

# Fälle zum Bank- und Kapitalmarktrecht

Haertlein / Poelzig

2021

ISBN 978-3-406-72983-6

C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei

[beck-shop.de](https://beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](https://beck-shop.de) steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

[beck-shop.de](https://beck-shop.de) hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird [beck-shop.de](https://beck-shop.de) für sein

umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

Die Information über das Kursieren des Gerüchts stellt keine Insiderinformation iSv Art. 7 I MAR dar. Insbesondere sind die tatbestandlichen Voraussetzungen des Art. 7 I lit. a MAR nicht erfüllt, denn das Kursieren des Gerüchts ist öffentlich bekannt.

#### bb) Information über die Manipulation als Insiderinformation

Jedoch bestand hinsichtlich der Information über die erfolgte Manipulation eine Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 I MAR. Die Voraussetzungen von Art. 7 I lit. a MAR liegen hier vor. Es handelt sich bei der Information über die Manipulation um eine präzise Information, die einen Bezug zur Emittentin, der A-AG, aufweist, denn diese produziert diejenigen Automobile, deren Software manipuliert wurde. Da es nach hier vertretener Auffassung für Art. 17 I MAR nicht auf die Kenntnis des Emittenten ankommt (→ Fall 12 Rn. 16), ist auch die Diskussion um das Gerücht als Insiderinformation daher irrelevant. Die Tatsache, dass eine solche Manipulation stattgefunden hat, war – im Gegensatz zu dem Gerücht – auch nicht öffentlich bekannt. Diese präzise Information war auch geeignet, den Kurs der Aktien der Emittentin erheblich zu beeinflussen, wie der Kurssturz auf 60 EUR am 7.2.2018 verdeutlicht.

#### c) Keine unverzügliche Veröffentlichung der Insiderinformation

Gegen diese Veröffentlichungspflicht hätte die A-AG verstoßen, wenn sie die Information über die Manipulation nicht unverzüglich iSv Art. 17 I MAR veröffentlicht hätte.

Zwar hat die A-AG die Information über die Manipulation am 7.2.2018 veröffentlicht. Fraglich ist aber, ob diese Veröffentlichung unverzüglich iSv Art. 17 I MAR geschah.

Das Adverb „unverzüglich“ beschreibt einen Zeitraum. Umstritten ist, wann dieser beginnt. Als Beginn des Zeitraums kommt der Zeitpunkt der Entstehung der Insiderinformation in Betracht. Andererseits könnte die Veröffentlichungspflicht erst dann entstehen, wenn die Insiderinformation objektiv besteht und kumulativ ein Verschuldenselement vorliegt, der Emittent die Insiderinformation also kennt oder fahrlässig nicht kennt. Fraglich ist damit, ob Art. 17 MAR als ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal ein Verschuldenserfordernis enthält.

**Schwerpunkt 2:** Verschuldenselement des Emittenten der Insiderinformation als ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal des Art. 17 I MAR? 12

Für das ungeschriebene Verschuldenselement könnte sprechen, dass das Adverb „unverzüglich“ in § 121 I 1 BGB als „ohne schuldhaftes Verzögern“ legaldefiniert wird. Voraussetzung für eine Veröffentlichungspflicht wäre danach, dass der Emittent die Insiderinformation kennt oder jedenfalls kennen muss. Für die Kenntnis einer juristischen Person kommt es grundsätzlich nach § 166 I BGB bzw. analog § 31 BGB<sup>1</sup> darauf an, ob die Information dem Vertreter, hier dem Vorstand, bekannt war oder ihm das Wissen der Mitarbeiter in der Gesellschaft nach den Grundsätzen

<sup>1</sup> Zum Streit über die dogmatische Grundlage für die Zurechnung von Wissen an die AG: *Poelzig* KapMarktR Rn. 486.

