

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 178

Kapitalmarkthaftung und aktienrechtlicher Kapitalschutz

Von

Pascal Härdtner



Duncker & Humblot · Berlin

PASCAL HÄRDTNER

Kapitalmarkthaftung und aktienrechtlicher Kapitalschutz

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 178

Kapitalmarkthaftung und aktienrechtlicher Kapitalschutz

Von

Pascal Härdtner



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München
hat diese Arbeit im Jahre 2020 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2021 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpau
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-18102-5 (Print)
ISBN 978-3-428-58102-3 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2020 von der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation angenommen. Für die Druckfassung wurden Gesetzgebung, Rechtsprechung und Literatur bis Ende Dezember 2020 berücksichtigt.

Mein herzlicher Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Hans Christoph Grigoleit, für die engagierte Betreuung der Arbeit. Auch danke ich Herrn Prof. Dr. Rüdiger Veil für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Vor allem aber danke ich meinen Eltern, die mich während meiner gesamten Ausbildung und der Entstehung dieser Arbeit stets liebevoll unterstützt haben. Ihnen ist dieses Buch gewidmet.

München, im Januar 2021

Pascal Härdtner

Inhaltsübersicht

A. Einleitung	23
B. Kapitalmarkthaftungsansprüche der Aktionäre gegen die Aktiengesellschaft	26
I. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapierprospekt	26
II. Haftung bei fehlendem Wertpapierprospekt	35
III. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapier-Informationsblatt	37
IV. Haftung bei fehlendem Wertpapier-Informationsblatt	42
V. Haftung nach §§ 20 ff. VermAnLG	44
VI. Haftung für ein fehlerhaftes Basisinformationsblatt	45
VII. Haftung für die Angebotsunterlage nach § 12 WpÜG	45
VIII. Haftung nach § 306 Abs. 1, 2 und § 307 Abs. 3 KAGB	51
IX. Haftung nach § 306 Abs. 5 KAGB	56
X. Ad-hoc-Haftung	59
XI. Haftung nach allgemeinem Deliktsrecht	71
XII. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne	89
XIII. Culpa in contrahendo	95
C. Verhältnis der Schadensersatzansprüche zum aktienrechtlichen Kapitalschutz	103
I. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapierprospekt	103
II. Haftung bei fehlendem Wertpapierprospekt	127
III. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapier-Informationsblatt	132
IV. Haftung bei fehlendem Wertpapier-Informationsblatt	135
V. Haftung für die Angebotsunterlage nach § 12 WpÜG	138
VI. Haftung nach § 306 Abs. 1, 2 und § 307 Abs. 3 KAGB	143
VII. Haftung nach § 306 Abs. 5 KAGB	153
VIII. Ad-hoc-Haftung	158
IX. Haftung nach allgemeinem Deliktsrecht	164
X. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne	176
XI. Culpa in contrahendo	177
D. Regressanspruch der Gesellschaft aufgrund der Leistung von Schadensersatz	183
I. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapierprospekt	183
II. Haftung bei fehlendem Wertpapierprospekt	214
III. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapier-Informationsblatt	216
IV. Haftung bei fehlendem Wertpapier-Informationsblatt	216
V. Haftung für die Angebotsunterlage nach § 12 WpÜG	217
VI. Haftung nach § 306 Abs. 1, 2 und § 307 Abs. 3 KAGB	220
VII. Haftung nach § 306 Abs. 5 KAGB	223
VIII. Ad-hoc-Haftung	224
IX. Haftung nach allgemeinem Deliktsrecht	228
X. Culpa in Contrahendo	231

E. Zusammenfassung der Ergebnisse	235
I. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapierprospekt	235
II. Haftung bei fehlendem Wertpapierprospekt	237
III. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapier-Informationsblatt	238
IV. Haftung bei fehlendem Wertpapier-Informationsblatt	239
V. Haftung nach §§ 20 ff. VermAnlG	240
VI. Haftung für ein fehlerhaftes Basisinformationsblatt	240
VII. Haftung für die Angebotsunterlage nach § 12 WpÜG	240
VIII. Haftung nach § 306 Abs. 1, 2 und § 307 Abs. 3 KAGB	242
IX. Haftung nach § 306 Abs. 5 KAGB	243
X. Ad-hoc-Haftung	245
XI. Haftung nach allgemeinem Deliktsrecht	246
XII. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne	248
XIII. Culpa in contrahendo	248
F. Fazit	250
Literaturverzeichnis	251
Stichwortverzeichnis	263

