

# Handbuch der Kapital- marktinformation

Herausgegeben von

**Prof. Dr. Mathias Habersack**

Universität München

**Prof. Dr. Peter O. Mülbert**

Universität Mainz

und

**Prof. Dr. Michael Schlitt**

Rechtsanwalt in Frankfurt a. M.

Honorarprofessor an der Universität zu Köln

Bearbeitet von

*Rick van Aerssen, LL. M.*, Rechtsanwalt in Frankfurt a. M.; *Ralf Becker*, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht in Frankfurt a. M.; *Dr. Lucina Berger, LL. M.*, Rechtsanwältin in Frankfurt a. M.; *Dr. Ulrike Binder*, Rechtsanwältin in Frankfurt a. M.; *Dr. Michael Breilochs, LL. M.*, Rechtsanwalt in München; *Dr. Jochen Buckel*, Syndikusrechtsanwalt in Düsseldorf; *PD Dr. Max Foerster, LL. M.eur.*, Ludwigs-Maximilians-Universität München; *Sebastian Goslar*, Rechtsanwalt in Düsseldorf; *Dr. Cornelius Götze, LL. M.*, Rechtsanwalt und Notar in Frankfurt a. M.; *Prof. Dr. Mathias Habersack*, Ludwigs-Maximilians-Universität München; *Prof. Dr. Peter O. Mülbert*, Johannes Gutenberg-Universität Mainz; *Dr. Nikolaos Paschos, LL. M.*, Rechtsanwalt in Düsseldorf; *Markus Pfüller*, Rechtsanwalt in Frankfurt a. M.; *Dr. Klaus Riehmer, LL. M.*, Rechtsanwalt in Frankfurt a. M.; *Dr. Alexander Sajnovits, M. Sc.*, Johannes Gutenberg-Universität Mainz; *Prof. Dr. Michael Schlitt*, Rechtsanwalt in Frankfurt a. M.; *Dr. Bernd-Wilhelm Schmitz*, Rechtsanwalt in Frankfurt a. M.; *Dr. Sven H. Schneider, LL. M.*, Rechtsanwalt in Frankfurt a. M.; *Dr. Günter Seulen*, Rechtsanwalt in Köln; *Dr. Bernd Singhof LL. M.*, Rechtsanwalt in Frankfurt a. M.; *Dr. Christian Vogel, LL. M.*, Rechtsanwalt in Düsseldorf; *Marius Welling*, Rechtsanwalt in Frankfurt a. M.; *Dr. Nils-Christian Wunderlich*, Syndikus und Rechtsanwalt in München; *Dr. Thomas Zwissler*, Rechtsanwalt in München

3. Auflage 2020

**C.H.BECK**

# Inhaltsverzeichnis

|   |            |
|---|------------|
| Vorwort   | V          |
| Verzeichnis der Bearbeiter  | VII        |
| Allgemeines Literaturverzeichnis  | XVII       |
| <b>1. Teil. Organisationspflichten: Unternehmensorganisation für die ordnungsmäßige Kapitalmarktinformation</b> | <b>1</b>   |
| § 1. Insiderrecht   | 1          |
| A. Grundlagen   | 7          |
| B. Anwendungsbereich der Insiderverbote   | 12         |
| C. Insiderverbote   | 54         |
| D. Insider  | 95         |
| E. Insiderorganisation  | 100        |
| § 2. Interne Informationsbeschaffung  | 117        |
| A. Einführung: Das tatsächliche Problem der internen Informationsbeschaffung und die Aufgabe des Rechts         | 119        |
| B. Rechtliche Mittel zur Durchsetzung einer ordnungsgemäßen internen Informationsbeschaffung                    | 122        |
| C. Rechtliche Grenzen der Informationsbeschaffung   | 127        |
| D. Pflichten zur Organisation der internen Informationsbeschaffung ...  | 128        |
| E. Interne Informationsbeschaffung als Aufgabe der Geschäftsleitung ..  | 138        |
| F. Gegenstand einer ordnungsgemäßen Informationsorganisation  | 140        |
| G. Zusammenfassung  | 142        |
| <b>2. Teil. Informationspflichten</b>   | <b>143</b> |
| 1. Kapitel. Emittenten-/Anbieterpublizität am Primärmarkt   | 143        |
| § 3. Prospektpflicht für Wertpapiere  | 143        |
| A. Überblick  | 144        |
| B. Anwendungsbereich der Prospektverordnung   | 148        |
| C. Öffentliches Angebot   | 150        |
| D. Zulassung an einem organisierten Markt   | 152        |
| E. Ausnahmen von der Prospektpflicht  | 153        |
| § 4. Gestaltung des Prospekts für Wertpapiere   | 159        |
| A. Prospektformat   | 160        |
| B. Prospektinhalt   | 164        |
| C. Prospektinhalt im Einzelnen  | 171        |
| D. Annex: Internationaler Prospekt  | 191        |
| § 5. Billigungs- und Veröffentlichungsverfahren des Prospekts für Wertpapiere                                   | 192        |
| A. Billigungsverfahren  | 192        |
| B. Grenzüberschreitende Emissionen; Europäischer Pass   | 199        |
| C. Annex: Börsenzulassung und -einführung   | 201        |
| § 6. Freiwillige Publizität bei Primärmarkttransaktionen (Investor Relations)                                   | 201        |
| A. Vermarktung und Finanzkommunikation  | 202        |
| B. Rechtliche Vorgaben  | 203        |
| C. Einzelne Vermarktungsmaßnahmen   | 207        |
| D. Research der Konsortialbanken  | 213        |
| E. Insiderrecht   | 216        |