der Wissenszurechnung zuzurechnen ist.<sup>2</sup> Maßgeblich für den Beginn der Veröffentlichungspflicht wäre damit der 3.1.2018, denn an diesem Tag erlangte der Vorstand – und damit analog § 31 BGB die A-AG – Kenntnis von der Manipulation. Das Zeitintervall „unverzüglich“ aus Art. 17 I MAR endete mit dem Ablauf einer Bedenkzeit des Vorstandes. Diese Bedenkzeit dauerte maximal eine Woche. Damit hätte nach dieser Ansicht spätestens am 10.1.2018 eine Ad-hoc-Veröffentlichung hinsichtlich der Manipulation vorgenommen werden müssen. Hiergegen verstieß die A-AG, indem sie erst am 7.2.2018 veröffentlichte.

- 14 Nach aA entsteht die Veröffentlichungspflicht gemäß Art. 17 I MAR – unabhängig von der Kenntnis des Emittenten – mit der objektiven Möglichkeit zur Veröffentlichung.<sup>3</sup> § 97 I WpHG ist unionsrechtskonform im Lichte des Art. 17 I UAbs. 1 MAR und unabhängig von mitgliedstaatlichen Vorschriften auszulegen. Ein etwaiger Rückgriff auf § 121 I 1 BGB, der die Unverzüglichkeit im mitgliedstaatlichen Recht legaldefiniert, verbietet sich normhierarchisch. Sekundärrecht darf nicht durch nationales Recht ausgelegt werden. Allein Art. 17 I UAbs. 1 MAR ist maßgeblich. Da der Wortlaut der Norm das Verschuldenserfordernis nicht nennt, genügt bereits die objektive Möglichkeit zur Veröffentlichung. Da die objektive Möglichkeit zur Veröffentlichung mit der objektiven Möglichkeit zur Kenntnisnahme gegeben ist, stellt sich die Frage, wann der Emittent die objektive Möglichkeit zur Kenntnisnahme der Information hatte. Die objektive Möglichkeit des Emittenten zur Kenntnisnahme der Information besteht zu dem Zeitpunkt, zu dem derjenige Emittent, der alle erforderlichen und zumutbaren Vorkehrungen zur Kenntnisnahme von Insiderinformationen getroffen hat, von der Information Kenntnis erlangt hätte.<sup>4</sup> Die Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 I MAR entstand damit am 12.12.2017, an dem einige Mitarbeiter sichere Kenntnis von den Manipulationen hatten, diese aber nicht an den Vorstand weiterleiteten. Denn zu den erforderlichen und zumutbaren Vorkehrungen zur Kenntnisnahme von Insiderinformationen durch den Vorstand, die wiederum zur Kenntnisnahme des Emittenten führt, gehört die Unterrichtung der eigenen Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter, dass Insiderinformationen umgehend dem Vorstand zuzuleiten sind. So bald wie möglich wäre die Veröffentlichung noch bis zum Ablauf einer entsprechenden Bedenkzeit von einer Woche, also bis zum 19.12.2017, gewesen. Da die Veröffentlichung jedoch erst am 7.2.2018 erfolgte, wurde auch nach der auf die objektive Möglichkeit der Veröffentlichung abstellenden Ansicht die Pflicht aus Art. 17 I MAR verletzt.
- 15 Die Insiderinformation hätte damit nach beiden Auffassungen vor dem 7.2.2018 veröffentlicht werden müssen. Damit wäre die Information über die Manipulation der Öffentlichkeit nicht so bald wie möglich iSv Art. 17 I MAR bekannt gegeben worden. Etwas anderes würde nur dann gelten, wenn die A-AG die Veröffentlichung unter den Voraussetzungen von Art. 17 IV MAR rechtmäßig aufgeschoben hätte.<sup>5</sup>

16 **Schwerpunkt 3:** Voraussetzungen des Aufschubes nach Art. 17 IV MAR

<sup>2</sup> Zu den Grundsätzen der Wissenszurechnung: Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann MAR Art. 17 Rn. 50; Poelzig KapMarktR Rn. 407, 523.