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	23
B. Kapitalmarkthaftungsansprüche der Aktionäre gegen die Aktiengesellschaft	26
I. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapierprospekt	26
1. Haftungsgrund der Prospekthaftung	26
a) Prospekt bei Börsenzulassung und bei öffentlichem Angebot	26
b) Formeller oder materieller Prospektbegriff	27
aa) Wortlaut	27
bb) Durchsetzung der Billigungspflicht	28
cc) Haftung nur bei grober Fahrlässigkeit	28
dd) Haftungsausschluss bei Kenntnis der Prospektpflicht	29
ee) Abgrenzung zu § 14 WpPG	29
ff) Haftung für nicht gebilligte Prospekte im Fall einer Ausnahme von der Prospektpflicht	30
c) Fehlerhaftigkeit des Prospekts	32
2. Anspruchsberechtigte	32
3. Anspruchsgegner	33
4. Anspruchsinhalt	34
II. Haftung bei fehlendem Wertpapierprospekt	35
1. Haftungsgrund	35
2. Anspruchsberechtigte	36
3. Anspruchsgegner	36
4. Anspruchsinhalt	37
III. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapier-Informationsblatt	37
1. Haftungsgrund	37
a) Anwendungsbereich des Wertpapier-Informationsblatts	38
b) Formeller oder materieller Begriff des Wertpapier-Informationsblatts ..	38
2. Anspruchsberechtigte	40
3. Anspruchsgegner	41
4. Anspruchsinhalt	41
IV. Haftung bei fehlendem Wertpapier-Informationsblatt	42
1. Haftungsgrund	42
2. Anspruchsberechtigte	43
3. Anspruchsgegner	43

4. Anspruchsinhalt	44
V. Haftung nach §§ 20 ff. VermAnIG	44
VI. Haftung für ein fehlerhaftes Basisinformationsblatt	45
VII. Haftung für die Angebotsunterlage nach § 12 WpÜG	45
1. Haftungsgrund	45
2. Anspruchsberechtigte	46
3. Anspruchsgegner	47
4. Anspruchsinhalt	49
VIII. Haftung nach § 306 Abs. 1, 2 und § 307 Abs. 3 KAGB	51
1. Haftungsgrund des § 306 Abs. 1, 2 KAGB	51
a) OGAW und AIF	51
b) Offene Investmentvermögen	51
c) Geschlossene AIF	52
2. Haftungsgrund des § 307 Abs. 3 KAGB	53
3. Anspruchsberechtigte	53
4. Anspruchsgegner	55
5. Anspruchsinhalt	56
IX. Haftung nach § 306 Abs. 5 KAGB	56
1. Haftungsgrund	56
2. Anspruchsberechtigte	57
3. Anspruchsgegner	58
4. Anspruchsinhalt	59
X. Ad-hoc-Haftung	59
1. Haftungsgrund	60
a) Vorliegen einer Insiderinformation	60
b) Unterlassen der unverzüglichen Veröffentlichung	60
c) Veröffentlichung einer unwahren Ad-hoc-Mitteilung	61
2. Anspruchsberechtigte	61
a) Unterlassen der unverzüglichen Veröffentlichung	61
aa) Negative Insiderinformation, § 97 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	61
bb) Positive Insiderinformation, § 97 Abs. 1 Nr. 2 WpHG	62
b) Veröffentlichung einer unwahren Ad-hoc-Mitteilung	63
aa) Positive Insiderinformation, § 98 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	63
bb) Negative Insiderinformation, § 98 Abs. 1 Nr. 2 WpHG	63
c) Aktiönersspezifischer Zusammenhang	64
3. Anspruchsgegner	64
4. Anspruchsinhalt	64
a) Vertragsabschlussbeschädigung und Kursdifferenzschäden	64
aa) Ansicht der Literatur	65
bb) Ansicht der Rechtsprechung	66

cc) Stellungnahme	67
b) Kollateralschaden	69
XI. Haftung nach allgemeinem Deliktsrecht	71
1. Haftung wegen sittenwidriger Schädigung	71
a) Haftungsgrund	71
b) Anspruchsinhalt	72
c) Anspruchsberechtigte	74
aa) Vertragsabschlusschaden	74
bb) Kursdifferenzschaden	75
d) Anspruchsgegner	77
e) Verhältnis zur Haftung nach §§ 97, 98 WpHG	77
2. Haftung bei unrichtiger Wiedergabe der Gesellschaftsverhältnisse	79
a) Haftungsgrund	79
b) Anspruchsberechtigte	80
aa) Vertragsabschlusschaden	80
bb) Kursdifferenzschaden	81
cc) Aktionärsspezifischer Zusammenhang	81
c) Anspruchsgegner	81
d) Anspruchsinhalt	81
3. Haftung bei Kapitalanlagebetrug	82
a) Haftungsgrund	82
b) Anspruchsberechtigte	83
c) Anspruchsgegner	84
d) Anspruchsinhalt	84
4. Haftung bei Betrug	84
5. Haftung bei Marktmanipulation	86
6. Haftung für Finanzberichte	87
7. Haftung für eine fehlerhafte Entsprechenserklärung	89
XII. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne	89
1. Gesellschaft als Anspruchsgegner	89
2. Anwendungsbereich	91
a) Vorliegen eines Prospектs	91
b) Ausschluss im Anwendungsbereich der §§ 9 ff. WpPG	91
aa) Keine Geltung des WpPG	92
bb) Ausnahmen von der Prospektpflicht	93
cc) Nicht gebilligter Prospekt	94
XIII. Culpa in contrahendo	95
1. Haftungsgrund	95
2. Anspruchsberechtigte	95