# Inhaltsverzeichnis

|   |     |
|---|-----|
| § 7. Prospekt für Investmentvermögen und wesentliche Anlegerinformationen                                   | 219 |
| A. Grundlagen   | 220 |
| B. Inhalt des Prospekts für Investmentvermögen  | 225 |
| C. Inhalt des Informationsdokuments für professionelle bzw. semiprofessionelle Anleger bei Spezial-AIF      | 243 |
| D. Inhalt der wesentlichen Anlegerinformationen, Basisinformationsblatt                                     | 244 |
| E. Anzeigepflicht und Prüfungsverfahren, Anlegerinformation   | 251 |
| F. Aktualisierungspflichten   | 253 |
| § 8. Prospekt für Vermögensanlagen und Vermögensanlagen- Informationsblatt                                  | 254 |
| A. Grundlagen   | 256 |
| B. Inhalt des Prospekts für Vermögensanlagen  | 266 |
| C. Inhalt des Vermögensanlagen-Informationsblatts   | 286 |
| D. Billigungs- bzw. Gestattungs-, Hinterlegungs- und Veröffentlichungsverfahren, Anlegerinformation         | 291 |
| E. Nachtrags- und Aktualisierungspflichten  | 294 |
| 2. Kapitel. Laufende Emittentenpublizität am Sekundärmarkt  | 298 |
| § 9. Regelpublizität  | 298 |
| A. Einleitung   | 300 |
| B. Regelmäßige Finanzberichterstattung  | 300 |
| C. Veröffentlichungsmodalitäten   | 318 |
| D. Ordnungswidrigkeiten- und Strafvorschriften  | 324 |
| E. Enforcement  | 329 |
| F. Verordnungsermächtigungen  | 336 |
| § 10. Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen (Art. 17 MAR)                                   | 337 |
| A. Einführung, Rechtsgrundlagen   | 339 |
| B. Übersicht über die gesetzliche Regelung  | 342 |
| C. Veröffentlichung von Insiderinformationen mit unmittelbarem Emittentenbezug (Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR) | 342 |
| D. Einzelfälle  | 346 |
| E. Veröffentlichungspflicht auf Grund befugter Weitergabe (Art. 17 Abs. 8 MAR)                              | 353 |
| F. Aufschiebung der Offenlegung wegen berechtigter Interessen (Art. 17 Abs. 4 MAR)                          | 356 |
| G. Aufschiebung der Veröffentlichung wegen Gefährdung der Finanzstabilität (Art. 17 Abs. 5 MAR)             | 371 |
| H. Aktualisierung und Berichtigung von Ad-hoc-Mitteilungen  | 373 |
| I. Anforderungen an die Veröffentlichung  | 374 |
| § 11. Wertpapierinhaberorientierte Publizität   | 379 |
| A. Einleitung   | 380 |
| B. Die gesetzlichen Pflichten im Einzelnen  | 381 |
| § 12. Entsprechenserklärung nach § 161 AktG   | 394 |
| A. Einleitung   | 399 |
| B. Allgemeines  | 400 |
| C. Beschlussfassung von Vorstand und Aufsichtsrat   | 407 |
| D. Verankerung des Inhalts der Entsprechenserklärung in der Gesellschaft                                    | 414 |
| E. Arten der Entsprechenserklärung  | 418 |
| F. Erklärungsinhalt   | 421 |
| G. Zeitpunkt der Erklärung  | 428 |
| H. Unterjährige Aktualisierung der Erklärung  | 429 |

