

MARC-PHILIPPE WELLER*

Fehlerhafte Kapitalmarktinformation zwischen Freiheit und Haftung

I. Einführung

Das Bürgerliche Recht ist ein Recht der Freiheit¹; unternehmerisches Handeln genießt im Interesse der volkswirtschaftlichen Wohlfahrtssteigerung große Freiräume.² Eine außervertragliche Vermögenshaftung für fehlerhafte Unternehmensinformationen bildet daher die Ausnahme.³ Dieser freiheitsoptimierende Ansatz verfügt freilich über eine Kehrseite: Schadensersatzansprüche sind angesichts ihrer hohen Hürden schwer zu realisieren, so dass die Geschädigten Gefahr laufen „auf ihren Schäden sitzen“ zu bleiben.

Dieses Spannungsverhältnis zwischen Freiheit und Haftung manifestiert sich mit aktueller Virulenz beim Anlegerschutz wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation,⁴

* Prof. Dr. Marc-Philippe Weller, Licencié en droit, ist Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Freiburg und Direktor des dortigen Instituts für Wirtschaftsrecht. Gedankt sei Frau *Wiss. Mit. Jessica Moser*, Freiburg, für ihre wertvolle Hilfe bei der Erstellung des Manuskriptes. Der Beitrag geht auf einen Vertrag zum Thema „Civil Liability for Incorrect Capital Market Information“ zurück, der erscheinen soll in: *Fleischer* (ed.), German-French Symposium on Company Law, 2013. Der Beitrag ist *Herrn Prof. Dr. Michael Hoffmann-Becking* in herzlicher Verbundenheit zum 70. Geburtstag gewidmet.

¹ *Flume*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts – Das Rechtsgeschäft, 4. Aufl. 1992, S. 1 ff.; ferner *Busche*, Privatautonomie und Kontrahierungszwang, 1999, S. 16 ff; *Weller*, Die Vertragstreue, 2009, S. 65 ff., 86 ff., 153 ff., 572 f.

² Mit Verve fordert auch der *Jubilar* immer wieder die Wertschätzung angemessener unternehmerischer Freiheit ein, etwa jüngst mit seiner Kritik an der Überregulierung durch den Deutschen Corporate Governance Kodex, *Hoffmann-Becking*, ZIP 2011, 1173, 1176.

³ *Mansel*, Grundlagen der Informationshaftung – Zu Grundfragen des Haftungsrechts und des Informationsrechts am Beispiel der Haftung für fehlerhafte Informationen, Habilitationsschrift, Heidelberg 1998.

⁴ Ziel eines effizienten Kapitalmarkts ist es, den Informationsstand des Publikums für anlegerrelevante Entscheidungen auf ein potenziell gleiches Niveau zu heben, denn die Allokationsfunktion des Kapitalmarktes steht und fällt mit der Qualität der Kapitalmarktinformation. Publizitätspflichten sollen daher bestehende Informationsgefälle zwischen verschiedenen Anlegern ausgleichen und gleichzeitig ein möglichst hohes Maß an Transparenz gewährleisten. Dabei wird zwischen der so genannten Regelpublizität (diese wiederum unterteilt sich in die handelsrechtliche Publizität nach §§ 325 ff. HGB und die börsenrechtliche Publizität) und der Ad hoc-Publizität, die in § 15 WpHG verankert ist, unterschieden; *Reichert/Weller*, Haftung von Kontrollorganen, ZRP 2002, 49, 52; *Schnyder*, MüKo, Band 11, 5. Aufl. 2010, Internationales Kapitalmarktrecht, Rn. 123 ff.

wie die bekannten Fälle ComRoad,⁵ EM.-TV,⁶ Infomatec⁷ und zuletzt IKB⁸ erhellten. Paradigmatisch ist hierbei folgende Sachverhaltskonstellation:⁹ Die börsennotierte Aktiengesellschaft A vermeldet über ihren Vorstand V in einer Ad hoc-Mitteilung wahrheitswidrig den Abschluss eines Joint Ventures mit einem neuen strategischen Geschäftspartner und prognostiziert eine „rosige“ Ertragslage. Tatsächlich ist der Vertrag über das Joint Venture jedoch noch gar nicht geschlossen. Anleger C erwirbt auf der Grundlage dieser (fehlerhaften) Ad hoc-Meldung Aktien der A-AG an der Börse. Kurze Zeit später stellt sich heraus, dass das Joint Venture-Vorhaben gescheitert ist; der Aktienkurs der A-AG erleidet daraufhin massive Verluste. C fragt nun nach seinen Ansprüchen.

Als Anspruchsgegner kommen in diesem Fall sowohl die A-AG als Emittentin der von C erworbenen Aktien als auch der Vorstand V in Betracht. Da C zu den beiden Beteiligten keine unmittelbaren Vertragsbeziehungen unterhält, rücken gesetzliche Ansprüche in den Fokus (**unter III.**). Als zentrale deliktische Anspruchsnorm für Vermögensschäden fungiert hierbei § 826 BGB (**unter IV.**). Gegenüber der Gesellschaft ist darüber hinaus noch an spezielle kapitalmarktrechtliche Haftungsinstrumente (§§ 37b/c WpHG) zu denken (**unter V.**). Zunächst soll jedoch das Haftungssystem des deutschen Privatrechts kursorisch skizziert werden, um in diesem Lichte die Rechtsprechung zur Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen zu würdigen (**unter II.**).

⁵ BGH, Beschl. v. 28.11.2005, II ZR 80/04, ComRoad I; BGH, Beschl. v. 28.11.2005, II ZR 246/06, ComRoad II; Beschl. v. 26.06.2006, II ZR 153/05, ComRoad III; BGH, Beschl. v. 04.06.2007, II 147/05, ComRoad IV; BGH, Urt. v. 04.06.2007, II ZR 173/05, ComRoad V; BGH, Urt. v. 07.01.2008, II ZR 229/05, ComRoad VI; BGH, Urt. v. 07.01.2008, II ZR 229/05, ComRoad VII; BGH, Urt. v. 03.03.2008, II ZR 310/06, ComRoad VIII.

⁶ BGH, Urt. v. 09.05.2005, II ZR 287/02, EM.TV.

⁷ BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I; BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 402/02, BGHZ 160, 149, Infomatec II; BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 217/03, BGHZ 160, 149, Infomatec III.