3. Anspruchsgegner	96
a) Haftung der Gesellschaft als Vertragspartner (§ 311 Abs. 2 BGB)	96
b) Haftung der Gesellschaft als Dritter (§ 311 Abs. 3 BGB)	98
aa) Procurator in rem suam	98
bb) Sachwalterhaftung	99
4. Anspruchsinhalt	100
5. Anwendbarkeit neben der spezialgesetzlichen Prospekthaftung	100
a) Anwendbarkeit neben §§ 9 ff. WpPG	100
b) Keine Anwendbarkeit neben § 306 KAGB	101
C. Verhältnis der Schadensersatzansprüche zum aktienrechtlichen Kapitalschutz	103
I. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapierprospekt	103
1. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalerhaltung	103
a) Vorrang der Prospekthaftung	103
b) Keine Beschränkung auf das freie Vermögen	104
aa) Schwierige praktische Handhabung	105
bb) Keine Differenzierung in § 57 AktG	106
cc) Gesetzgeberischer Wille	106
c) Kein Rangrücktritt der Schadensersatzansprüche in der Insolvenz	107
2. Verhältnis zum Verbot des Erwerbs eigener Aktien	108
a) Zulässigkeit des Erwerbs eigener Aktien	108
b) Keine Beschränkung durch § 71 Abs. 2 AktG	110
c) Analoge Anwendung des § 71c AktG	111
3. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalaufbringung	112
a) Konflikt mit dem Grundsatz der Kapitalaufbringung	112
b) Lösung des Konflikts	115
aa) Kein Rückschluss aus der Haftung der Emissionsbank	115
bb) Gesetzgeberischer Wille	116
4. Vereinbarkeit mit dem europarechtlichen Kapitalschutz	117
a) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalerhaltung	117
aa) Regelungsspielraum des nationalen Gesetzgebers	118
bb) Keine Ausschüttung im Sinne des Art. 56 Abs. 1 GesR-RL	120
b) Europarechtliches Verbot des Erwerbs eigener Aktien	121
c) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalaufbringung	125
aa) Fehlende Vermögensmehrung unerheblich	126
bb) Regelungsspielraum des nationalen Gesetzgebers	127
II. Haftung bei fehlendem Wertpapierprospekt	127
1. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalerhaltung	127
2. Verhältnis zum Verbot des Erwerbs eigener Aktien	128
3. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalaufbringung	129

4. Europarechtlicher Kapitalschutz	129
a) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalerhaltung	129
aa) Regelungsspielraum des nationalen Gesetzgebers	129
bb) Keine Ausschüttung im Sinne des Art. 56 Abs. 1 GesR-RL	130
b) Europarechtliches Verbot des Erwerbs eigener Aktien	130
c) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalaufbringung	131
III. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapier-Informationsblatt	132
1. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalerhaltung	132
2. Verhältnis zum Verbot des Erwerbs eigener Aktien	132
3. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalaufbringung	132
4. Vereinbarkeit mit dem europarechtlichen Kapitalschutz	133
a) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalerhaltung	133
aa) Regelungsspielraum des nationalen Gesetzgebers	133
bb) Keine Ausschüttung im Sinne des Art. 56 Abs. 1 GesR-RL	134
b) Europarechtliches Verbot des Erwerbs eigener Aktien	134
c) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalaufbringung	135
IV. Haftung bei fehlendem Wertpapier-Informationsblatt	135
1. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalerhaltung	135
2. Verhältnis zum Verbot des Erwerbs eigener Aktien	136
3. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalaufbringung	136
4. Vereinbarkeit mit dem europarechtlichen Kapitalschutz	136
a) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalerhaltung	136
aa) Regelungsspielraum des nationalen Gesetzgebers	136
bb) Keine Ausschüttung im Sinne des Art. 56 Abs. 1 GesR-RL	137
b) Europarechtliches Verbot des Erwerbs eigener Aktien	138
c) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalaufbringung	138
V. Haftung für die Angebotsunterlage nach § 12 WpÜG	138
1. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalerhaltung	138
2. Verhältnis zum Verbot des Erwerbs eigener Aktien	140
3. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalaufbringung	141
4. Verhältnis zum europarechtlichen Kapitalschutz	141
a) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalerhaltung	141
aa) Umsetzung des Art. 17 Übernahme-RL	141
bb) Umsetzung des Art. 11 Abs. 1, 2 Prospekt-VO	142
cc) Keine Ausschüttung im Sinne des Art. 56 Abs. 1 GesR-RL	142
b) Europarechtliches Verbot des Erwerbs eigener Aktien	143
c) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalaufbringung	143
VI. Haftung nach § 306 Abs. 1, 2 und § 307 Abs. 3 KAGB	143
1. Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital	144

2. Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital	145
a) Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalaufbringung	146
b) Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalerhaltung	147
c) Verhältnis zum Verbot des Erwerbs eigener Aktien	148
d) Europarechtlicher Kapitalschutz	149
aa) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalaufbringung	149
(1) Entsprechende Geltung der Art. 11, 38 Prospekt-VO	149
(2) Umsetzung der Informationspflichten nach Art. 23 AIFM-RL	150
(3) Regelung des Art. 46 Abs. 2 lit. j AIFM-RL	150
(4) Haftung für wesentliche Anlegerinformationen	150
bb) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalerhaltung	151
cc) Europarechtliches Verbot des Erwerbs eigener Aktien	152
VII. Haftung nach § 306 Abs. 5 KAGB	153
1. Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital	153
2. Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital	154
a) Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalaufbringung	154
b) Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalerhaltung	155
c) Verhältnis zum Verbot des Erwerbs eigener Aktien	156
d) Europarechtlicher Kapitalschutz	156
aa) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalaufbringung	156
bb) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalerhaltung	157
cc) Europarechtliches Verbot des Erwerbs eigener Aktien	158
VIII. Ad-hoc-Haftung	158
1. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalerhaltung	158
2. Verhältnis zum Verbot des Erwerbs eigener Aktien	160
3. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalaufbringung	160
a) Konflikt mit dem Grundsatz der Kapitalaufbringung	160
b) Lösung des Konflikts	160
4. Europarechtlicher Kapitalschutz	162
a) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalerhaltung	162
aa) Durchsetzung der Art. 15, 17 Abs. 1 MAR	162
bb) Keine Ausschüttung im Sinne des Art. 56 Abs. 1 GesR-RL	163
b) Europarechtliches Verbot des Erwerbs eigener Aktien	163
c) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalaufbringung	163
IX. Haftung nach allgemeinem Deliktsrecht	164
1. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalerhaltung	164
a) Gesetzgeberischer Wille	164
b) Zeitliches Argument	165
c) Drittgläubigereigenschaft der Aktionäre	165
d) Keine Beschränkung auf die Verletzung gesetzlicher Publizitätspflichten	167

e) Keine Beschränkung auf das freie Vermögen	167
f) Kein Rangrücktritt in der Insolvenz	167
2. Verhältnis zum Verbot des Erwerbs eigener Aktien	168
3. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalaufbringung	170
a) Keine Drittgläubigerstellung	171
b) Kein Rückschluss aus Zulässigkeit beim derivativen Erwerb	171
c) Normative Abwägung	171
d) Kein Widerspruch zum Ausschluss der Anfechtung	172
4. Europarechtlicher Kapitalschutz	174
a) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalerhaltung	174
aa) Keine Ausschüttung im Sinne des Art. 56 Abs. 1 GesR-RL	174
bb) Durchsetzung des Art. 15 MAR	174
cc) Umsetzung des Art. 7 Transparenz-RL	175
b) Europarechtliches Verbot des Erwerbs eigener Aktien	175
c) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalaufbringung	176
X. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne	176
XI. Culpa in contrahendo	177
1. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalerhaltung	177
a) Gesetzgeberischer Wille	177
b) Zeitliches Argument	178
c) Drittgläubigerstellung	178
2. Verhältnis zum Verbot des Erwerbs eigener Aktien	179
3. Verhältnis zum Grundsatz der Kapitalaufbringung	180
4. Europarechtlicher Kapitalschutz	181
a) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalerhaltung	181
aa) Keine Umsetzung des Art. 11 Abs. 1, 2 Prospekt-VO	181
bb) Keine Ausschüttung im Sinne des Art. 56 Abs. 1 GesR-RL	182
b) Europarechtliches Verbot des Erwerbs eigener Aktien	182
c) Europarechtlicher Grundsatz der Kapitalaufbringung	182
D. Regressanspruch der Gesellschaft aufgrund der Leistung von Schadensersatz	183
1. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapierprospekt	183
1. Reine Umplatzierung	183
a) Leistung an den Aktionär	184
aa) Voraussetzungen einer kapitalerhaltungsrechtlich relevanten Leistung	184
bb) Keine unmittelbare Leistung an den Altaktionär	185
cc) Übernahme des Haftungsrisikos als mittelbare Leistung	185
(1) Persönliches oder gesellschaftsrechtliches Näheverhältnis	186
(2) Tilgung einer Verbindlichkeit des Aktionärs	186