<sup>3</sup> Klöhn/Klöhn MAR Art. 17 Rn. 105.

<sup>4</sup> Vgl. Klöhn/Klöhn MAR Art. 17 Rn. 116.

<sup>5</sup> Zur fehlenden Pflichtwidrigkeit des Unterlassens bei Aufschub: HMS Unternehmensfinanzierung/Mülbert/Steup Rn. 41.188.

**Voraussetzungen des Aufschubes nach Art. 17 IV MAR:**

1. Berechtigtes Interesse
2. Keine Irreführung der Öffentlichkeit
3. Sicherstellung der Geheimhaltung
4. Förmliche Entscheidung des Emittenten über den Aufschub

17

Hierfür müsste die Offenlegung der Insiderinformation zunächst geeignet gewesen sein, die berechtigten Interessen der *A-AG* zu beeinträchtigen (Art. 17 IV lit. a MAR). Dies ist nach 5.1.8.b. der unverbindlichen, jedoch nach Art. 17 XI MAR indikativen MAR-Leitlinien der ESMA zum Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen ua der Fall, wenn die finanzielle Überlebensfähigkeit des Emittenten durch die Veröffentlichung der Insiderinformation stark und unmittelbar gefährdet ist. Dies ist vorliegend der Fall. Das Darlehen dient der Sicherung der finanziellen Überlebensfähigkeit der *A-AG* und wäre nicht abgeschlossen worden, wenn das Bankenkonsortium von der Manipulation erfahren hätte. Der Aufschub dürfte darüber hinaus nach Art. 17 IV lit. b MAR nicht geeignet sein, die Öffentlichkeit irreführen. Eine Irreführung der Öffentlichkeit ist nach 5.2.9.c. der MAR-Leitlinien der ESMA insbesondere anzunehmen, wenn die Insiderinformation, deren Offenlegung der Emittent aufzuschieben beabsichtigt, im Gegensatz zu Markterwartungen steht, wobei diese Erwartungen auf Signalen beruhen, die der Emittent zuvor an den Markt gesendet hatte, zB durch Interviews, Roadshows oder jede andere Art der vom Emittenten organisierten oder genehmigten Kommunikation. Eine derartig durch die *A-AG* stimulierte Markterwartung hinsichtlich der Einwandfreiheit der Software liegt nicht vor. Damit ist der Aufschub auch nicht geeignet, die Öffentlichkeit irreführen.

18

Ferner müsste die *A-AG* nach Art. 17 IV lit. c MAR in der Lage sein, die Geheimhaltung der Insiderinformation sicherstellen zu können. Dies erscheint insofern fraglich, als bereits ein Gerücht hinsichtlich der Manipulation im Umlauf ist. Einem Emittenten kann man jedoch nur dann die Fähigkeit zur Geheimhaltung einer Insiderinformation absprechen, wenn das im Umlauf befindliche und sich auf die Insiderinformation beziehende Gerücht bereits derart präzise ist, dass seine Proliferation zu erwarten ist.<sup>6</sup> Letzteres ist vorliegend der Fall. Es existieren nicht nur Gerüchte über die Manipulation im Allgemeinen. Vielmehr existieren auch Gerüchte über die Details der Schummel-Software. Dies lässt es erwarten, dass die Information über die Manipulation von dem Emittenten an die Öffentlichkeit dringt. Jedenfalls aber fehlt es an einer förmlichen Entscheidung des Emittenten über den Aufschub. Innerhalb der *A-AG* wurde keine förmliche Entscheidung dahingehend gefasst, dass die Ad-hoc-Veröffentlichung der Information über die Manipulation während der Zeit der Darlehensvertragsverhandlung aufgeschoben wird. Eines solchen förmlichen Beschlusses bedurfte es jedoch. Dies folgt aus der Sonderregelung des Art. 17 V, VI MAR. Die in Art. 17 VI 1 MAR genannte Absicht zur Aufschiebung ist bei juristischen Personen nur möglich, wenn deren zuständige Organe eine Entscheidung zur Aufschiebung getroffen haben.<sup>7</sup> Damit liegen die Voraussetzungen des Art. 17 IV MAR nicht vor. Die *A-AG* verstieß gegen ihre Veröffentlichungspflicht aus Art. 17 I MAR.