⁸ BGH, Urt. v. 13.12.2011, XI ZR 51/10, JZ 2012, 571, IKB; hierzu *Bachmann*, Anmerkung zu IKB, JZ 2012, 578 ff.; *Klöhn*, Haftung wegen fehlerhafter Ad hoc-Publizität, AG 2012, 345 ff.; *Spindler*, Haftung für fehlerhafte und unterlassene Kapitalmarktinformationen, NZG 2012, 575 ff.

⁹ Vgl. den Sachverhalt der Infomatec III-Entscheidung, BGH NJW 2004, 2971: „Am 20.05.1999 gab sie [die Infomatec III AG] bekannt, der Mobilfunkanbieter M habe bei ihr „per Rahmenabkommen Surfstationen und die zugehörigen JNT-Lizenzen geordert“; das Auftragsvolumen betrage mindestens circa 55 Mio. DM, wobei die Abwicklung in mehreren Chargen erfolge. Diese Ad hoc-Mitteilung, die vom Bekl. zu 3 [= stellvertretender Vorstandsvorsitzender] veranlasst und vom Bekl. zu 2 [= Vorstandsvorsitzender] gebilligt worden war, gab den mit der M abgeschlossenen Vertrag nicht richtig wieder: Tatsächlich enthielt er nur eine verbindliche Bestellung über 14.000 Surfstationen mit einem Gesamtvolumen von circa 9,8 Mio. DM; ergänzend war von M lediglich für den Fall einer erfolgreichen Testphase die Erhöhung des Auftrags von 14.000 auf 100.000 Stationen in Aussicht gestellt worden. Erst mit dieser Folgebestellung – die allerdings nicht erfolgte – wäre das in der Ad hoc-Meldung vom 20.05.1999 mitgeteilte Auftragsvolumen von 55 Mio. DM erreicht worden.“

II. Das Bürgerliche Recht als Recht der Freiheit

1. Das Freiheitsparadigma des 20. Jahrhunderts: Vertrag und „kleine deliktische Generalklauseln“

Idee directrice des Bürgerlichen Recht ist die Freiheitsverwirklichung des Einzelnen.¹⁰ Rechtlich umgesetzt wird diese durch das Institut der Privatautonomie mit ihrem wichtigsten Aktstypus, der Willenserklärung. Hiernach kann jedes Individuum seine Lebensverhältnisse grundsätzlich „in freier Selbstherrlichkeit“ selbst regeln (*Flume*).¹¹

Der freiheitliche Ansatz des BGB zeigt sich insbesondere an der Dichotomie von Vertrag und Delikt.¹² Nach der Vorstellung des historischen Gesetzgebers setzt eine Schadensersatzhaftung für Vermögensschäden im Ausgangspunkt ein „vorsätzliches Handeln“ voraus: Wird ein Vertrag geschlossen, so ist das Handeln mit seinen haftungsträchtigen Folgen im Vertragsverletzungsfall von einer *bewusst erklärten* Willenserklärung getragen.¹³

Außerhalb einer Vertragsbeziehung hingegen gilt das deliktische System der „drei kleinen Generalklauseln“.¹⁴ Diese verfolgen ebenfalls einen freiheitssichernden Zweck.¹⁵ Anders als in Rechtssystemen¹⁶ mit nur *einer* deliktischen Generalklausel auf Fahrlässigkeitsbasis – wie etwa Art. 1382¹⁷ Code civil¹⁸ – sind Vermögensschä-

¹⁰ Dies überrascht in Anbetracht dessen, dass die Gründungsväter des BGB die Bildungs- und Wirtschaftsbürger als Leitbild vor Augen hatten, nicht. Näher zu dem damit einhergehenden Leitbild *Dauner-Lieb*, Europäisches Verbraucherschutzrecht, 1983, S. 279, 286 ff.; *Mansel*, Grundlagen der Informationshaftung, Habil. Heidelberg 1999, S. 139 ff.

¹¹ *Flume*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts – Das Rechtsgeschäft, 4. Aufl. 1992, S. 1 ff.

¹² Ein *einheitlicher* zivilrechtlicher Haftungstatbestand oder aber eine Qualifikation der Vertragsverletzung als Delikt – wie sie von den Anhängern der Death of Contract-These vertreten wird – ist aufgrund fundamentaler Tatbestands- und Rechtsfolgenunterschiede abzulehnen, vgl. *Weller*, Die Vertragstreue, weitere Verweise auf S. 561, 566, 572 f.

¹³ Zu den schneidigen Rechtsfolgen eines Vertrages *Kegel*, Vertrag und Delikt, 2002.

¹⁴ Hierzu *Kötz/Wagner*, Deliktsrecht, 11. Aufl. 2010, Rn. 93 ff.; *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2, 13. Aufl. 1994, § 75 I 3 a) (S. 354); v. *Bahr*, Gemeineuropäisches Deliktsrecht I, 1996, Rn. 13 ff.

¹⁵ *Canaris*, Schutzgesetze – Verkehrspflichten – Schutzpflichten, FS Larenz, 1983, S. 27, 35 f.; *Kötz/Wagner*, Deliktsrecht, 11. Aufl. 2010, Rn. 93 ff.

¹⁶ Die Artt. 1382, 1383 des französischen Code civil (1804) als alleinige Ausprägung des verschuldensgebundenen französischen Haftungsrechts lassen sich als eine von den Gerichten ausfüllungsbedürftige, gemeinsame echte Generalklausel begreifen, die die „faute“, die Kausalität und den Schaden voraussetzen. Ebenfalls für eine große deliktische Generalklausel haben sich Österreich (mit § 1295 Abs. 1 ABGB), die Schweiz (mit Art. 41 Abs. 1 OR), Italien (mit Art. 2043 Codici civile) sowie das anglo-amerikanische Recht entschieden, vgl. *Kötz/Wagner*, Deliktsrecht, 11. Aufl. 2010, Rn. 21 ff.; v. *Bahr*, Gemeineuropäisches Deliktsrecht I, 1996, Rn. 13 ff., 36 ff.

¹⁷ Art. 1382 des französischen Code civil lautet: „Tout fait quelconque de l'homme, qui cause à autrui un dommage, oblige celui par la faute duquel il est arrivé à le réparer“.