(3) Weiterleitung an den Aktionär	188
(4) Veranlassung der Prospekthaftung durch den Aktionär	191
(5) Berücksichtigung des Eigeninteresses der Gesellschaft an der Platzierung	192
(6) Berücksichtigung einer Versicherung	194
(7) Berücksichtigung des Verschuldens der Gesellschaft	196
b) Mehrzahl veräußernder Altaktionäre	198
c) Freistellungsvereinbarung	200
d) Neutrales Drittgeschäft	201
aa) Zahlung einer Risikoprämie	201
bb) Gestaltung als Informationsbereitstellungsvertrag	202
2. Reine Kapitalerhöhung	203
a) Tilgung einer Verbindlichkeit des Aktionärs	203
b) Weiterleitung an den Aktionär	204
c) Veranlassung der Prospekthaftung durch die Aktionäre	204
3. Gemischte Platzierung	205
a) Tilgung einer Verbindlichkeit des Aktionärs	206
b) Weiterleitung an den Aktionär	206
c) Veranlassung der Prospekthaftung durch den Aktionär	206
d) Berücksichtigung der Eigeninteressen der Gesellschaft	208
4. Platzierung eigener Aktien der Gesellschaft	210
5. Reine Börsenzulassung	210
a) Veranlassung	210
b) Tilgung einer Verbindlichkeit	211
c) Weiterleitung an den Aktionär	212
d) Ausschluss der Rückgewährpflicht nach § 62 Abs. 1 S. 2 AktG analog	212
II. Haftung bei fehlendem Wertpapierprospekt	214
1. Umplatzierung	214
2. Kapitalerhöhung	214
3. Gemischte Platzierung	215
III. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapier-Informationsblatt	216
IV. Haftung bei fehlendem Wertpapier-Informationsblatt	216
V. Haftung für die Angebotsunterlage nach § 12 WpÜG	217
1. Tauschangebot durch den Aktionär der Gesellschaft	217
a) Tilgung einer Verbindlichkeit	217
b) Weiterleitung einer Leistung	218
c) Veranlassung der Angebotsunterlage	218
2. Tauschangebot durch die Gesellschaft	219
a) Tilgung einer Verbindlichkeit	219
b) Weiterleitung der Leistung	219

c) Veranlassung der Leistung	219
VI. Haftung nach § 306 Abs. 1, 2 und § 307 Abs. 3 KAGB	220
1. Veräußerung der Aktien aus dem Bestand der Aktionäre	220
a) Tilgung einer Verbindlichkeit	220
b) Veranlassung der Haftung	220
c) Weiterleitung an den Aktionär	221
2. Veräußerung von Aktien aus einer Kapitalerhöhung	223
VII. Haftung nach § 306 Abs. 5 KAGB	223
1. Veräußerung der Aktien aus dem Bestand der Aktionäre	223
2. Veräußerung von Aktien aus einer Kapitalerhöhung	224
VIII. Ad-hoc-Haftung	224
1. Veräußerung von Aktien durch einen Aktionär	224
a) Zurechnung der Schadensersatzleistung	224
aa) Veranlassung der Haftung	224
bb) Tilgung einer Verbindlichkeit	225
cc) Weiterleitung an den Aktionär	225
b) Ausschluss der Rückgewährpflicht nach § 62 Abs. 1 S. 2 AktG analog	227
2. Kapitalerhöhung	228
IX. Haftung nach allgemeinem Deliktsrecht	228
1. Veräußerung von Aktien durch einen Aktionär	229
a) Veranlassung der Leistung	229
b) Tilgung einer Verbindlichkeit des Aktionärs	229
c) Weiterleitung an den Aktionär	229
aa) Geltendmachung des Kursdifferenzschadens	229
bb) Geltendmachung des Vertragsabschlusschadens	230
2. Kapitalerhöhung	231
X. Culpa in Contrahendo	231
1. Kapitalerhöhung	231
2. Veräußerung von Aktien durch einen Aktionär	232
a) Tilgung einer Verbindlichkeit	232
b) Weiterleitung der Leistung	232
c) Veranlassung der Leistung	233
E. Zusammenfassung der Ergebnisse	235
I. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapierprospekt	235
II. Haftung bei fehlendem Wertpapierprospekt	237
III. Haftung bei fehlerhaftem Wertpapier-Informationsblatt	238
IV. Haftung bei fehlendem Wertpapier-Informationsblatt	239
V. Haftung nach §§ 20 ff. VermAnlG	240
VI. Haftung für ein fehlerhaftes Basisinformationsblatt	240