19

<sup>6</sup> Poelzig KapMarktR Rn. 492.

<sup>7</sup> Poelzig KapMarktR Rn. 495.

**d) Aktivlegitimation**

- 20 Aktivlegitimiert ist nach § 97 I Nr. 1 WpHG nur, wer die Finanzinstrumente nach der Unterlassung der gebotenen Veröffentlichung erwirbt und bei Bekanntwerden der Insiderinformation noch Inhaber der Finanzinstrumente ist. Es ist hinsichtlich der unterschiedlichen Anleger zu differenzieren.

**aa) Anleger A und B**

- 21 Die Anleger A und B verkauften ihre Aktien am 10.12.2017 und damit vor dem Bekanntwerden der Insiderinformation am 7.2.2018 und sind folglich nach § 97 I Nr. 1 WpHG keine tauglichen Anspruchsteller.

**bb) Anleger W**

- 22 W erwarb die Finanzinstrumente Mitte 2017, also vor dem Entstehen der Veröffentlichungspflicht und damit vor der Unterlassung iSv § 97 I Nr. 1 WpHG. Auch er ist damit nicht aktivlegitimiert.

**cc) Anleger C**

- 23 C erwarb die Aktien am 28.12.2017. Dies müsste nach der Unterlassung iSv § 97 I Nr. 1 WpHG geschehen sein. Damit stellt sich die Frage, ab wann die A-AG die Veröffentlichung pflichtwidrig unterließ.

- 24 Es bedarf nunmehr einer Entscheidung des oben noch offengelassenen Streites über den Beginn der Veröffentlichungspflicht. An ihn knüpft das Zeitintervall „so bald wie möglich“ an, dessen Ablauf den Beginn des pflichtwidrigen Unterlassens iSv § 97 I MAR markiert.

- 25 Folgt man der Auffassung, die auf die objektive Möglichkeit der Kenntnisnahme abstellt, so begann die pflichtwidrige Unterlassung am 19.12.2017. C hätte nach der Unterlassung erworben und wäre tauglicher Anspruchsteller. Folgt man hingegen der Auffassung, die auf die tatsächliche Kenntniserlangung abstellt, so begann die pflichtwidrige Unterlassung erst am 10.1.2018. C hätte nicht nach der Unterlassung erworben und wäre folglich nicht tauglicher Anspruchsteller. Zu folgen ist erstgenannter Auffassung. Hierfür spricht, dass der Wortlaut des Art. 17 I MAR kein Erfordernis der Kenntnis vorsieht. Sinn und Zweck von Art. 17 I MAR ist zudem eine möglichst umfassende Information des Kapitalmarktes durch den Emittenten als *least cost information provider*, also durch denjenigen, der die Information möglichst kostengünstig beschaffen, analysieren und veröffentlichen kann. Auch darf Sekundärrecht nicht unter Rückgriff auf nationales Recht ausgelegt werden. Dies verbietet die Normhierarchie. Damit begann das pflichtwidrige Unterlassen am 19.12.2017. Somit erwarb C nach der Unterlassung iSv § 97 I Nr. 1 WpHG. Folglich ist C tauglicher Anspruchsteller.

**dd) Anleger P**

- 26 P erwarb am 28.12.2017, mithin nach dem ab dem 12.12.2017 beginnenden Unterlassen. Beim Bekanntwerden der Insiderinformation im Februar 2018 war er auch noch Inhaber der Finanzinstrumente. Mithin ist P ebenfalls nach § 97 I Nr. 1 WpHG aktivlegitimiert.

