapitalmarktinformationen 271
   b) Europäischer Hintergrund 272
   c) Rechtsvergleichung 273
2. Regelungszweck der Haftung für fehlerhafte marktbezogene Informationspflichten 273
3. Rechtsnatur der Haftung für fehlerhafte marktbezogene Informationspflichten 274
   a) Die börsenrechtliche Prospekthaftung 274
   b) Die Haftung für eine fehlerhafte Angebotsunterlage 274
   c) Die Haftung für eine fehlerhafte Ad-hoc-Meldung 275
II. Einzelne Haftungsgrundlagen bei fehlerhaften Informationen am Kapitalmarkt 276
1. Börsenrechtliche Prospekthaftung, §§ 44 ff. BörsG etc. 276
2. Investmentrechtliche Prospekthaftung, § 20 KAGG, § 12 AusInvestmG 277
3. Haftung bei fehlerhaften Angebotssonderungen, § 12 WpUG 277
4. Haftung für unterlassene oder fehlerhafte Ad-hoc-Meldungen, §§ 37 b, 37 c WpHG 277
5. Deliktsrechtliche Ansprüche 277

XXII
Inhaltsverzeichnis

a) § 826 BGB ...................................................... 278
b) § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. der Verletzung eines Schutzgesetzes .... 278
6. Vorvertragliche Haftungsgrundlagen ........................................... 279
   a) Die Prospekthaftung im weiteren Sinne als Fall der culpa in contrahendo 279
   b) Allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung (im engeren Sinne) .... 279
      aa) Die allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung für den gräuen Kapitalmarkt 279
      bb) Verhältnis zu den spezialgesetzlichen Tatbeständen ................. 280
   c) Anwendbarkeit bei Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht .......... 281
      (1) Prospektbegriff ........................................... 281
      (2) Sperrwirkung des § 15 Abs. 6 WpHG .................................. 282
III. Allgemeine Strukturen einer kapitalmarktrechtlichen Informationshaftung ................................................................. 282
1. Anspruchsvorgänger .......................................................... 282
   a) Das Unternehmen als Emittent und Dritte ............................ 282
   b) Kapitalmarktrechtliche Informationshaftung contra gesellschaftsrechtlicher Grundsatz der Kapitalerhaltung (§§ 57, 71 AktG) 282
   c) Persönliche Haftung des Vorstandes .................................... 284
2. Anwendungsbereich ............................................................ 284
   a) Persönlicher Anwendungsbereich: Informationen auf dem amtlichen und dem geregelten Markt ............................ 284
   b) Sachlicher Anwendungsbereich ......................................... 285
      aa) Fehlerhaftigkeit der Information .................................... 285
      bb) Adressatenkreis .................................................. 285
      cc) Anspruchsinhaber und der Erwerbs- bzw. Verkaufstatbestand ... 286
3. Verschulden ................................................................. 286
   a) Spezialgesetzliche Beschränkung auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit 286
   b) Beweislastumkehr ................................................... 287
4. Schaden ........................................................................ 287
   a) Börsenprospekthaftung ................................................... 287
   b) Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen ............................ 288
   c) Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen ........................... 288
5. Kausalität ................................................................. 289
   a) Börsenprospekthaftung ................................................... 289
      aa) Beweiserleichterungen durch die Figur der Anlagestimme ........... 289
      bb) Entstehen der Anlagestimme ....................................... 289
      (1) Beendigung der Anlagestimme ..................................... 290
      bb) Gesetzlich geregelte Beweislastumkehr gem. § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG 291
   b) Beweislastumkehr bei Haftung wegen einer fehlerhaften Angebots- unterlage, § 12 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG .................................... 291
   c) Haftung wegen einer unrichtigen Ad-hoc-Mitteilung ............... 292
6. Ausschlussstatbestände ...................................................... 292
   a) Haftungsausfallende Kausalität und Schutzzweck der Norm .... 292
   b) Kenntnis der Unrichtigkeit durch den Anspruchsinhaber .......... 293
7. Die Verjährungsfristen der spezialgesetzlichen Haftungsvorschriften .... 293
   a) Verjährung in den kapitalmarktrechtlichen Spezialgesetzen .... 293
      aa) Grundsätzlich ein Jahr ab Kenntnis der Unrichtigkeit .......... 293
      bb) Maximal drei Jahre ab Veröffentlichung .......................... 294
   b) Allgemeine Verjährungsfrist ........................................... 294
IV. Auf dem Wege zu einem einheitlichen vertriebs- und kapitalmarktrechtlichen Haftungssystem ...................................................... 294
   1. Gemeinsamkeiten ....................................................... 294
   2. Unterschiede ............................................................ 295

XXIII
Inhaltsverzeichnis

§ 14 Haftung des Unternehmens gem. den §§ 37b, 37c WpHG bei Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht (Möllers/Leisch) .................................................. 296