¹⁸ Der französische Gesetzgeber hatte bei der Kodifizierung die Fixierung des „*neminem laedere*“-Grundsatzes im Blick; es ging ihm mithin gerade nicht um eine umfassende Detail-

den nach deutschem Deliktsrecht¹⁹ grundsätzlich nur bei vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung gemäß § 826 BGB ersatzfähig.²⁰ Umgekehrt formuliert: Die unternehmerische Freiheit soll nicht durch ein (zu) rigides Haftungsregime eingeengt werden. Unterhalb der Schwelle der *freiwilligen* Vertragsbeziehung oder der *vorsätzlichen* sittenwidrigen Schädigung soll mithin Raum für eine schöpferisch-kreative Freiheitsentfaltung bestehen.

2. Materialisierung und Haftungsausweitung im 21. Jahrhundert

Dieses freiheitsoptimierende Leitbild hat sich jedoch im Laufe des 21. Jahrhunderts verschoben. Zur Zeit ihrer Kodifikation gingen der französische Code civil (1804) und das Bürgerliche Gesetzbuch (1900) – so eine treffende Formel von Denis Mazeaud – von der Maxime „liberté car égalité“ aus.²¹ Unter dem Eindruck von sozialen und gesellschaftlichen Veränderungen gilt demgegenüber heute: „liberté si égalité“.²² Die Gleichheit aller Marktakteure ist angesichts von Informationsasymmetrien und Machtungleichgewichten keine vorrechtliche Selbstverständlichkeit mehr, vielmehr muss sie von der Rechtsordnung für die „Schwächeren“ wiederhergestellt werden: Etwa durch das Verbraucherschutzrecht oder

regelung, sondern um die Implementierung der „vérités éternelles“ in eine nur eingeschränkt subsumtionsfähige Basisnorm. Vgl. Exposé de motifs von Treilhand Nr. 5 (bei Locré VI S. 275), zitiert nach v. Bahr, *Gemeineuropäisches Deliktsrecht I*, 1996, Rn. 14 f.

¹⁹ In Anbetracht der Erwartung, durch einzelne und erschöpfend normierte Einzeltatbestände keinen hinreichenden Schutz gegen unerlaubte Handlungen gewährleisten zu können, war lange Zeit umstritten, ob das Bürgerliche Gesetzbuch stattdessen eine an das französische Recht angelehnte, schuldhaft und widerrechtliche Schadensverursachung voraussetzende große Generalklausel aufnehmen sollte. Im Laufe der Beratungen entschieden sich die „Gründungsväter“ des Bürgerlichen Gesetzbuches nach anfänglichen Gegentendenzen schließlich aufgrund der Unbestimmtheit und der damit einhergehenden Unsicherheiten für drei allgemeine, flexible Deliktstatbestände (§ 823 Abs. 1, § 823 Abs. 2, § 826 BGB). Hierzu und zu den Erwägungen für das Konzept des Deliktsrechts, vgl. *Kötz/Wagner, Deliktsrecht*, 11. Aufl. 2010, Rn. 15 ff., 93 ff.

²⁰ Die Vorschrift des § 823 Abs. 1 BGB ist auf die Schadensersatzpflicht bei Einbußen, die Folge der Verletzung eines absoluten Rechts oder Rechtsguts sind, bei gleichzeitiger Ausklammerung primärer Vermögensschäden und immaterieller Persönlichkeitsinteressen, beschränkt. Zu den historischen Gründen vgl. umfangreich *Wagner, MüKo § 823 BGB* Rn. 13, 184 ff., 352 ff. mit Verweis auf die Prot. II S. 573 f der zweiten Kommission. Ein Vermögensschaden kann hingegen über § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. Schutzgesetz ersatzfähig sein. Dies setzt jedoch einen Verstoß gegen ein spezielles Schutzgesetz voraus. Neben der Restriktion durch eine (jedenfalls auch) individualschützende Schutzgesetzverletzung ist eine weitere Beschränkung darin zu sehen, dass eine Vielzahl der auf den Vermögensschutz abzielenden Schutzgesetze (z.B. Vermögensstrafatbestände wie §§ 263, 266 StGB) ein vorsätzliches Handeln erfordern. Insgesamt unterliegt somit ein grundsätzlich über § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. Schutzgesetz möglicher Vermögensschutz hohen Anforderungen.

²¹ So *Mazeaud* in einem Vortrag im Rahmen der Münsteraner Journées franco-allemandes 2011, zitiert nach *Weitenberg, 3èmes Journées franco-allemandes, ZEuP* 2012, 435, 427.

²² *Mazeaud*, zitiert nach *Weitenberg, 3èmes Journées franco-allemandes, ZEuP* 2012, 435, 427.

– für das vorliegende Thema von Interesse – durch Regelungen zum Anleger-schutz.

Die Materialisierung des Zivilrechts²³ äußert sich nicht zuletzt in einer Pflichtenintensivierung und einer Haftungsausweitung: Stichworte sind hier die Extension der scharfen vertraglichen Haftung (§§ 280 Abs. 1 S. 2, 278 BGB) in den vorvertraglichen Bereich über die culpa in contrahendo (§ 311 Abs. 2 und 3 BGB) sowie die Auffächerung des Grundsatzes von Treu und Glauben (§ 242 BGB) in eine Reihe von Nebenpflichten, namentlich Treue-, Auskunft-, Anzeige-, Rücksichts-, Mitwirkungs- und Kooperationspflichten, deren Verletzung jeweils Schadensersatz (§ 280 BGB) nach sich zieht.²⁴ Speziell mit Blick auf Anleger wurde zunächst die Prospekthaftung²⁵ und dann sogar ein ganz neues Rechtsgebiet entwickelt, das Kapitalmarktrecht.²⁶ Flankiert wird dies durch Schutzzinstrumentarien aus dem Bank- und Geschäftsbesorgungsrecht, namentlich um besonders strenge Aufklärungspflichten der Finanzintermediäre, etwa im Fall von Anlageberatungsverträgen zwischen einer Bank und ihren Kunden.²⁷

3. Ausbalancierung von Freiheit und Haftung im 22. Jahrhundert

Indes: Zu Beginn des 21. Jahrhunderts ist eine Renaissance des Freiheitsgedankens zu beobachten. Im IPR ist die Rechtswahlfreiheit auf dem Vormarsch,²⁸ im Internationalen Gesellschaftsrecht setzt sich mit der Gründungstheorie die Rechtsform-wahlfreiheit mehr und mehr durch.²⁹ In prozessualer Hinsicht wird Gesellschaftern die Freiheit eingeräumt, ihre Streitigkeiten von Schiedsgerichten entscheiden zu lassen.³⁰

²³ Grundlegend *Canaris*, Tendenzen der „Materialisierung“, AcP 200 (2000), S. 273, 277 f., 282 ff., 296 ff.