## ee) Ergebnis zu d)

Allein C und P sind taugliche Anspruchsteller des § 97 I Nr. 1 WpHG. 27

## e) Haftungs begründende Kausalität

Nach den allgemeinen schadensrechtlichen Prinzipien muss zwischen der Pflichtverletzung – vorliegend dem Unterlassen der unverzüglichen Veröffentlichung der Insiderinformation – und der Verletzung des geschützten Rechtsguts ein Kausalzusammenhang bestehen. Auf welches Rechtsgut diesbezüglich bei § 97 WpHG abzustellen ist, hängt von dem Verständnis des Normzwecks ab. 28

**Schwerpunkt 4:** Anforderungen an die haftungsbegründende Kausalität bei § 97 I WpHG. 29

Erkennt man den Schutzzweck der §§ 97, 98 WpHG darin, die freie Willensbildung des Anlegers vor unlauteren Einwirkungen zu bewahren,<sup>8</sup> so kann P den Erwerbsschaden ersetzt verlangen, sodass der Emittent den Erwerbspreis Zug um Zug gegen Rückgabe der Aktien erstattet. Für diese Auffassung könnte der Wortlaut des parallelen Haftungstatbestands für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen in § 98 WpHG sprechen („vertraut“). Für sie könnte ferner ErwGr (49) S. 1 MAR sprechen, wonach die Ad-hoc-Publizitätspflicht der Irreführung von Anlegern vorbeugen soll. Das könnte man dahin verstehen, dass der Anleger unbeeinflusst seinen Willen bilden können soll. Der Anleger, der den Ersatz des Erwerbsschadens begehrt, müsste nachweisen, dass er die Aktien im Falle einer rechtzeitigen Ad-hoc-Mitteilung nicht erworben hätte. Beweiserleichterungen kommen ihm insoweit nicht zugute.<sup>9</sup> So können die spezialgesetzlichen Regelungen zur Beweislastumkehr nach § 12 II Nr. 1 WpPG, § 20 IV Nr. 1 VermAnlG bzw. § 12 III Nr. 1 WpÜG nicht entsprechend angewandt werden,<sup>10</sup> denn der Gesetzgeber hat sich bei der Schaffung der §§ 97, 98 WpHG an der Prospekthaftung orientiert,<sup>11</sup> jedoch von der Kodifizierung einer Beweislastumkehr abgesehen.<sup>12</sup> Auch die Theorie der Anlagestimmung kann nicht auf § 97 WpHG übertragen werden, sodass es zu keiner Beweiserleichterung in Form eines Anscheinsbeweises kommen kann,<sup>13</sup> denn es fehlt bei § 97 WpHG („Unterlassene Veröffentlichung“) an einem Anknüpfungspunkt für die Anlagestimmung.<sup>14</sup> Schließlich kommen die Grundsätze zur Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens dem Anspruchsteller nicht zu Hilfe.<sup>15</sup> Die Vermutung greift nur bei konkreten Anlageentscheidungen ein.<sup>16</sup> Eine solche Konkretisierung auf eine bestimmte Anlageentscheidung fehlt bei der Ad-hoc-Mitteilung.<sup>17</sup> 30

<sup>8</sup> Möllers JZ 2005, 75 (78); HMS Unternehmensfinanzierung/Mülbart/Steup § 41 Rn. 224; Veil ZHR 167 (2003) 365 (370); zu dieser Ansicht: Assmann/Schneider/Mülbart/Hellgardt WpHG § 97 Rn. 37.

<sup>9</sup> BGHZ 192, 90 (115) = NJW 2012, 1800 (1807).

<sup>10</sup> Vgl. BGHZ 192, 90 (116) = NJW 2012, 1800 (1807).

<sup>11</sup> Vgl. BT-Drs. 13/8933 S. 76, 80; Möllers JZ 2005, 75 (78).

<sup>12</sup> BGHZ 192, 90 (116) = NJW 2012, 1800 (1807).

<sup>13</sup> BGHZ 192, 90 (116) = NJW 2012, 1800 (1807); Möllers JZ 2005, 75 (78).