I. Bedeutung und persönlicher Anwendungsbereich .................................. 296
1. Bedeutung der §§ 37b und 37c WpHG ............................................. 296
2. Persönlicher Anwendungsbereich ................................................. 296
   a) Zulassung der Wertpapiere an inländischer Börse ..................... 296
   b) Entsprechende Anwendung der §§ 37b, 37c WpHG ................. 297
      aa) Freiverkehr ......................................................... 297
      bb) Nach §§ 49 Abs. 1, 56 BorsG einbezogene Wertpapiere ......... 298

II. Die Fehlinformation des Marktes durch den Emittenten ......................... 298

1. Tatsachen ............................................................................. 298
2. Das Unterlassen der erforderlichen Ad-hoc-Mitteilung gem. § 37b WpHG . 299
   a) Pflicht zur Veröffentlichung .............................................. 299
   b) Beispielfälle .............................................................. 299
   aa) Vollständige Unterlassung ............................................. 299
   bb) Verspätete Veröffentlichung ......................................... 300
3. Die unwahre Ad-hoc-Mitteilung gem. § 37c WpHG .......................... 301
   a) Die unwahre Tatsache ................................................. 301
   b) Der durchschnittliche Anleger als Adressat der Ad-hoc-Mitteilung . 301
   c) Beispielfälle .............................................................. 302

III. Die weiteren Voraussetzungen des objektiven Tatbestands .................. 303

1. Mitteilung über kursbeeinflussende Tatsachen, § 37c WpHG .............. 303
   a) Bezug auf Ad-hoc-Mitteilung gem. § 15 WpHG ..................... 303
   b) Teleologische Extension für Umgehungstatbestände ............... 304
2. Im Tätigkeitsbereich des Unternehmens eingetretene Tatsache .......... 304
3. Nicht öffentlich bekannte Tatsache ......................................... 305
   a) Wortlaut ................................................................. 305
   b) Teleologische Extension der Norm bei Veröffentlichung von bekannten, aber unwahren Tatsachen ............................................. 305
4. Tatsachen, die geeignet sind, den Börsenkurs erheblich zu beeinflussen . 306
   a) Begrifflichkeit des § 15 WpHG ..................................... 306
   b) Erheblichkeit der Unwahrheit ......................................... 307
5. Kursbeeinflussungspotential .................................................. 307
   a) Auswirkung auf die Vermögens- oder Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf .................................................. 307
   b) Täuschung zur Zerstreuung kursbeeinflussender Gerüchte .......... 308
6. Darlegungs- und Beweislast .................................................. 308
   a) Die objektive Pflichtwidrigkeit bei § 37b WpHG .................. 308
   b) Die objektive Pflichtwidrigkeit bei § 37c WpHG .................. 309

IV. Erwerbs- bzw. Verkaufstatbestand – Beschränkung des Kreises der Anspruchsinhaber ................................................................. 310

1. Der fehlinformierte Erwerber (Neuankleger) .................................. 310
   a) Fallgruppen .................................................................. 310
   b) Voraussetzungen .......................................................... 310
      aa) Frühere Erwerbszeitpunkt (Erwerb nach der Informationspflichtverletzung) .................................................. 311
      bb) Entscheidender Inhaberschaftszeitpunkt ......................... 311
         (1) Bekanntwerden ..................................................... 311
         (2) Unrichtigkeit ......................................................... 312
   2. Der fehlinformierte Veräußerer (Altanleger) .............................. 312
      a) Fallgruppen .................................................................. 312
      b) Voraussetzungen .......................................................... 313
         aa) Erwerb vor der Informationspflichtverletzung .................. 313
         bb) Verkauf in der Phase der Fehlinformation ..................... 313
   3. Keine Aktivlegitimation bei unterlassener Transaktion .................. 313

XXIV
Inhaltsverzeichnis

V. Verschulden ................................................................. 316
   1. Verschuldensmaßstab: Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit .......... 316
   2. Bezugspunkt des Verschuldens ..................................... 317
      a) Die Unterlassung der Veröffentlichung bei § 37 b WpHG ........ 317
         aa) Fehlerhafte rechtliche Bewertungen ............................. 317
         bb) Fehlerhafte tatsächliche Bewertungen .......................... 317
      cc) Berufung auf den Befreiungsstatbestand des § 15 Abs. 1 S. 2 WpHG ............................................. 317
   b) Die Unrichtigkeit der Tatsache bei § 37 c WpHG ................. 318
   3. Zurechnung des Verschuldens ....................................... 318
   4. Beurteilungszeitpunkt für das Verschulden ......................... 319
      a) „Nachträgliches“ Verschulden bei § 37 b WpHG ................ 319
      b) „Nachträgliches“ Verschulden bei § 37 c WpHG ................ 319
      c) Nachträgliche Änderung der Tatsachen .......................... 320
   5. Gesetzlich angeordnete Beweislastumkehr für das Verschulden .... 320