²⁴ *Spindler*, Pflichten des Bankvorstandes, NZG 2010, 281, 283 f.

²⁵ Zur Prospekthaftung siehe infra Fn. 38 und 39.

²⁶ Zur Entwicklung und zum *telos Rudolf*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 1 Rn. 52 ff.; *Grunewald/Schlitt*, Kapitalmarktrecht, 2009, S. 223 ff., 259 ff. Das Kapitalmarktrecht zielt einerseits auf die Produktion und Veröffentlichung der notwendigen Informationen ab, daneben soll aber den Marktteilnehmern auch der Zugang zu diesen Informationen sowie deren Richtigkeit gewährleistet werden.

²⁷ BGH, Urt. v. 06.07.1993, XI ZR 12/93, BGHZ 123, 126, Bond; Urt. v. 22.03.2011, XI ZR 33/10, BGHZ 189, 13, Ille ./.. Deutsche Bank; BGH, Urt. v. 27.09.2011, XI ZR 178/10, Lehmann Brothers und BGH, Urt. v. 27.09.2011, XI ZR 182/10, Lehmann Brothers; Näher *Buck-Heeb*, Der Anlageberatungsvertrag – Fremd- und Eigeninteresse, WM 2012, 625, 626 ff.; *Weller*, Die Dogmatik des Anlageberatungsvertrages, ZBB 2011, 191 ff.

²⁸ Vgl. Art. 3 Rom I-VO sowie Art. 14 Rom II-VO; ferner *Basedow*, Theorie der Rechtswahl, RabelsZ, 32, 50 ff.; *Pfeiffer*, Die Abwahl des deutschen AGB-Rechts in Inlandsfällen bei Vereinbarung eines Schiedsverfahrens, NJW 2012, 1169 ff.; *Weller*, Anknüpfungsprinzipien im Europäischen Kollisionsrecht, IPRax 2011, 429 ff.

²⁹ *Weller*, Europäische Rechtsformwahlfreiheit und Gesellschafterhaftung, 2004, S. 68 ff.

³⁰ BGH, Urt. v. 29.03.1996, II ZR 124/95, Schiedsfähigkeit I; BGH, Urt. v. 06.04.2009, II ZR 255/08, Schiedsfähigkeit II; hierzu: *Borris*, Schiedsfähigkeit gesellschaftsrechtlicher Streitigkeiten in der AG, NZG 2010, 481 ff.; *Papmehl*, Die Schiedsfähigkeit gesellschaftsrechtlicher Streitigkeiten, 2001, S. 1 ff., 105 ff.

Im nationalen Gesellschaftsrecht wird die Haftungs*freiheit* zugunsten von Gesellschaftern von Kapitalgesellschaften stärker betont, indem die verschuldensunabhängige Konzern*struktur*haftung (Autokran,³¹ Video³² und TBB³³) abgeschafft wurde. An ihre Stelle ist mit der Existenzvernichtungshaftung in den BGH-Judikaten Bremer Vulkan³⁴ und KBV³⁵ zunächst eine Fahrlässigkeits*verhaltens*haftung getreten. Diese wurde sodann nochmals zugunsten der Gesellschafter zu einer *Vorsatz*verhaltenshaftung weiterentwickelt, indem der BGH die Existenzvernichtungshaftung seit der Trihotel-Entscheidung auf § 826 BGB stützt und damit den Handlungsfreiraum für Gesellschafter erweitert.³⁶

Bilanz: Der ausgeprägten Materialisierung steht neuerdings eine verstärkte Renaissance des Freiheitsgedankens gegenüber. Der einseitige Trend zunehmender Materialisierung ist abgebremst; nunmehr ist eine Ausbalancierung zwischen Freiheits- und Haftungsgedanken zu konstatieren. Unter diesem Blickwinkel soll die nachfolgend zu skizzierende Rechtsprechung (III.–V.) abschließend gewürdigt werden (unter VI.).

III. Anspruchsgrundlagen

Eine Reihe *prima facie* erwägenswerter Ansprüche scheiden im Hinblick auf fehlerhafte Kapitalmarktinformationen bei Lichte besehen aus:

1. Mangels individualschützenden Charakters *keine Schutzgesetze* sind namentlich § 15 WpHG,³⁷ welcher die unverzügliche Veröffentlichung von Insiderinformationen zum Gegenstand hat, sowie das Verbot der Marktmanipulation aus § 20a WpHG, so dass in beiden Fällen Schadensersatzansprüche aus § 823 Abs. 2 BGB ausscheiden.³⁸

³¹ BGH, Urt. v. 16.09.1985, II ZR 275/84, BGHZ 95, 330, Autokran.

³² BGH, Urt. v. 23.09.1991, II ZR 135/90, BGHZ 115, 187, Video.

³³ BGH, Urt. v. 29.03.1993, II ZR 265/91, BGHZ 122, 123, TBB.

³⁴ BGH, Urt. v. 17.09.2001, II ZR 178/99, BGHZ 149, 10, Bremer Vulkan.

³⁵ BGH, Urt. v. 24.06.2002, II ZR 300/00, BGHZ 151, 181, KBV.

³⁶ BGH, Urt. v. 16.07.2007, II ZR 3/04, BGHZ 173, 246, Trihotel.

³⁷ Wird gegen die Ad hoc-Publizitätspflicht in § 15 WpHG verstoßen, bestehen – wie sich aus § 15 Abs. 6 S. 1 WpHG ergibt – keine unmittelbaren kapitalmarktrechtlichen Schadensersatzpflichten gegenüber den Anlegern. Der historische Gesetzgeber bezweckte mit den kapitalmarktrechtlichen Publizitätsvorschriften keinen Individualschutz. Primäres Schutzgut der Publizitätsregelungen ist vielmehr die Funktionsfähigkeit, Lauterkeit und Stabilität des Kapitalmarkts sowie der Schutz des Anlegerpublikums als Gesamtheit aller potenziellen und tatsächlichen Anleger. Fischer, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 125 Rn. 19f.; Maier-Reimer/Paschos, in: Habersack/Müllbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 29 Rn. 210ff. Der Schutz von Individualinteressen der einzelnen Anleger ist nur als eine mittelbare Folge dieses Schutzgüts, gewissermaßen als ein Rechtsreflex, zu qualifizieren, Reichert/Weller, Haftung von Kontrollorganen, ZRP 2002, 49, 53.