<sup>14</sup> Vgl. BGHZ 192, 90 (116) = NJW 2012, 1800 (1807); Möllers JZ 2005, 75 (78).

<sup>15</sup> BGHZ 192, 90 (115) = NJW 2012, 1800 (1807).

<sup>16</sup> BGHZ 192, 90 (115) = NJW 2012, 1800 (1807).

<sup>17</sup> BGHZ 192, 90 (115) = NJW 2012, 1800 (1807).

- 31 Da vorliegend nicht feststeht, dass *C* und *P* die Aktien der *A-AG* im Vertrauen darauf erworben haben, dass die *A-AG* keine Software-Manipulation begangen hat, fehlt es an der haftungsbegründenden Kausalität für die Anlageentscheidung. Damit scheidet der Anspruch des *P* auf Ersatz des Erwerbsschadens mangels haftungsbegründender Kausalität aus.
- 32 Erkennt man den Schutzzweck der §§ 97, 98 WpHG hingegen darin, dass die Anleger in ihrem Vertrauen in die marktgerechte Preisbildung geschützt sind, so muss lediglich die Kausalität der Unterlassung (§ 97 WpHG) bzw. fehlerhaften Veröffentlichung (§ 98 WpHG) für die inkorrekte Kurspreisbildung nachgewiesen werden. Ersatzfähig ist dann aber auch nur der Kursdifferenzschaden. Der Kursdifferenzschaden besteht in der Differenz zwischen dem tatsächlichen Kurs der Aktien bei Erwerb und dem hypothetischen Kurs, der bei pflichtgemäßer Veröffentlichung bestanden hätte. Für die Auffassung, die den Schutzzweck der §§ 97, 98 WpHG in der marktgerechten Preisbildung sieht, spricht der Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität, die das Vertrauen des Anlegers in das Funktionieren des Kapitalmarktes durch Transparenz einerseits und marktgerechte Preisbildung andererseits sicherstellen soll. Nach ErwGr (49) S. 1 MAR soll zwar der Irreführung von Anlegern vorgebeugt werden. Dies soll indes das Vertrauen des Anlegers in die richtige Preisbildung schützen. Auch das in § 98 WpHG enthaltene Verb „vertrauen“ ist dahingehend zu verstehen, dass das Vertrauen des Anlegers in die richtige Preisbildung geschützt wird.<sup>18</sup> Danach ist die haftungsbegründende Kausalität vorliegend zu bejahen, denn das Unterlassen der Veröffentlichung der negativen Information verhinderte den bei pflichtgemäßer Veröffentlichung drohenden Kurseinbruch. Indiz hierfür ist die tatsächliche Kursentwicklung bei Bekanntgabe der Insiderinformation am 7.2.2018. Das Unterlassen wurde also kausal für die inkorrekte Kurspreisbildung.

#### f) Verschulden

- 33 Es steht fest, dass den Vorstand ein grob fahrlässiges Organisationsverschulden trifft. Hätte der Vorstand nämlich das Unternehmen ordnungsgemäß organisiert, wären ihm die Informationen über die Manipulation am 12.12.2017 weitergeleitet worden und er hätte innerhalb kurzer Zeit eine Ad-hoc-Veröffentlichung vornehmen können. Dies hätte dem Vorstand einleuchten müssen. Dieses Verschulden des Vorstandes ist der *A-AG* analog § 31 BGB zuzurechnen. Der *A-AG* wird auch nicht der Nachweis nach § 97 II WpHG gelingen, dass ihre Unterlassung nicht auf Vorsatz und grober Fahrlässigkeit beruht.

## 2. Haftungsausfüllender Tatbestand

- 34 **Schwerpunkt 5:** Berechnung des Kursdifferenzschadens.