VII. Haftung für die Angebotsunterlage nach § 12 WpÜG	240
VIII. Haftung nach § 306 Abs. 1, 2 und § 307 Abs. 3 KAGB	242
IX. Haftung nach § 306 Abs. 5 KAGB	243
X. Ad-hoc-Haftung	245
XI. Haftung nach allgemeinem Deliktsrecht	246
XII. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne	248
XIII. Culpa in contrahendo	248
F. Fazit	250
Literaturverzeichnis	251
Stichwortverzeichnis	263

Abkürzungsverzeichnis

1. FiMaNoG	Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz)
2. FiMaNoG	Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz)
3. FMFG	Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz)
4. FMFG	Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz)
a.A.	andere(r) Ansicht
Abs.	Absatz
a.F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft
AIF	Alternative Investmentfonds
AIFM-RL	Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010
AktG	Aktiengesetz
Aktiengesellschaften-Verschmelzungs-RL	Richtlinie 2011/35/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 5. April 2011 über die Verschmelzung von Aktiengesellschaften
Alt.	Alternative
Art.	Artikel
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
Aufl.	Auflage
AusInvestmG	Auslandinvestment-Gesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
BeckRS	Beck online Rechtsprechung
Beschl. v.	Beschluss vom
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt an einer Wertpapierbörsse
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
bzw.	beziehungsweise
CFL	Corporate Finance Law

DB	Der Betrieb
d.h.	das heißt
DStR	Deutsches Steuerrecht
Erg.-Lfg.	Ergänzungslieferung
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Gemeinschaften
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f./ff.	und die Folgende(n)
Fn.	Fußnote
gem.	gemäß
GesR-RL	Richtlinie (EU) 2017/1132 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über bestimmte Aspekte des Gesellschaftsrechts
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
HGB	Handelsgesetzbuch
Hinweisbeschl. v.	Hinweisbeschluss vom
h.M.	herrschende Meinung
Hs.	Halbsatz
InsO	Insolvenzordnung
InvG	Investmentgesetz
i.V.m.	in Verbindung mit
JW	Juristische Wochenschrift
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
Kapital-RL	Richtlinie 2012/30/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Oktober 2012 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 54 Absatz 2 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten (Neufassung)
Kapital-RL 1977	Zweite Richtlinie 77/91/EWG des Rates vom 13. Dezember 1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 58 Absatz 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LG	Landgericht
lit.	Buchstabe
LMK	Kommentierte BGH-Rechtsprechung Lindenmaier-Möhring
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmisbrauch (Marktmisbrauchsverordnung)

Marktmissbrauchs-RL	Richtlinie 2003/63/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation
MiFID	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OGAW-RL	Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)
OLG	Oberlandesgericht
PRIIP-VO	Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP)
Prospekt-DVO	Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospektien enthaltenen Angaben sowie die Aufmachung, die Aufnahme von Angaben in Form eines Verweises und die Veröffentlichung solcher Prospekte sowie die Verbreitung von Werbung.
Prospektrichtlinie- Umsetzungsgesetz	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG
Prospekt-RL	Richtlinie 2003/71/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG
Prospekt-VO	Verordnung (EU) des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG
Rating-VO	Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen

RGZ	Sammlung der Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
Rn.	Randnummer
Rz.	Randziffer
S.	Seite
StGB	Strafgesetzbuch
Transparenz-RL	Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG
TUG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz)
Übernahme-RL	Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. 4. 2004 betreffend Übernahmeangebote
UmwG	Umwandlungsgesetz
Urt. v.	Urteil vom
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz
VermAnlG	Gesetz über Vermögensanlagen
Vorlagebeschl. v.	Vorlagebeschluss vom
Wertpapierdienstleistungs-RL	Richtlinie 93/22/EWG des Rates über Wertpapierdienstleistungen vom 10. Mai 1993
WM	Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
WpPG	Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AV	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozeßordnung

A. Einleitung

Schon früh beschäftigte das Spannungsverhältnis zwischen Kapitalmarkthaftung und dem aktienrechtlichen Kapitalschutz die Rechtsprechung. So wies zunächst im Jahr 1903 das Reichsgericht die Klage eines getäuschten Aktionärs auf Rückzahlung des Erwerbspreises für seine im Rahmen einer Kapitalerhöhung erworbenen Aktien mit der Begründung ab, es sei „ausgeschlossen, dass [ein Aktionär] durch seine Beteiligung an der Gesellschaft zugleich Gläubigerrechte gegen dieselbe erlangt“.¹ Aus dem Kapitalerhaltungsgrundsatz folge, dass der Aktionär außer dem Anspruch auf Reingewinn keine Ansprüche aus dem Gesellschaftsverhältnis – und dazu zähle auch der Schadensersatzanspruch – geltend machen könne.