³⁸ BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I; Vgl. Goette, Aktuelle Rechtsprechung, DStR 2005, 561, 562; Spindler, Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation, NZG 2012, 575, 576.

2. Ansprüche aus allgemeiner bürgerlich-rechtlicher³⁹ oder spezieller börsengesetzlicher Prospekthaftung (§§ 44 ff. BörsenG)⁴⁰ scheitern daran, dass Ad hoc-Mitteilungen nicht als *Prospekt* qualifiziert werden können,⁴¹ weil sie mit ihrem ausschnittartigen Inhalt im Unterschied zu einem Emissionsprospekt das Anlegerpublikum nicht umfassend über die jeweiligen Wertpapiere informieren. Entsprechendes gilt für einen Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG; eine Ad hoc-Meldung hat regelmäßig nicht die Darstellung des Vermögensstandes der Gesellschaft zum Gegenstand.
3. Schließlich scheitern in der Regel auch Ansprüche aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 263 StGB, weil es in den hier interessierenden Fallkonstellationen regelmäßig an der *Stoffgleichheit* zwischen dem durch die Vermögensverfügung beim Anleger eingetretenen Schaden und dem (intendierten) Vermögensvorteil fehlt.⁴²

³⁹ Vor dem Jahre 2005 unterfielen nicht zum Handel zugelassene Wertpapiere lediglich der von der Rspr. entwickelten (*allgemeinen*) bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung. Sie setzt als vertragsähnliche Haftung *sui generis* einen Prospekt, einen Prospektmangel und einen Haftungsadressaten (Prospektverantwortlicher) voraus. Anspruchsberechtigt ist, wer durch die unrichtige oder unvollständige Information zu einer Anlageentscheidung veranlasst worden ist. Erforderlich ist weiterhin ein Kausalzusammenhang sowie ein Verschulden, vgl. *Klöhn*, Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung, WM 2010, 289, 290 ff.

⁴⁰ Durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz und das Prospekttrichtlinien-Umsetzungsgesetz erstreckt sich der Anwendungsbereich der *spezialgesetzlichen Prospekthaftung* (vgl. §§ 13, 13a VerkProspG) seit 2005 auch auf den grauen Kapitalmarkt. Durch das Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts vom 6. Dezember 2011 (BT-Drs. 17/6051, S. 24, li. Sp.; BGBl. 2011 Teil I Nr. 63, S. 2481, 2499, r. Sp.), das am 1. Juni 2012 in Kraft tritt, werden die §§ 44 ff. BörsG allerdings abgeschafft. An deren Stelle treten ab dem 1. Juni 2012 sodann mit §§ 20 ff. VermAnlG und §§ 21 ff. WpPG eigenständige Normen für die Haftung aus fehlerhaften und fehlenden Vermögensanlageprospekten bzw. Prospekten (beide Gesetze durch Art. 1 G und Art. 6 G BGBl. I S. 2481 (Nr. 63) geändert). Für *Altfälle* besteht die bisherige *spezialgesetzliche Prospekthaftung* jedoch fort (§ 52 Abs. 8 BörsG-E), deren Voraussetzungen folgende sind: (1.) Ein fehlerhaftes Börsenzulassungsprospekt gem. § 30 Abs. 3 Nr. 2 BörsG a.F. (oder eine dem gleichgestellte Darstellung, § 44 Abs. 4 BörsG). (2.) Haftungsadressat ist entweder der Prospektverantwortliche selbst (§ 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG a.F.) oder der Prospekterlasser (§ 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 BörsG a.F.). Zu den Prospektverantwortlichen zählen zum einen die Unterzeichner des Prospekts (§ 5 Abs. 3 S. 2 WpPG a.F., § 32 Abs. 2 S. 1 BörsG a.F.) sowie zum anderen der antragsstellende Emissionsbegleiter (§ 5 Abs. 4 S. 2 WpPG a.F., § 32 Abs. 2 S. 1 BörsG a.F.). (3.) Die Aktivlegitimation setzt eine Ersatzberechtigung voraus; Gläubiger ist mithin, wer die zugelassenen Papiere innerhalb von sechs Monaten nach erstmaliger Einführung erworben hat, § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG a.F. (4./5.) Daneben bedarf es eines Verschuldens und eines Kausalzusammenhanges sowie (6.) keines Haftungsausschlusses gem. § 45 BörsG a.F. Vgl. insgesamt zu den Voraussetzungen *Habersack/Mülbart/Schlitt*, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 28 Rn. 1 f., 73 ff.

⁴¹ *Buck-Heeb/Diekmann*, Informationsdeliktshaftung von Vorstandsmitgliedern und Emitenten, AG 2008, 681, 682; *Spindler*, Falschinformation des Kapitalmarktes, WM 2004, 2089, 2090 f.; Offengelassen, aber eine verneinende Tendenz andeutend BGH NJW 2004, 2664 f. – Infomatec I.

⁴² *Buck-Heeb/Diekmann*, Informationsdeliktshaftung von Vorstandsmitgliedern und Emitenten, AG 2008, 681, 682; *Stoppel*, in: Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarkt-

IV. Haftung des Vorstands

1. Haftung aus § 826 BGB

Der Außenhaftung des Vorstands kommt besondere Bedeutung zu, wenn die Gesellschaft – wie bei den Rechtsprechungsklassikern zum Neuen Markt Infomatec, ComRoad und EM.TV – in die Insolvenz geraten ist und die Emittentenhaftung aus §§ 37b/c WpHG daher *de facto* leerläuft. Über die inzwischen üblichen D & O-Versicherungen ist die Solvenz der Vorstandsmitglieder häufig gewährleistet.⁴³ Zentrale Anspruchsgrundlage für Schadensersatzansprüche irreführender Kapitalanleger gegenüber dem Vorstand ist § 826 BGB.⁴⁴ Dieser lautet: „Wer in einer gegen die guten Sitten verstoßenden Weise einem anderen vorsätzlich Schaden zufügt, ist dem anderen zum Ersatz des Schadens verpflichtet“. Die Tatbestandsmerkmale sind mithin eine sittenwidrige Verhaltensweise (**unter a**) sowie eine vorsätzliche Schadenszufügung (**unter b**). Drittens muss eine Kausalität zwischen der Verhaltensweise des Schädigers und dem Schaden bestehen. Diese erweist sich in den vorliegenden Fallkonstellationen regelmäßig als wesentliche Hürde (**unter c**).