- 35 Da vorliegend nur der Nachweis der Ursächlichkeit der unterlassenen Veröffentlichung der Insiderinformation für die inkorrekte Kurspreisbildung – und nicht die Erwerbsentscheidung – gelingen wird, ist für *C* und *P* nur der Kursdifferenzschaden ersetzbar. Dessen Umfang ergibt sich für § 97 I Nr. 1 WpHG aus der Differenz zwischen dem Preis, zu dem der Anleger tatsächlich erworben hat, und demjenigen Preis, zu dem er im Falle pflichtgemäßer Ad-hoc-Veröffentlichung der Insiderinfor-

<sup>18</sup> Poelzig KapMarktR Rn. 512.

mation erworben hätte.<sup>19</sup> Er beläuft sich bei *P* auf  $[(100 \text{ EUR} - 60 \text{ EUR}) \times 100]$ , also 4.000 EUR, bei *C* auf  $[(90 \text{ EUR} - 60 \text{ EUR}) \times 100]$ , also 3.000 EUR.

## II. Ergebnis zu A.

Alleine die Anleger *P* und *C* haben Ansprüche gegen die *A-AG*. Diese folgen aus § 97 I WpHG. Sie sind nur auf den Ersatz des Kursdifferenzschadens gerichtet. 36

## B. Herbeiführung einheitlicher gerichtlicher Entscheidungen

Die *A-AG* kann einen Musterverfahrens Antrag nach § 2 I KapMuG stellen, um die Feststellung des Vorliegens oder Nichtvorliegens anspruchsbegründender oder anspruchsausschließender Voraussetzungen oder die Klärung von Rechtsfragen zu erreichen. Gemäß § 2 III KapMuG muss sie hierfür darlegen, dass der Entscheidung über die Feststellungsziele im Musterverfahren Bedeutung über den einzelnen Rechtsstreit hinaus für andere gleichgelagerte Rechtsstreitigkeiten zukommen kann. Gemäß § 8 I KapMuG setzt das Prozessgericht nach Bekanntmachung des Vorlagebeschlusses im Klageregister von Amts wegen alle bereits anhängigen oder bis zur rechtskräftigen Entscheidung über die Feststellung im Musterverfahren noch anhängig werdenden Verfahren aus, wenn die Entscheidung des Rechtsstreits von den geltend gemachten Feststellungszielen abhängt. 37

## Teil 2

### A. Ansprüche der geschädigten Anleger der E-AG gegen V

#### I. § 98 WpHG wegen Veröffentlichung unwahrer Insiderinformation

Die geschädigten Anleger der E-AG haben gegen den *V* keine Schadensersatzansprüche nach § 98 WpHG. Der Post auf dem Twitter-Account stellt bereits keine Ad-hoc-Mitteilung und damit keine Mitteilung nach Art. 17 MAR dar. Außerdem richtet sich der Anspruch nach § 98 WpHG lediglich gegen die E-AG als Emittentin und damit nicht gegen den *V*. 38

#### II. § 823 II BGB iVm Art. 12, 15 MAR

Den geschädigten Anlegern der E-AG könnten jedoch Schadensersatzansprüche nach § 823 II BGB iVm Art. 12, 15 MAR wegen Verstoßes gegen das Marktmanipulationsverbot zustehen. 39

#### 1. Haftungsbegründender Tatbestand

*V* könnte gegen Art. 12, 15 MAR als Schutzgesetz iSv § 823 II 1 BGB verstoßen haben. 40

#### a) Verstoß gegen Art. 12, 15 MAR

Unterscheiden Sie folgende Arten der Marktmanipulation:

1. Handels- und handlungsgestützte Marktmanipulation (Art. 12 I lit. a und b MAR)
2. Informationsgestützte Marktmanipulation (Art. 12 I lit. c MAR)
3. Referenzwertmanipulationen (Art. 12 I lit. d MAR)
4. Manipulationen im Hochfrequenzhandel (Art. 12 II lit. c MAR)

41

<sup>19</sup> Vgl. *Poelzig* KapMarktR Rn. 525.