1909 konkretisierte das Reichsgericht seine Rechtsprechung dahingehend, dass der Kapitalerhaltungsgrundsatz Schadensersatzansprüche von Aktionären gegen ihre Aktiengesellschaft nur bei Zeichnung, nicht jedoch beim derivativen Erwerb der Aktien, ausschließe.² Diese Rechtsgeschäfte seien nicht dem Gesellschaftsrecht zuzuordnen, weshalb der Aktionär der Gesellschaft bei darauf beruhenden Schadensersatzansprüchen nicht als Aktionär, sondern als Gläubiger gegenüberstehe. Zudem würde andernfalls die Prospekthaftung gerade in den Fällen, für die sie bestimmt ist, nicht eingreifen, da der Prospekt regelmäßig von der Gesellschaft selbst ausgeht.

Bei der Aufarbeitung der Skandale im Zusammenhang mit dem Neuen Markt beschäftigte sich 2005 im Fall „EM.TV“ zum ersten Mal auch der BGH mit dem Konflikt von Schadensersatzansprüchen und Kapitalerhaltung. Das Gericht räumte dabei den auf allgemeines Deliktsrecht gestützten Ansprüchen der Anleger wegen fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen den Vorrang vor dem Verbot der Einlagenrückgewähr und dem Verbot des Erwerbs eigener Aktien ein.³ Da es sich in dem zu entscheidenden Fall um einen derivativen Aktienerwerb handelte, konnte der BGH auf die entsprechende Rechtsprechung des Reichsgerichts und die diesem folgende herrschende Literaturansicht verweisen. In einem *obiter dictum* deutete er jedoch an, dass „im Hinblick auf die eindeutig in die Richtung auf eine unbeschränkte Haftung der Aktiengesellschaft weisenden Äußerungen des historischen Gesetzgebers“ die Unterscheidung zwischen originärem und derivativem Erwerb zu hinterfragen sei.⁴

Im Rahmen der „ComROAD“-Urteile hat der BGH seine Rechtsprechung zum

¹ RG, Urt. v. 14.3.1903 – I 371/02, RGZ 54, 128, 132.

² RG, Urt. v. 28.4.1909 – I 254/08, RGZ 71, 97, 98 ff.; bestätigt in: RG, Urt. v. 2.6.1916 – III 61/16, RGZ 88, 271, 272 f.

³ BGH, Urt. v. 9.5.2005 – II ZR 87/02, NJW 2005, 2450, 2452 („EM.TV“).

⁴ BGH, Urt. v. 9.5.2005 – II ZR 87/02, NJW 2005, 2450, 2452 („EM.TV“).

Verhältnis der Schadensersatzansprüche zu den §§ 57 und 71 AktG noch mehrmals bestätigt.⁵

In der Sache „Hermann“ entschied im Jahr 2013 schließlich der EuGH aufgrund einer Vorlage des Handelgerichts Wien, dass auch die europarechtlichen Kapitalschutzvorschriften nationalen Kapitalmarkthaftungsansprüchen der Aktionäre gegen die Aktiengesellschaft nicht entgegenstehen.⁶

Während sich die Rechtsprechung folglich bislang stets nur mit der Frage beschäftigt hatte, ob der Kapitalschutz der Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen der Aktionäre entgegensteht, hat der BGH sich in seiner Entscheidung „Dritter Börsengang“ dem Verhältnis von Kapitalschutz und Kapitalmarkthaftung erstmals unter einem anderen Blickwinkel gewidmet: Die Deutsche Telekom AG hatte im Rahmen der Umplatzierung von Aktien ihrer Großaktionärin einen Prospekt herausgegeben, aufgrund dessen sie von den Anlegern aus Prospekthaftung in Anspruch genommen wurde. Statt den Anlegern jedoch einen Anspruch auf Schadensersatz wegen des Grundsatzes des Kapitalschutzes zu verwehren, sprach der BGH hier der Deutsche Telekom AG unter Berufung auf den Kapitalerhaltungsgrundsatz einen Anspruch gegen die umplatzierende Großaktionärin zu.⁷ Dem Kapitalschutz wird somit nicht durch eine Verwehrung der Ansprüche der geschädigten Anleger, sondern durch einen Regress bei den Altaktionären Rechnung getragen.

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit soll folglich untersucht werden, inwiefern sich diese Rechtsprechung auch auf weitere Fälle der Kapitalmarkthaftung der Aktiengesellschaft gegenüber ihren Aktionären übertragen lässt.