VI. Schaden und Kausalität ................................................ 320
   1. Der ersetzbare Schaden ................................................ 320
      a) Dogmatischer Ausgangspunkt: Das beeinträchtigte Interesse .... 320
         aa) Der Nichteinhaltungsschaden (positives Interesse) .......... 321
         bb) Der Vertragsabschlusschaden (negatives Interesse) ......... 321
         cc) Der Kursdifferenzschaden (Alternativinteresse) ............ 322
      b) Der Meinungstreit zum ersetzbaren Schaden ..................... 322
         cc) Begründung einer eigenen Ansicht .............................. 323
         aa) Wortlaut .............................................................. 323
         bb) Systematik ........................................................... 323
            (1) Innerhalb der Norm .............................................. 323
            (2) Innerhalb der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften ....... 324
         cc) Entwicklungsgeschichte .......................................... 325
         dd) Telos des § 15 WpHG ............................................ 326
            (1) Die rationale Anlegerentscheidung ........................... 326
            (2) Rechtsfolgenorientierte Überlegung: Berücksichtigung der
                Marktrisikoproduktivität ........................................ 328
         ee) Zusammenfassung des eigenen Ansatzes ........................ 329
   2. Der Vertragsabschlusschaden (negatives Interesse) ................ 331
      a) Die irrtumsbehaftete Kaufentscheidung des Erwerbers .......... 331
      b) Die irrtumsbehaftete Verkaufsentscheidung des Veräußerers ...... 332
      c) Nachweis der haftungsgrundlegenden Kausalität .................. 332
         aa) Die Kaufentscheidung des Erwerbers – zur Argumentationsfigur der
             Anlageentscheidung .................................................. 332
         bb) Die Verkaufsentscheidung des Veräußerers ..................... 334
   3. Der Kursdifferenzschaden (Alternativinteresse) ..................... 335
      a) Die maßgeblichen Vergleichswerte im Rahmen der Differenz-
         hypothese ............................................................... 335
      b) Orientierungspunkte für die Ermittlung des hypothetischen Werts 336
         aa) Bewertung der Kapitalmarktreaktion ............................ 336
         bb) Übertragung auf den Transaktionszeitpunkt .................... 337
         cc) Nachweis der haftungsgrundlegenden Kausalität ................ 337
   4. Mitverschulden ........................................................... 338
      a) Anspruchsausschluss bei Kenntnis des Anlegers, § 37b Abs. 3, § 37c Abs. 3
         WpHG ......................................................................... 338
      b) Schadensminderungspflicht .......................................... 339

VII. Anspruchsgegner .......................................................... 340
   1. Das Unternehmen ......................................................... 340
      a) Verhältnis der Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilung zum ge-
         sellschaftsrechtlichen Grundsatz der Kapitalerhaltung (§§ 57, 71 AktG) .... 340
      b) Stellungnahme .......................................................... 340

XXV
Inhaltsverzeichnis

2. Haftung des Vorstands ............................................. 341
   a) Innenhaftung, §§ 37 b Abs. 6, 37 c Abs. 6 WpHG  ............ 341
   b) Keine Außenhaftung nach § 830 BGB .......................... 342
VIII. Verjährung, weitergehende Ansprüche und zeitlicher Anwendungsbe... 343
   1. Verjährung gem. § 37 b Abs. 4 und § 37 c Abs. 4 WpHG...... 343
      a) Ein Jahr ab Kenntnis der Fehlerhaftigkeit ................... 343
      b) Maximal drei Jahre ........................................... 344
   2. Weitergehende Ansprüche gem. § 37 b Abs. 5 und § 37 c Abs. 5 WpHG 344
      a) Ansprüche aufgrund von Verträgen .......................... 344
         aa) Vertragliche Ansprüche .................................... 344
         bb) Ansprüche aus vorvertraglichem Schuldverhältnis, § 311 Abs. 2
             BGB ............................................................ 345
      cc) Sachwalterhaftung, § 311 Abs. 3 BGB ......................... 345
      b) Ansprüche auf Grund von vorsätzlichen unerlaubten Handlungen 345
   3. Zeitlicher Anwendungsbereich .................................. 346