- 42 Nach Art. 15 MAR ist die Marktmanipulation verboten. Gegen dieses Verbot verstieß V, indem er eine informationsgestützte Marktmanipulation nach Art. 12 I lit. c MAR beging. Er verbreitete Informationen über das Medium Twitter, die falsche Signale hinsichtlich des Kurses der Aktien der E-AG als Finanzinstrumente gaben. Hierdurch wurde falsch signalisiert, dass der Kurs der Aktien aufgrund eines künftigen Delisting steigen werde.

### b) Schutzgesetzqualität der Art. 12, 15 MAR

#### 43 Schwerpunkt 6: Schutzgesetzqualität von Art. 12, 15 MAR

- 44 Fraglich ist jedoch, ob Art. 12, 15 MAR Schutzgesetze iSv § 823 II 1 BGB darstellen. Schutzgesetz iSv § 823 II 1 BGB ist im kapitalmarktrechtlichen Kontext jede Rechtsnorm, die jedenfalls auch den einzelnen Anleger schützen soll. Man kann die Ansicht vertreten, dass Art. 12, 15 MAR Schutzgesetze iSv § 823 II 1 BGB sind.<sup>20</sup> Hierfür kann angeführt werden, dass Art. 1 MAR den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in die Märkte als eigenständiges Regelungsziel nennt. Der Regelungszweck der MAR erfasst somit über den anerkannten Schutz der Anleger in ihrer Gesamtheit hinausgehend auch den Schutz des einzelnen Anlegers. Hierfür kann auch angeführt werden, dass ErwGr (47) MAR ausdrücklich darauf hinweist, dass eine informationsgestützte Marktmanipulation den Anlegern in besonderer Weise schadet, weil sie diese dazu veranlasst, ihre Anlageentscheidungen auf unrichtige oder verzerrte Information zu stützen. Überzeugend erscheint es hingegen, Art. 12, 15 MAR keine Schutzgesetzqualität zuzusprechen.<sup>21</sup> Der deutsche und europäische Gesetzgeber haben sich grundsätzlich auf verwaltungsrechtliche Sanktionen beschränkt und gerade mit der punktuellen Einführung von spezialgesetzlichen Haftungsnormen – wie etwa in §§ 97, 98 WpHG oder Art. 35 Verordnung (EU) Nr. 462/2013 – klar den gesetzgeberischen Willen zum Ausdruck gebracht, dass Verstöße gegen kapitalmarktrechtliche Pflichten nur bei ausdrücklicher gesetzlicher Anordnung eine zivilrechtliche Haftung begründen sollen.<sup>22</sup>

### 2. Ergebnis zu II.

- 45 Mangels Schutzgesetzqualität von Art. 12, 15 MAR steht den geschädigten Anlegern der E-AG gegen den Vorstandsvorsitzenden V kein Schadensersatzanspruch nach § 823 II BGB iVm Art. 12, 15 MAR zu.

### III. § 823 II BGB iVm Art. 14 lit. a MAR

- 46 Die geschädigten Anleger der E-AG haben gegen V keinen Schadensersatzanspruch nach § 823 II BGB iVm Art. 14 lit. a MAR, denn es fehlt bereits an einem Insidergeschäft nach Art. 8 I MAR. Danach liegt ein Insidergeschäft nur vor, wenn eine Person über Insiderinformationen verfügt und unter Nutzung derselben für eigene oder fremde Rechnung direkt oder indirekt Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, erwirbt oder veräußert. Vorliegend fehlt es bereits an dem Tatbestandsmerkmal der Insiderinformation. Nach Art. 7 I lit. a MAR sind Insiderinfor-

<sup>20</sup> Für die Vorgängernorm zu Art. 15 MAR BGHZ 192, 90 (99 ff.) = BGH NJW 2012, 1800 (1802 f.); *Hellgardt* AG 2012, 154; *Rau* BKR 2017, 57.

<sup>21</sup> So etwa *Schmolke* NZG 2016, 721; MüKoBGB/*Wagner* BGB § 823 Rn. 509.

<sup>22</sup> Zu dieser Argumentation: *Poelzig* KapMarktR Rn. 459.