In einem ersten Schritt soll dabei darauf eingegangen werden, in welchen Fällen es zu einer Haftung der Aktiengesellschaft gegenüber ihren Aktionären kommen kann (Kapitel B). Dabei sollen vor allem auch die Neuerungen des Kapitalmarktrechts durch die Gesetzesänderungen der letzten Jahre berücksichtigt werden, sofern sich hieraus relevante Änderungen für die Haftung der Aktiengesellschaft ergeben. Hervorzuheben sind dabei beispielsweise das Inkrafttreten der Prospekt-VO, wonach sich die Prospektflicht nun unmittelbar aus dem Europarecht ergibt, die Änderungen in Bezug auf die Ad-hoc-Haftung durch die unmittelbare Geltung der Marktmisbrauchsverordnung und durch die Finanzmarktnovellierungsgesetze, die Einführung des KAGB durch das AIFM-Umsetzungsgesetz sowie die Einführung der Haftung bei einem fehlerhaften oder fehlenden Wertpapier-Informationsblatt durch das „Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur

⁵ BGH, Hinweisbeschl. v. 28. 11. 2005 – II ZR 80/04, NZG 2007, 345 Rn. 3; Beschl. v. 26. 6. 2006 – II ZR 153/05, NZG 2007, 269, 270 Rn. 9; Urt. v. 4. 6. 2007 – II ZR 147/05, NJW 2008, 76, 77 Rn. 11; Urt. v. 4. 6. 2007 – IIZR 173/05, NZG 2007, 711, 712 Rn. 11; Urt. v. 7. 1. 2008 – II ZR 229/05, NZG 2008, 382, 383 Rn. 11; Urt. v. 7. 1. 2008 – II ZR 68/06, NZG 2008, 385; Urt. v. 3. 3. 2008 – II ZR 310/06, NZG 2008, 386, 387 Rn. 11 („ComROAD-Urteile“).

⁶ EuGH, Urt. v. 19. 12. 2013 – C-174/12, NZG 2014, 215 ff. („Hermann“).

⁷ BGH, Urt. v. 31. 5. 2011 – II ZR 141/09, NJW 2011, 2719 ff. („Dritter Börsengang“).

Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze“. Gleiches gilt für die jüngere kapitalmarktrechtliche Rechtsprechung.

In einem zweiten Schritt ist darauf einzugehen, ob in den in Kapitel B erörterten Fällen die Schadensersatzansprüche dem Kapitalschutz vorgehen (Kapitel C). Dabei soll diese Arbeit eine möglichst umfassende Behandlung der kapitalmarktrechtlichen Haftungsvorschriften im Hinblick auf den Konflikt zum Kapitalschutz leisten. Im Zusammenhang mit Haftungstatbeständen wie beispielsweise der Haftung bei einem fehlerhaften oder fehlenden Wertpapier-Informationsblatt nach § 11 bzw. § 15 WpPG, der Haftung für eine fehlerhafte Angebotsunterlage nach § 12 WpÜG, der Haftung nach §§ 306, 307 KAGB oder der Haftung aus *culpa in contrahendo* wurde das Verhältnis zum aktienrechtlichen Kapitalschutz nämlich bisher nur wenig bis gar nicht behandelt. Dabei soll insbesondere auf die Unterschiede der einzelnen Haftungstatbestände und die Frage, ob sich daraus ein anderes Ergebnis bezüglich des Verhältnisses zum aktienrechtlichen Kapitalschutz ergibt, eingegangen werden.

Ferner wurde das Verhältnis der Kapitalmarkthaftung zum aktienrechtlichen Kapitalschutz bisher vor allem im Zusammenhang mit dem Grundsatz der Kapitalerhaltung und dem Verbot des Erwerbs eigener Aktien diskutiert. Bei einer Haftung im Zusammenhang mit der Neuemission von Aktien besteht aber ebenfalls ein potenzieller Konflikt mit dem Grundsatz der Kapitalaufbringung. Da für die Kapitalaufbringung teilweise strengere Grundsätze gelten als für die Kapitalerhaltung, ist auch dieses Verhältnis gesondert zu behandeln.

Des Weiteren hat auch eine Auseinandersetzung mit der europarechtlichen Zulässigkeit der Kapitalmarkthaftungsansprüche gegen die Aktiengesellschaft zu erfolgen.

Sofern die Aktiengesellschaft nach den Ergebnissen der Kapitel B und C gegenüber den Anlegern haftet, ist sodann im letzten Schritt zu untersuchen, ob sich aus dem aktienrechtlichen Kapitalerhaltungsgrundsatz ein Regressanspruch gegen die Altaktionäre ergibt (Kapitel D). Hierzu sind vor allem die bisher noch unklaren dogmatischen Grundlagen für die Annahme einer kapitalerhaltungsrechtlich relevanten Leistung der Gesellschaft an die Altaktionäre in der „Dritter Börsengang“-Entscheidung⁸ zu ergründen sowie deren Übertragbarkeit auf andere Konstellationen der Kapitalmarkthaftung der Aktiengesellschaft zu untersuchen.

⁸ BGH, Urt. v. 31.5.2011 – II ZR 141/09, NJW 2011, 2719 ff. („Dritter Börsengang“).