|   |     |
|---|-----|
| I. Publizität und Form der Erklärung  | 431 |
| J. Sanktionierung inhaltlich unzutreffender Erklärungen   | 435 |
| § 13. Freiwillige Publizität bei Sekundärmarkttransaktionen   | 449 |
| A. Vermarktung und Finanzkommunikation  | 449 |
| B. Information der Aktionäre über Kapitalerhöhungen   | 450 |
| C. Prognosen  | 451 |
| D. Market Sounding  | 454 |
| E. Haftung für fehlerhafte freiwillige Kapitalmarktinformationen  | 456 |
| 3. Kapitel. Publizität bei öffentlichen Angeboten   | 459 |
| § 14. Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines öffentlichen Angebots                                    | 459 |
| A. Pflicht zur Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren (§10 Abs. 1 WpÜG) .... | 460 |
| B. Informationspflichten des Bieters gegenüber Börsen und BaFin (§10 Abs. 2 WpÜG)   | 465 |
| C. Veröffentlichungsverfahren (§ 10 Abs. 3 WpÜG)  | 466 |
| D. Nachweis der Veröffentlichung (§ 10 Abs. 4 WpÜG)   | 468 |
| E. Unterrichtungspflichten des Bieters gegenüber Zielgesellschaft und Arbeitnehmern (§ 10 Abs. 5 WpÜG)                        | 468 |
| F. Verhältnis zur Ad-hoc-Publizität des Art. 17 MAR (§10 Abs. 6 WpÜG)   | 469 |
| G. Rechtsfolgen von Pflichtverletzungen   | 472 |
| H. Pflichtangebote (§ 35 WpÜG)  | 472 |
| I. Sonstige Pflichten nach dem WpHG und der MAR   | 474 |
| § 15. Angebotsunterlage   | 474 |
| A. Allgemeines  | 475 |
| B. Inhalt der Angebotsunterlage   | 478 |
| § 16. Genehmigung und Veröffentlichung der Angebotsbedingungen sowie -ergebnisse  | 494 |
| A. Übersendung, Prüfung und Billigung der Angebotsunterlage (§14 WpÜG)  | 495 |
| B. Veröffentlichungsverfahren   | 498 |
| C. Veröffentlichungspflichten bei Änderungen des Angebots (§ 21 WpÜG)   | 499 |
| D. Veröffentlichungspflichten des Bieters nach Abgabe des Angebots ..   | 500 |
| E. Pflichtangebote (§ 35 WpÜG)  | 502 |
| § 17. Stellungnahme der Zielgesellschaft  | 504 |
| A. Allgemeines  | 505 |
| B. Pflicht des Vorstands und des Aufsichtsrats zur Stellungnahme (§ 27 Abs. 1 WpÜG)   | 506 |
| C. Die Angaben im Einzelnen   | 507 |
| D. Recht der Arbeitnehmer zur Stellungnahme (§ 27 Abs. 2 WpÜG) ..   | 519 |
| E. Veröffentlichungspflicht (§ 27 Abs. 3 WpÜG)  | 520 |
| F. Haftung für fehlerhafte Stellungnahmen   | 521 |
| § 18. Veröffentlichung von Abwehrmitteln in der Jahresberichterstattung ....  | 524 |
| A. Allgemeines  | 524 |
| B. Regelungsgehalt von § 289a und § 315a HGB  | 526 |
| C. Sanktionen bei Zuwiderhandlung   | 532 |
| D. Erläuterungspflichten  | 532 |
| 4. Kapitel. Publizität von Beteiligungen  | 533 |
| § 19. Bedeutende Beteiligungen  | 533 |
| A. Einleitung   | 535 |
| B. Gesellschaftsrechtliche Offenlegungspflichten  | 536 |