a) Sittenwidrigkeit

Als sittenwidrig gilt seit RGZ 48, 114 eine Verhaltensweise, die „gegen das Anstandsgefühl aller billig und gerecht Denkenden“ verstößt.⁴⁵ Dabei geht es nicht um moralische Wertvorstellungen, sondern um eine normative Würdigung des Einzelfalls unter dem Gesichtspunkt der Einhaltung verkehrserforderlicher Mindeststandards.⁴⁶ Diese können etwa verletzt sein, wenn die Relation zwischen intendiertem Zweck und eingesetzten Mitteln erheblich disproportioniert ist.⁴⁷

recht, 2009, S. 2955. Aufgrund der von § 263 StGB erfassten „Drittbereicherung“ kann zwar auch der Vorteil eines vom publizitätspflichtigen Emittenten divergierenden Wertpapier(ver)käufer als „Vorteil“ iSd § 263 StGB in Betracht kommen, allerdings wird typischerweise der vom Emittenten erstrebte Effekt lediglich darin begründet liegen, dem Anleger das Verlustrisiko zuweisen bzw. die konkrete Gewinnchance abzunehmen zu wollen, so dass gerade keine Stoffgleichheit vorliegt.

⁴³ Vgl. *Maier-Reimer/Paschos*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 29 Rn. 191 ff.; *Reichert/Weller*, Haftung von Kontrollorganen, ZRP 2002, 49, 56.

⁴⁴ *Fleischer*, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, ZIP 2005, 1805; *Spindler*, Persönliche Haftung der Organmitglieder, WM 2004, 2089, 2091.

⁴⁵ Bestätigt z.B. in BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I.

⁴⁶ *Staudinger/Oechsler*, BGB (2003) § 826 BGB Rn. 33 ff.; *Spindler*, Persönliche Haftung der Organmitglieder, WM 2004, 2089, 2091; *Jauernig/Teichmann*, BGB, 13. Aufl. 2011, § 826 BGB Rn. 3.

⁴⁷ *Kort*, Haftung bei Ad hoc-Mitteilungen, NZG 2005, 496, 497 ff.; *Maier-Reimer/Paschos*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 29 Rn. 169; *Jauernig/Teichmann*, BGB, 13. Aufl. 2011, § 826 BGB Rn. 3; vgl. BGH NJW 2004, 2971, 2973 f. – Infomatec III.: „Vielmehr muss sich die besondere Verwerflichkeit des Verhaltens

In Bezug auf Kapitalmarktinformationen soll – so der BGH in der Infomatec-Entscheidung – eine sittenwidrige Verhaltensweise des Vorstands dann anzunehmen sein, wenn (1.) eine vorsätzliche unlautere Beeinflussung des Sekundärmarktpublikums durch grob unrichtige Ad hoc-Mitteilungen erfolgt und (2.) der Vorstand davon selbst profitiert.⁴⁸

aa) Vorstandsmitgliedern sei regelmäßig klar, dass Anlageentscheidungen auf Ad hoc-Meldungen zurückgingen; eine bewusst unrichtige Meldung habe daher typischerweise den Zweck, dem Börsenpublikum einen gestiegenen Unternehmenswert vorzuspiegeln und den Börsenpreis positiv zu beeinflussen.⁴⁹ Eine derartige Verhaltensweise sei auch nicht etwa deshalb in einem milderen Licht zu sehen, weil Ad hoc-Mitteilungen in „euphorischen Börsenphasen“ vielfach zu Werbezwecken veröffentlicht werden; denn darin liege seinerseits ein Missbrauch des Rechtsinstituts der Ad hoc-Publizität.⁵⁰

bb) Der Zweck der Börsenpreisbeeinflussung allein überschreitet jedoch noch nicht die Sittenwidrigkeitsgrenze, selbst wenn es dadurch zu Vermögensschäden bei Anlegern kommt.⁵¹ Vielmehr muss die Falschmeldung über die Börsenkursbeeinflussung hinaus zum Zweck haben, *eigene* Interessen zu fördern.⁵² Letzteres ist anzunehmen, wenn die Vorstandsmitglieder selbst Aktien der Gesellschaft halten und durch die Falschmeldung den Aktienkurs „pushen“ wollen, um so von den Wertsteigerungen zu profitieren.⁵³

Das Abstellen auf den intendierten Eigennutz des Verhaltens zur Begründung der Sittenwidrigkeit ist insofern systemstimmig, als der Gedanke des „In die eigene Tasche-Wirtschaftens“ auch im Rahmen der Existenzvernichtungshaftung not-

aus dem verfolgten Ziel, den eingesetzten Mitteln, der zu Tage tretenden Gesinnung oder den eingetretenen Folgen ergeben.“

⁴⁸ BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I; *Fleischer*, Deliktsrechtliche Haftung für Vorstandsmitglieder, DB 2004, 2031, 2033; *Goette*, Aktuelle Rechtsprechung, DStR 2005, 561, 563.

⁴⁹ BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I; *Maier-Reimer/Paschos*, *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 29 Rn. 169; *Spindler*, Persönliche Haftung der Organmitglieder, WM 2004, 2089, 2092.

⁵⁰ BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134 Infomatec I; *Spindler*, Persönliche Haftung der Organmitglieder, WM 2004, 2089, 2091 f.

⁵¹ BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I: „Freilich genügt dafür [= für die Sittenwidrigkeit] im Allgemeinen die bloße Tatsache, dass der Täter gegen eine gesetzliche Vorschrift verstoßen hat, ebenso wenig wie der Umstand, dass sein Handeln bei einem anderen einen Vermögensschaden hervorruft.“

⁵² BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I; *Fleischer*, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, ZIP 2005, 1805, 1806.