§ 15 Haftung von Vorständen und Unternehmen: Der deliktsrechtliche Haf... 347
   tungstatbestand des § 826 BGB (Möllers/Leisch) ................... 347
   1. Anwendbarkeit des § 826 BGB bei einer Verletzung der Ad-hoc-Mitteilungs
      pflicht ............................................................... 347
      1. Rechtslage vor Inkrafttreten des 4. FFG ........................ 347
      2. Rechtslage nach Inkrafttreten des 4. FFG ....................... 347
   II. Verstoß gegen die guten Sitten .................................. 348
      1. Die Funktion von Fallgruppen zur Präzisierung unbestimmter Rechts
         begriffe ............................................................ 348
         a) Die Funktion des § 826 BGB als kleine Generalklausel ......... 348
         b) Begriff der Sittenwidrigkeit .................................. 349
         c) Bedeutung der Fallgruppen ..................................... 349
      2. Bestehende Fallgruppen .......................................... 349
         a) Bewusst unrichtige Auskunft ................................ 349
         b) Leichtfertige Irreleitung Dritter durch Fehlinformationen ... 350
            aa) Vertrauenststellung des Auskunftgebers .................. 351
            bb) Qualifizierte Form der Information ......................... 351
            cc) Verfolgung eigensüchtiger Interessen ...................... 352
            dd) Umschreibung des leichtfertigen Verhaltens ............ 352
      3. Verletzung von kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten ........ 353
         a) Übertragbarkeit der Fallgruppe der „bewusst unrichtigen Auskunft“ auf
            fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen ............................ 353
            aa) Besondere Bedeutung für den Auskunftsempfänger ........ 353
            bb) Erkenntbarkeit der besonderen Bedeutung für den Auskunfts
                empfänger .................................................... 354
            cc) Bewusst unrichtige Auskunft ................................ 354
         b) Anwendung der Fallgruppe der „leichtfertigen Irreleitung Dritter durch
            Fehlinformationen“ auf fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen ... 354
            aa) Vertrauenststellung des Auskunftgebers – der Vorstand eines Unter
                nehmens als Informationsmonopolist ......................... 354
            bb) Die Veröffentlichung als Ad-hoc-Mitteilung als qualifizierte Form
                der Information .................................................. 355
      4. Sittenwidrige vorsätzliche Schädigung durch Unterlassen ............. 355
         a) Pflicht zum Tätigwerden ....................................... 355
         b) Sittenwidrigkeit des Unterlassens ............................. 356
            aa) Handeln muss einem sittlichem Gebot entsprechen .......... 356
            bb) Kenntnis der Tatsachen ..................................... 356
            cc) Offenkundigkeit der offenbarungspflichtigen Tatsache – Gefährlich
                keit des Rechtsgeschäft .................................... 357

XXVI
<table>
<thead>
<tr>
<th>Inhaltsverzeichnis</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>III. Schaden ................. 357</td>
</tr>
<tr>
<td>1. Die in der Rechtsprechung vertretenen Auffassungen .......... 357</td>
</tr>
<tr>
<td>a) Subjektiver Vermögensschadensbegriff .......................... 357</td>
</tr>
<tr>
<td>b) Objektiver Vermögensschadensbegriff ............................ 358</td>
</tr>
<tr>
<td>c) Unmöglichkeit eines Schadens ................................. 358</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Stellungnahme ..................... 359</td>
</tr>
<tr>
<td>a) Der Schadensbegriff des § 826 BGB .................. 359</td>
</tr>
</tbody>
</table>
| b) Modifikation im Kapitalmarktrecht: Erfordernis eines Vermögens-
  schadens ........................................ 360 |
| aa) Die Regelung der spezialgesetzlichen Informationshaftungs-
   tätbestände ...................................... 360 |
| bb) Übertragung auf den Anspruch aus § 826 BGB ............... 361 |
| cc) Objektiver und subjektiver Vermögensschadensbegriff ....... 361 |
| dd) Unterscheidung der Kategorien Vermögensschaden/Nichtvermögens-
   schaden und negatives Interesse/Alternativinteresse ............ 364 |
| c) Beschränkung des ersetzfähigen Schadens auf das Alternativinteresse? . 364 |
| aa) Die von der Rechtsprechung gebildeten Fallgruppen im Kapital-
   anlagerecht .................................... 364 |
| bb) Die Ad-hoc-Publizitätsverletzung als Unterfall einer neuen Fall-
   gruppe: Verletzung von kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten . 365 |
| IV. Kausalität ..................... 367 |
| 1. Vertragsabschlussschaden (negatives Interesse) ................ 368 |
| a) Haftungsbegründende und haftungsauslösende Kausalität ........ 368 |
| b) Bisherige Entscheidungen zur Ad-hoc-Publizität .............. 369 |
| c) Unmittelbare und mittelbare Kausalität ....................... 371 |
| d) Die Figur der Anlagestimmung ................................ 371 |
| e) Beweiswürdigung und Beweislast ................................ 373 |
| aa) Allgemeine Überlegungen ...................................... 373 |
| bb) Beweiswürdigung und Beweislast im Rahmen der börsenrechtlichen 
  Prospekthaftung ...................................... 373 |
| cc) Geltung für Ad-hoc-Mitteilungen .............................. 375 |
| 2. Der Kursdifferenzschaden (Alternativinteresse) ............... 376 |
| V. Schädigungsvorsatz und Kenntnis der die Sittenwidrigkeit begründenden Tat-
  sachen ................................. 378 |
| 1. Schädigungsvorsatz ........................................ 378 |
| a) Bei einer unwahren Ad-hoc-Mitteilung ...................... 378 |
| b) Bei einer unterlassenen Ad-hoc-Mitteilung .................. 379 |
| 2. Kenntnis der die Sittenwidrigkeit begründenden Tatsachen .... 379 |
| 3. Beweiswürdigung ......................... 379 |
| a) Bezogen auf den Schädigungsvorsatz ...................... 379 |
| aa) Meinungsstreit ....................................... 379 |
| bb) Stellungnahme ...................................... 379 |
| b) Widerlegung der Vermutungswirkung ....................... 381 |
| aa) Überzeugung, dass Geschäftszahlen der Ad-hoc-Mitteilung noch 
  erreicht werden ...................................... 381 |
| bb) Stellungnahme ...................................... 382 |
| c) Bzgl. der Kenntnis der die Sittenwidrigkeit begründenden Tatsachen . 382 |
| VI. Anspruchsgenüber ................. 382 |
| 1. Haftung des Vorstandes ................................ 382 |
| 2. Verantwortlichkeit der Gesellschaft ...................... 383 |
| a) Zurechnung über § 31 BGB analog ......................... 383 |
| b) Kein Ausschluss der Haftung wegen der Grundsätze der Kapitalerhaltung . 384 |
| 3. Gesamtschuldnerische Haftung ......................... 385 |
| VII. Verjährung ......................... 385 |