# Inhaltsverzeichnis

|  |     |
|--|-----|
| C. Kapitalmarktrechtliche Offenlegungspflichten  | 542 |
| D. Fusionskontrollrechtliche Anmeldepflichten  | 579 |
| E. Weitere Anzeige- und Genehmigungspflichten  | 584 |
| § 20. Publizität bei Aktienrückkaufprogrammen  | 585 |
| A. Einführung  | 586 |
| B. Aktien- und Bilanzrecht   | 587 |
| C. Kapitalmarktrecht   | 590 |
| D. Sonderfragen  | 604 |
| § 21. Publizität bei Stabilisierung  | 606 |
| A. Einführung  | 607 |
| B. Begriff der Kursstabilisierung  | 608 |
| C. Transparenzanforderungen an den Safe Harbour  | 616 |
| D. Zusätzliche Publizität von Stabilisierung, Mehrzuteilung und<br>Ausübung der Greenshoe-Option   | 624 |
| E. Publizität verwandter Handelsaktivitäten  | 626 |
| § 22. Directors' Dealings  | 630 |
| A. Einleitung  | 631 |
| B. Meldepflichten  | 636 |
| C. Veröffentlichungspflicht  | 657 |
| D. Belehrungs- und Dokumentationspflichten   | 659 |
| E. Handelsverbot während geschlossener Zeiträume   | 661 |
| F. Rechtsfolgen bei Pflichtverstößen   | 665 |
| G. Verhältnis zu anderen Vorschriften  | 666 |
| 5. Kapitel. Publizität sonstiger Beteiligter am Kapitalmarkt   | 668 |
| § 23. Grundlagen der Finanzanalyse (Empfehlung oder Vorschlag einer<br>Anlagestrategie, Anlageempfehlungen und Analyse iSd Art. 36 Abs. 1<br>DelVO 2017/565)             | 668 |
| A. Funktion und Rolle der Finanzanalysten im Kapitalmarkt  | 671 |
| B. Historie und Rechtsgrundlagen   | 672 |
| C. Einstufung von Empfehlung oder Vorschlag einer Anlagestrategie<br>und Anlageempfehlungen (Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und Nr. 35 MAR)<br>als Wertpapiernebenendienstleistung | 677 |
| D. Grundbegriffe und Systematik der Regulierung der Finanzanalyse  | 678 |
| E. Anwendungsbereich der Regulierung der Finanzanalyse   | 683 |
| F. Darstellungspflicht (Art. 20 Abs. 1 MAR)  | 706 |
| G. Offenlegungspflicht (Art. 20 Abs. 1 MAR)  | 711 |
| H. Pflichten bei der Verbreitung von Finanzanalysen (Art. 20 Abs. 1<br>MAR)  | 717 |
| I. Organisationspflichten (Art. 36, 37 DelVO 2017/565, § 85 WpHG)  | 722 |
| J. Finanzanalyse und Journalismus  | 730 |
| K. Statistik oder Prognosen öffentlicher Stellen (Art. 20 Abs. 2 MAR)  | 732 |
| L. Anzeigepflicht des § 86 WpHG  | 733 |
| M. Rechtsfolgen  | 735 |
| § 24. Grundlagen des Ratings   | 735 |
| A. Einführung und Grundlagen   | 737 |
| B. Historie der Regulierung des Ratings  | 753 |
| C. Konzept und Anwendungsbereich der Rating-VO   | 757 |
| D. Pflichten von Ratingagenturen   | 760 |
| E. Pflichten von Ratinganalysten und sonstigen direkt an<br>Ratingtätigkeiten beteiligten Personen   | 771 |
| F. Pflichten von Emittenten  | 772 |
| G. Aufsicht  | 772 |