⁵³ BGH, NJW 2004, 2971, 2972 – Infomatec III: „Die Bekl. verfolgten mit den falschen Ad hoc-Mitteilungen auch in jedenfalls objektiv unlauterer Weise „eigene Zwecke“. Sie waren nämlich (...) nicht etwa unbeteiligte „Nur-Vorstände“, sondern besaßen als Gründungsgesellschafter Aktien der I-AG im Millionenumfang, so dass sie von dem mit den unrichtigen Meldungen bezweckten „Pushen“ der Kurse zumindest mittelbar selbst profitierten.“ Vgl. ferner *Fleischer*, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, ZIP 2005, 1805, 1806.

wendig ist, um den Vermögensentzug durch die Gesellschafter als sittenwidrig einzustufen.⁵⁴

b) Vorsatz

§ 826 BGB setzt des weiteren voraus, dass die Schädigung vorsätzlich vorgenommen wurde. Der Vorsatz ist neben der Sittenwidrigkeit gesondert festzustellen, wobei er aus den gleichen, die Sittenwidrigkeit begründenden Umständen geschlossen werden kann.⁵⁵ Die Anforderungen an den Vorsatz werden von der Rechtsprechung tendenziell großzügig interpretiert. Es genügt ein „Eventualdolus“.⁵⁶ Der BGH führt hierzu abstrakt aus: „Dabei braucht der Täter nicht im Einzelnen zu wissen, welche oder wie viele Personen durch sein Verhalten geschädigt werden; vielmehr reicht aus, dass er die Richtung, in der sich sein Verhalten zum Schaden irgendwelcher anderer auswirken könnte, und die Art des möglicherweise eintretenden Schadens vorausgesehen und mindestens billigend in Kauf genommen hat (...)“.⁵⁷

In Bezug auf fehlerhafte Ad hoc-Meldungen lässt es der BGH für *dolus eventualis* genügen, dass den Vorstandsmitgliedern „bei einer Parallelwertung in der (juristischen) Laiensphäre positiv bewusst [war], dass durch die Falschmeldung (...) die Erwerber von Aktien ihre Kaufentscheidungen auf fehlerhafter Tatsachengrundlage trafen, die sie bei der gebotenen richtigen Information entweder überhaupt nicht oder aber nur zu anderen Konditionen getroffen hätten. Derartige Schäden als Folgen ihrer – direkt vorsätzlichen – Handlungsweise [würden die Vorstandsmitglieder] zumindest billigend in Kauf“ nehmen.⁵⁸

c) Kausalität

aa) *Ursächlichkeit zwischen fehlerhafter Kapitalmarktinformation und Kaufentschluss.* Darüber hinaus muss zwischen der Verhaltensweise des Schädigers und dem Schaden ein Kausalzusammenhang bestehen. Dieser ist bei fehlerhaften Kapitalmarktinformationen höchst problematisch.⁵⁹ Denn typischerweise erfolgt die Schadenzufügung durch den Schädiger nicht unmittelbar; der Geschädigte erwirbt die Aktien viel-

⁵⁴ BGH, Urt. v. 16.07.2007, II ZR 3/04, BGHZ 173, 246, Trihotel; *Spindler*, Persönliche Haftung der Organmitglieder, WM 2004, 2089, 2091 ff.; *Weller*, Existenzvernichtungshaftung, ZIP 2007, 1681, 1685.

⁵⁵ *Sack*, Subjektiver Tatbestand des § 826 BGB, NJW 2006, 945 ff.; *Jauernig/Teichmann*, BGB, 13. Aufl. 2011, § 826 BGB Rn. 9.

⁵⁶ BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I.

⁵⁷ BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I.

⁵⁸ BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I.

⁵⁹ *Spindler*, Kausalität im Zivil- und Wirtschaftsrecht, AcP 208 (2008), S. 283, 285, 331 ff. Vgl. ferner *Buck-Heeb/Diekmann*, Informationsdeliktshaftung von Vorstandsmitgliedern und Emittenten, AG 2008, 681, 683 ff.; *Leuschner*, Kausalitätserfordernis bei § 826 BGB bei Ad hoc-Mitteilungen, ZIP 2008, 1050, 1051 ff.; *Möllers*, Kausalität und Haftungsausdehnung, NZG 2008, 413, 414 ff.; *Schäfer*, Effektivere Vorstandshaftung für Fehlinformation des Kapitalmarkts, NZG 2005, 985, 991 f.

mehr aufgrund eines autonomen Kaufentschlusses, der an sich die Kausalität seinerseits entfallen lassen kann.⁶⁰ Etwas anderes gilt, sofern dargelegt werden kann, dass der Entschluss zum Kauf der Aktien gerade auf der unrichtigen Kapitalmarktinformation beruht, mithin durch sie „herausgefordert“ wurde.⁶¹ Da es sich bei dem Kaufentschluss jedoch um einen inneren, durch eine Vielzahl von rationalen und irrationalen Einflüssen, oftmals auch spekulativen Expektanzen geprägten Vorgang handelt, der sich der sinnlichen Wahrnehmung Dritter entzieht, lassen sich die ihm zugrundeliegenden Beweggründe im Bestreitensfall nicht mit Sicherheit beweisen.⁶² Daher werden Beweiserleichterungen zugunsten des Geschädigten diskutiert.

bb) Anscheinsbeweis in Gestalt einer „Anlagestimmung“? Die Rechtsprechung lehnt allerdings eine Beweiserleichterung in Form eines Anscheinsbeweises bei individuell geprägten Willensentschlüssen ab.⁶³ Dies gälte insbesondere für Anlageentscheidungen, würden diese doch auch von irrationalen und spekulativen Faktoren geprägt.⁶⁴

⁶⁰ Ein Schaden kann dann zugerechnet werden, wenn der ersatzbegründende Umstand seinerseits für den Schaden *conditio sine qua non* und adäquat kausal geworden sowie der Schaden auch vom Schutzzweck der Haftungsnorm umfasst ist. Im Rahmen des Schutzzwecks der Norm sind insbesondere die nachfolgenden Fallgruppen problematisch. Für die Fälle (1.) des *Dazwischentretens eines Dritten* und (2.) der *Bildung eines Willensentchlusses durch das Opfer selbst* gilt, dass die Zurechnung nur dann ausgeschlossen ist, wenn der schädigende Erfolg völlig losgelöst von der vom ersten Schädiger gesetzten Ursache eintritt. Entscheidend ist mithin, dass keine Ursachenaktualisierung im weiteren Geschehensverlauf mehr stattfindet, weil der für den ersten Umstand Verantwortliche das aus seinem Verhalten resultierende Risiko entweder neutralisiert oder vollständig kompensiert hat. Das Verhalten eines Dritten bzw. der Entschluss des Opfers unterbricht den Zurechnungszusammenhang mithin nur, wenn sein Verhalten derart ungewöhnlich und unsachgemäß ist, dass sich bei wertender Betrachtung zwischen den beiden Schadensbeiträgen nur noch ein äußerlicher, rein zufälliger Zusammenhang ermitteln lässt. Vgl. *Kötz/Wagner*, Deliktsrecht, 11. Aufl. 2010, Rn. 195 ff.; *Staudinger/Schiemann*, BGB (2005), § 249 BGB Rn. 34 ff.