XXVII
Inhaltsverzeichnis

§ 16 Haftung von Vorständen und Unternehmen: Der Verstoß gegen Schutzgesetze, § 823 Abs. 2 BGB (Leisch) .............................................. 385
  1. Einführung .......................................................... 385
  2. Die Bedeutung des § 823 Abs. 2 BGB im Rechtssystem ............... 385
  3. Die Stellung des § 823 Abs. 2 BGB im Gefüge der Haftungsnormen .... 387
  a) Individualschutz ................................................. 387
  b) Berücksichtigung des haftpflichtrechtlichen Gesamtsystems .......... 387
  4. Die Funktion des § 823 Abs. 2 BGB im Kapitalmarktrecht ........... 388
II. § 88 BörsG – Kursbetrug ............................................. 390
  1. Allgemeines ....................................................... 390
  2. Schutzgesetzgebung von § 88 BörsG ................................ 391
     a) Die ablehnenden Auffassungen .................................. 392
     b) Stellungnahme .................................................. 392
        a) Zur Deutung der Entstehungsgeschichte ...................... 392
        b) Schutzgleich des § 88 BörsG ................................ 394
        c) Rechtetatsächliche Änderungen und Rechtsvergleichung .... 396
     d) Systematischer Zusammenhang mit § 15 WpHG a. F. ............ 396
        (1) Die Ansicht des BVerfG ..................................... 396
        (2) Strafbarkeit des Unterlassens, § 88 Nr. 1 Alt. 2 BörsG ....... 397
        (3) Strafbarkeit des aktiven Tuns, § 88 Nr. 1 Alt. 1 BörsG ...... 398
        e) Einbettung in das haftpflichtrechtliche Gesamtsystem ....... 398
     f) Ergebnis .......................................................... 398
  3. Anspruchsinhaber und Inhalt des Schadensersatzanspruchs ........... 399
  4. Anspruchsgegner ................................................... 400
     a) Vorstand ......................................................... 400
     b) Emittent ........................................................ 400
III. § 20a WpHG – Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation ......... 400
  1. Allgemeines ....................................................... 400
  2. Schutzgesetzgebung von § 20a WpHG ................................ 401
     a) Wille des Gesetzgebers ........................................ 401
     b) Droit constant: die Vorläufernormen .......................... 402
     c) Einbettung in das haftpflichtrechtliche Gesamtsystem .......... 403
     d) Systematisches Verhältnis zu § 15 WpHG ...................... 403
  3. Anspruchsinhaber und Inhalt des Schadensersatzanspruchs .......... 404
  4. Anspruchsgegner ................................................... 404
     a) Vorstand ......................................................... 404
     b) Emittent ........................................................ 404
IV. § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG – Unrichtige Darstellung von Gesellschaftsverhält- nissen ................................................................. 405
  1. Allgemeines ....................................................... 405
  2. Schutzgesetzgebung des § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG ...................... 405
  3. Praxisrelevanz ..................................................... 406
V. Weitere mögliche Schutzgesetze .......................................... 406
  1. § 264a StGB – Kapitalanlagebetrag .................................. 406
  2. § 263 StGB – Betrug ................................................. 407
  3. § 15 WpHG – Ad-hoc-Publizität .................................... 407

§ 17 Vorschläge einer kapitalmarktrechtlichen Haftung nach künftigem Recht
  (Müller) ........................................................................ 408
  1. Erweiterung der Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität .............. 408
     a) Erweiterung der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Meldungen auf Manager ...... 408
     a) Forderungen de lege ferenda ..................................... 408
     b) Stellungnahme ..................................................... 409
     b) Sachlicher Anwendungsbereich: die nach § 56 BörsG einbezogenen Wertpapiere .......................................................... 409