|   |            |
|---|------------|
| <b>3. Teil. Durchsetzung ordnungsgemäßer Kapitalmarktinformation</b>  | <b>775</b> |
| 1. Kapitel. Straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Flankierungen   | 775        |
| § 25. Straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionierung fehlerhafter Informationsversorgung  | 775        |
| A. Einleitung   | 777        |
| B. Allgemeine Fragen, zentrale Verfahrensvorschriften   | 778        |
| C. Kapitalmarktrechtliche Strafvorschriften   | 785        |
| D. Kapitalmarktrechtliche Bußgeldvorschriften   | 793        |
| E. Wertpapierhandelsrechtliche Besonderheiten   | 811        |
| § 26. Das Verbot der Marktmanipulation  | 813        |
| A. Einführung   | 814        |
| B. Die Verbotstatbestände des Marktmanipulationsverbots   | 815        |
| C. Verbotsausnahmen   | 826        |
| D. Sanktionen und Haftung   | 827        |
| 2. Kapitel. Rechtsverlust   | 833        |
| § 27 Rechtsverlust  | 833        |
| A. Einleitung   | 835        |
| B. § 20 Abs. 7 AktG   | 835        |
| C. § 44 WpHG  | 840        |
| D. § 59 WpÜG  | 865        |
| E. Ausblick   | 870        |
| <b>4. Teil. Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation</b>   | <b>873</b> |
| § 28. Prospekthaftung   | 873        |
| A. Grundlagen   | 875        |
| B. Haftung für fehlerhaften Börsenzulassungsprospekt (§ 9 WpPG) . . . .   | 881        |
| C. Haftung für fehlerhaften oder fehlenden Wertpapier- oder Verkaufsprospekt (§§ 10, 14 WpPG, §§ 20 ff. VermAnlG)   | 901        |
| D. Haftung für fehlerhaften oder fehlenden Verkaufsprospekt für Investmentvermögensanteile (§ 306 KAGB)   | 904        |
| E. Haftung für fehlerhafte oder fehlende wesentliche Anlegerinformationen (§§ 11, 13, 15 WpPG, § 22 VermAnlG, § 306 Abs. 2 KAGB, Art. 11 PRIIP-VO)            | 906        |
| F. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung  | 907        |
| § 29. Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität   | 908        |
| A. Grundlagen   | 915        |
| B. Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen  | 927        |
| C. Haftung für fehlerhafte Finanzberichte   | 969        |
| D. Haftung für fehlerhafte Entsprechenserklärungen  | 985        |
| E. Haftung für fehlerhafte „wertpapierinhaberorientierte“ Publizität . .  | 1000       |
| F. Haftung für freiwillige Publizität   | 1005       |
| § 30. Bieterhaftung für fehlerhafte Angebotsunterlage   | 1006       |
| A. Überblick  | 1007       |
| B. Anspruchsvoraussetzungen   | 1007       |
| C. Rechtsfolgen   | 1015       |
| D. Weitere gesetzliche Bestimmungen   | 1016       |
| E. Verhältnis zum aktienrechtlichen Kapitalerhaltungsgrundsatz  | 1017       |
| § 31. Haftung für sonstige fehlerhafte Informationsversorgung   | 1018       |
| A. Einführung   | 1020       |
| B. Haftung für fehlerhafte Finanzanalysen (Empfehlung oder Vorschlag einer Anlagestrategie, Anlageempfehlungen und Analyse iSd Art. 36 Abs. 1 DelVO 2017/565) | 1024       |

## Inhaltsverzeichnis

|   |      |
|---|------|
| C. Haftung für fehlerhafte Ratings  | 1033 |
| D. Haftung für Eigengeschäfte von Führungskräften (Directors' Dealings)     | 1041 |
| E. Haftung für Marktmanipulation  | 1043 |
| § 32. Der Kapitalmarktinformationshaftungsprozess                           | 1046 |
| A. Einführung   | 1050 |
| B. Instrumente der Anspruchsdurchsetzung im deutschen Recht                 | 1057 |
| C. Zuständigkeit für den Kapitalmarktinformationshaftungsprozess            | 1070 |
| D. Prozessuale Besonderheiten des Kapitalmarktinformationshaftungsprozesses | 1077 |
| E. Fortführung der Einzelrechtsstreite nach Musterentscheid                 | 1150 |
| Sachregister  | 1155 |