XXVIII
Inhaltsverzeichnis

3. Erweiterung des persönlichen Anwendungsbereichs .......................... 410
   a) Erweiterung des Kreises der Anspruchsinhaber .......................... 410
      aa) Beschränkung des Kreises der Neuanleger ......................... 410
      bb) Beschränkung des Kreises der Altanleger .......................... 411
   b) Die europäische Markttäuschungs-RiLi 2003/6/EG .......................... 411
      aa) Änderungen der Ad-hoc-Publizität durch die Markttäuschungs-RiLi
          2003/6/EG ................................................................. 411
      bb) Folgerungen für die Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilung
          nach §§ 37 b, 37 c WpHG ........................................... 412
4. Andere Verschuldensformen ......................................................... 413
   a) Meinungsstreit: Beschränkung auf Vorsatz oder Erweiterung auf jede
      Form der Fahrbarkeit ..................................................... 413
   b) Stellungnahme ............................................................. 414
II. Schaden, Kausalität und Verjährung ............................................... 415
   1. Schaden ................................................................. 415
   2. Beweislustumkehr bzgl. der Kausalität .................................. 415
   3. Haftungsbegrenzungen zugunsten des Unternehmens und des Vorstandes
      a) Vorschläge der Literatur ............................................. 416
      b) Stellungnahme .......................................................... 416
   4. Verjährung ............................................................... 417
      a) Begründung des Gesetzgebers ....................................... 417
      b) Stellungnahme .......................................................... 417
III. Ausdehnung einer Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen ..... 418
   1. Pflichten nach dem Corporate Governance Kodex ......................... 418
      a) Verstoß gegen den Corporate Governance Kodex .................. 418
      b) Ansprüche der Anleger bei einem Verstoß gegen den Corporate
          Governance Kodex ....................................................... 418
      c) Stellungnahme .......................................................... 419
   2. Auf dem Weg zu einem Haftungstatbestand für fehlerhafte Kapitalmarkt-
      information ............................................................... 419
      a) § 79 BorsG-CorpGov-E der Baums-Kommission .................... 419
      b) Europäische Vorschläge .............................................. 420
      c) Stellungnahme .......................................................... 421
      aa) Pflichtmitteilungen ................................................... 421
          bb) Freiwillige Angaben ................................................ 422
6. Kapitel: Verfahrensfragen ............................................................. 423
§ 18 Prozessuale Besonderheiten bei Verfahren wegen fehlerhafter Ad-hoc-
   Mitteilungen: Klageerhebung, Beweisverfahren und Anspruchssicherung
   (Rotte) ................................................................................. 423
 I. Klageerhebung: Problematis der Darlegungs- und Beweislast .................. 423
  1. Darlegungs- und Beweislast ............................................... 423
     a) Generalisierende Risikozuweisungen ................................ 423
     b) Beweislustumkehr ....................................................... 424
     c) Anlagestimmung .......................................................... 425
  2. Darlegungs- und Beweislast bei der Ad-hoc-Publizität ....................... 425
II. Prozessuale Wege zur Bewältigung der darlegungs- und beweislastrechtlichen
    Situation ............................................................................. 425
  1. Verbesserung der Beweissituation durch Abtretung gem. §§ 398 ff. BGB .. 426
     a) Zulässigkeit der Abtretung .............................................. 426
     b) Zeitpunkt der Abtretung ................................................ 427
     c) Vorschlag für die Formulierung einer Abtretungserklärung ....... 428
  2. Zusammenarbeit mit der Staatsanwaltschaft und den Strafgerichten .......... 428
     a) Tatbestandsvoraussetzungen des § 406 e StPO ......................... 428

XXIIX
Inhaltsverzeichnis

b) Entscheidung über die Akteneinsicht ........................................ 430
c) Rechtsmittel ................................................................. 431
3. § 142 ZPO ................................................................. 432
a) Parallele zum pre-trial discovery Verfahren ................................. 433
b) Bedeutung des § 142 ZPO und Ausblick ......................................... 433
4. Vorlegung nach §§ 421, 428 ZPO ........................................... 434

III. Zuständigkeit/Gerichtsstand für Ansprüche bei Verletzung der Pflicht zur
Ad-hoc-Publizität .......................................................... 434
1. Ausschließlicher Gerichtssstand ................................................ 434
a) Keine Prospekte im Sinne der BörsG oder VerkProspG ................. 435
b) Kein Prospekt im Sinne der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im
weiteren Sinne ................................................................. 435
c) Prospekte im Sinne der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im
engeren Sinne ................................................................ 436
2. Sachliche Zuständigkeit .......................................................... 437
3. Örtliche Zuständigkeit ........................................................... 437
a) Besonderer Gerichtsstand der unerlaubten Handlungen gem. § 32 ZPO 437
b) Allgemeiner Gerichtsstand ...................................................... 438

IV. Anspruchsicherung ................................................................. 438
1. Arten des Arrestes ............................................................... 439
2. Verfahren ......................................................................... 439
a) Zuständigkeit ................................................................. 439
b) Einzelheiten des Verfahrens ...................................................... 439
c) Behauptungs-/Beweislast ......................................................... 440
d) Glaubhaftmachung .............................................................. 440
   aa) Glaubhaftmachung des Arrestanspruchs .................................. 441
   bb) Glaubhaftmachung des Arrestgrundes .................................... 441
3. Entscheidung ....................................................................... 441
   a) Anordnung ................................................................... 441
   b) Vollziehung ................................................................. 442
4. Verjährung .......................................................................... 442
5. Rechtsbehelf ....................................................................... 442
   a) Rechtsbehelf bei Beschluss ohne mündliche Verhandlung ........... 442
   b) Rechtsbehelf bei Urteil nach mündlicher Verhandlung ............... 443
c) Revision ........................................................................... 443
d) Vorlage an das Bundesverfassungsgericht .................................. 443
6. Aufbehaltsantrag gem. § 927 ZPO ............................................ 443
7. Konkurrenz von verschiedenen Arrestantragstellern ................. 443

V. Exkurs: Rechtsschutzversicherung und Prozessfinanzierung .............. 446
1. Deckungszusage durch die Rechtsschutzversicherung .................. 446
   a) Verweigerung der Deckungszusage aufgrund § 3 Abs. 2 lit. c ARB 94 447
   aa) Enge Auslegung der Risikoausschlussklauseln .......................... 447
   bb) Auslegung des Rechtsbegriffs „Recht der Handelsgesellschaften“ 447
   b) Verweigerung der Deckungszusage aufgrund § 3 Abs. 2 lit. f ARB 94 448
   c) Verweigerung der Deckungszusage aufgrund § 25 Abs. 1 ARB 94 ... 448
2. Prozessfinanzierung ............................................................ 449

§ 19 Bündelung gleichgerichteter Anlegerinteressen im Zivilprozess (Ritter) ........................................ 451
VI. Einführung ......................................................................... 451
1. Unwirtschaftliche Inanspruchnahme von Justizressourcen ............. 451
2. Unkoordinierte Vorgehensweise der Geschädigten ....................... 452
3. Keine Klagebereitschaft der Anleger .......................................... 452
   a) Gesamtschaden ................................................................ 452
   b) Schaden der einzelnen Anleger/Verzicht auf gerichtliche Geltend-
      machung ...................................................................... 453

XXX
Inhaltsverzeichnis

4. Schaden für den Kapitalmarkt ........................................ 454
5. Anwaltschaft .............................................................. 454

VII. Gerichtliche Geltendmachung in der Bundesrepublik .......... 456
1. Sammelklage (Gemeinschaftliche Klage von Streitgenossen) .... 456
   a) Vorteil: geringeres Kostenrisiko .................................. 457
   b) Nachteile ............................................................ 458
2. Musterprozessabrede und Musterprozess ......................... 459
   a) Vorteile ............................................................ 459
   b) Nachteile ............................................................ 459
3. Gewillkürte Prozessstandschaft ...................................... 460
   a) Keine Geeignetheit für ein Massenverfahren ................. 460
   b) Ausnahme: Vermittler der Anlage als Kläger ............... 460
4. Treuhänderische Abtretung .......................................... 460
   a) Vorteile ............................................................ 461
   b) Nachteile ............................................................ 461
5. Aussetzung nach § 148 ZPO ........................................... 462
   a) Keine Präjudicialität ............................................. 462
   b) Fehlendes Kommunikationsnetzwerk .......................... 462
6. Musterklage .............................................................. 462
   a) Vorteile der Musterklage in der Praxis ...................... 464
   b) Nachteile der Musterklage ...................................... 464

VIII. Gerichtliche Geltendmachung in den USA ....................... 465
   a) Klageerhebung in den USA ...................................... 465
      aa) effects test .................................................... 465
      bb) conduct test ................................................... 466
      cc) Kombination von effects und conduct test ............. 467
      dd) forum non conveniens ....................................... 467
   b) Durchsetzung eines class action Urteils in der Bundesrepublik 468
      aa) Urteil eines ausländischen Gerichts .......................... 468
      bb) Kein Anerkennungshindernis .................................. 469
         (1) Verbot der révision au fond .................................. 469
         (2) Ordre public international .................................... 469
         (3) Kein Verstoß gegen Art. 103 Abs. 1 GG (Grundsatz des rechtlichen Gehors) 469
         (4) Kein Verstoß gegen die Dispositionsmaxime ............ 471
         (5) Kein Verstoß gegen die Grundsätze der Prozesskostenerstattung und das anwaltliche Standesrecht 471

§ 20 Gruppenklage: Ausländische Vorbilder und deutsche Reformvorschläge (Wilgo) ......................................................... 472

1. Sammelverfahren im Ausland ......................................... 473
   1. US-amerikanische class actions .................................... 473
   a) Voraussetzungen einer class action .................................. 473
   b) Verfahren der class action ........................................ 475
      aa) class action und die Rolle der Anwaltschaft ............... 475
         (1) Stellung der Anwaltschaft bis Private Securities Litigation Reform Act 1995 ......... 475
         (2) Stellung der Anwaltschaft seit Inkrafttreten von Private Securities Litigation Reform Act 1995 476
      bb) Zulassung der class action ..................................... 476
      cc) Eröffnung des Verfahrens ....................................... 476
      dd) Rechtskraft des Urteils ........................................ 476
      ee) Verfahrensabschluss durch Vergleich ....................... 477
   c) Diskussionsstand in der Bundesrepublik ...................... 477
      aa) Verfassungsrechtliche Bedenken .................................. 477

XXXI
Inhaltsverzeichnis

bb) Missbrauch des Rechtssystems durch die class action .......................... 477
   (1) Beutetheorie ................................. 478
   (2) Missbrauch durch die Eigenheiten des amerikanischen Zivil-
       prozesses bedingt ............................ 478
2. Die „representative action“ und die „group litigation“ in Großbritannien 479
   a) Representative action ......................... 479
   b) Group litigation gem. Part 19 Civil Procedure Rules 480
      aa) Der Wolf-Report ............................. 480
      bb) Definition der group litigation order ..... 481
      cc) Das group litigation Verfahren .......... 481
      dd) Wirkung der Entscheidung ............... 481
II. Reformvorschläge zur Einführung der Gruppenklage in der Bundes-
      republik ........................................... 482
   1. Regierungskommission „Corporate Governance“: Klagezusammenfassung durch
      Bestellung eines gemeinsamen Vertreters .................. 482
      a) Einzelheiten der Regelung .......................... 483
      b) Stellungnahme zum Vorschlag der Regierungskommission .... 483
   2. Hofst/Beetge: Gruppenklage für Anlegeranschuldbprozesse .......... 484
      a) Einzelheiten der Regelung .......................... 485
      b) Stellungnahme ..................................... 486
   3. Stelser: Gruppenklage als Feststellungsklage im prozessualen öffentlichen
      Interesse ........................................... 486
      a) Einzelheiten der Regelung .......................... 487
      b) Stellungnahme ..................................... 489
III. Eigener Vorschlag zur Regelung der Gruppenklage: .................. 489
   1. Ausgestaltung der neuen Regelung ........................................... 489
      a) Anlehnung an die englische group litigation .................. 490
      b) Anlehnung an die US–class action ...................... 490
      c) Berücksichtigung des deutschen Rechts ....................... 490
   2. Einzelheiten der Regelung ........................................... 491
      a) Anspruchssgrunde und Kreis der Berechtigten ................ 491
      b) Ausschließlich der Gerichtsstand .......................... 491
      c) Verfahrensablauf ..................................... 491
      aa) Besondere Zulässigkeitsvoraussetzungen der Gruppenklage .. 491
      bb) Prioritätsprinzip ..................................... 492
      cc) Eroffnung des Verfahrens ................................. 492
      dd) opt-in-Lösung ....................................... 493
      d) Verfahrensabschluss durch Endurteil ......................... 493
      e) Verfahrensabschluss durch Vergleich ......................... 493
      aa) Abstimmung der Gruppenklägergemeinschaft .......... 493
      bb) Zustimmung des Gerichts zum Vergleichsabschluss ........ 494
      cc) Erteilung unwiderruflicher Vollmacht ..................... 494
      f) Kosten ............................................. 494
      aa) Gesetzlicher Gehührenzahl ......................... 494
      bb) Stunden honorar ..................................... 494
      cc) Abrechnungsmodalitäten ................................. 495
IV. Überblick ........................................... 496
Anhang ........................................... 497
I. Gesetze ........................................... 497
   1. Deutsche Gesetze ........................................... 497
      a) Verzeichnis der wichtigsten Gesetze und Regelwerke .......... 497
      b) Synoptische Darstellung ausgewählter Vorschriften .......... 498
      c) Der Deutsche Corporate Governance Kodex der Regierungskommission
         (sog. Cromme-Kommission) .................................. 506
XXXII
Inhaltsverzeichnis

d) Gesetzesvorschläge – Regierungskommission „Corporate Governance“
   (Baums-Kommission) ....................................................... 506

2. Europäische Rechtsnormen ............................................. 507
   a) Erlasene Rechtsnormen .............................................. 507
      aa) Aufgehobene, nicht mehr geltende Rechtsnormen .......... 507
   bb) Geltende Rechtsnormen .......................................... 508

b) Geplante Vorhaben ......................................................... 513

II. Publikationen der BAFin bzw. des BAW ... 514
   1. Bekanntmachungen und Schreiben zu Ad-hoc-Mitteilungen ... 514
   2. Jahresberichte des BAW bzw. der BaFin .......................... 516
   3. Sonstige Veröffentlichungen ....................................... 516

III. Gerichtsentscheidungen ................................................ 516
   1. Deutsche Entscheidungen .......................................... 516
      a) Amtsgericht ...................................................... 516
      b) Landgerichte .................................................. 516
      c) Oberlandesgerichte ........................................... 517
      d) Bundesgerichtshof ............................................ 518
      e) Bundesverfassungsgericht ................................... 519
   2. Europäische Entscheidungen ..................................... 519
   3. Entscheidungen ausländischer Gerichte ................. 520

Stichwortverzeichnis ............................................................. 521