⁶¹ Zu den Herausforderungsfällen instruktiv BGH, Urt. v. 13.07.1971, VI ZR 125/70, BGHZ 57, 25. Hier wird durch ein Delikt eine Verfolgung veranlasst, bei welcher der Verfolger selbst Schaden nimmt. Die Rspr. stellt zur Beurteilung der Schadenszurechnung auf das Kriterium der Herausforderung ab, welches anhand der sog. „Verfolgungsfälle“ (z.B. Polizist verfolgt den fliehenden Kriminellen) entwickelt wurde, darüber hinaus aber auch allgemein für schädigendes Verhalten des Verletzten oder eines Dritten zur Anwendung gelangt. Der Schutzzweckszusammenhang ist nach der Rspr. gegeben, wenn eine wenigstens billigenwerte Motivationslage beim Verletzten hervorgerufen wurde (dieser sich mithin nach objektiven Kriterien herausgefordert fühlen durfte), der Zweck in einem angemessenen Verhältnis zum Risiko steht und sich in der Verletzung gerade das der Verfolgung immanente Risiko (und nicht das allgemeine Lebensrisiko) realisiert hat. Vgl. hierzu umfassend *Staudinger/Schiemann*, BGB (2005), § 249 BGB Rn. 47 ff.

⁶² *Buck-Heeb/Diekmann*, Informationsdeliktshaftung von Vorstandsmitgliedern und Emittenten, AG 2008, 681, 683; *Leuschner*, Kausalitätserfordernis bei § 249 BGB bei Ad hoc-Mitteilungen, ZIP 2008, 1050, 1051 ff.

⁶³ BGH, Urt. v. 18.03.1987, IV a ZR 205/85, BGHZ 100, 214, 216; BGH, Urt. v. 30.09.1993, IX ZR 73/93, BGHZ 123, 311, 315 ff.

⁶⁴ BGH NJW 2004, 2664, 2666 f. – *Infomatec I.*: „Der Anscheinsbeweis gilt nur für typische Geschehensabläufe, bei denen ein bestimmter Sachverhalt nach der Lebenserfahrung auf das Hervorrufen einer bestimmten Folge schließen lässt. Die Anlageentscheidung eines

Dadurch gerät der Anleger freilich in ein Dilemma: Es wird ihm in der Regel kaum möglich sein, den ihm obliegenden Beweis der Kausalität zwischen der unrichtigen Kapitalmarktinformation und der von ihm getroffenen Anlageentscheidung zu führen (Beweisnot).⁶⁵

Vor diesem Hintergrund hat die Rechtsprechung für den Sonderfall der Emissionsprospekthaftung zugunsten des Anlegers eine Beweiserleichterung kreiert, wonach „der Emissionsprospekt die Einschätzung des Wertpapiers in Fachkreisen mitbestimmt und damit beim Publikum eine so genannte Anlagestimmung erzeugt“.⁶⁶ Auf diese Anlagestimmung könne sich der Anleger – ohne Rücksicht auf individuelle Kenntnis des Prospekts – nach Art einer „tatsächlichen Vermutung“ für den Kausalzusammenhang zwischen Prospektfehlern und seinem Kaufentschluss berufen.⁶⁷ Der Gesetzgeber hat diese Rechtsprechung für Ansprüche aus Prospekthaftung später aufgegriffen und in den §§ 44, 45 BörsG konkretisiert.⁶⁸

cc) Keine Anlagestimmung bei Ad hoc-Meldungen. Allerdings scheidet eine Übertragung der Beweisfigur der Anlagestimmung bei Emissionsprospekten auf fehlerhafte Ad hoc-Meldungen mangels Vergleichbarkeit nach h.M. aus.⁶⁹ Denn im Gegensatz zu

potenziellen Aktienkäufern stellt einen durch vielfältige rationale und irrationale Faktoren, insbesondere teils spekulative Elemente beeinflussten, sinnlich nicht wahrnehmbaren individuellen Willensentschluss dar (...). Bei derartigen individuell geprägten Willensentschlüssen geht die höchstrichterliche Rechtsprechung davon aus, dass es grundsätzlich keinen Anscheinsbeweis für sicher bestimmbare Verhaltensweisen von Menschen in bestimmten Lebenslagen gibt.“

⁶⁵ Dies erkennt auch die Rspr, vgl. BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I.

⁶⁶ BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I. Tragende Erwägung bei der Entwicklung dieses Rechtsinstitutes der Anlegerstimmung war, dass die unternehmensbezogenen Informationen allesamt vor einer Neuemission in dem Prospekt enthalten seien. Mithin beruhe jede Form der Berichterstattung in Bezug auf den Börsengang auf im Prospekt aufgeführte Angaben. Die Frage, ob der Anleger die jeweilige Information unmittelbar aus dem Prospekt selbst oder aber aus Sekundärberichterstattungen, die ihrerseits auf den Prospektinformationen beruhten, erlangt habe, sei hierbei unerheblich, da das Prospekt im Ergebnis eine Anlegerstimmung schaffe, vgl. BGH, Urt. v. 14.07.1998, XI ZR 173-97, BGHZ 139, 225, 233, Elsflöther Werft.

⁶⁷ BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I. Die Anlagestimmung fungiert somit als Bindeglied in der Kausalkette zwischen Prospekt und Anlageentscheidung.

⁶⁸ Vgl. BT-Drs. 13/8933, S. 76, r. Sp.; Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 28 Rn. 35 f.

⁶⁹ BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I; Buck-Heeb/Diekmann, Informationsdeliktshaftung von Vorstandsmitgliedern und Emittenten, AG 2008, 681, 684 f. Für eine Übertragung der „Anlegerstimmungs“-Grundsätze auf Ad hoc-Mitteilungen spricht das vergleichbare Schutzbedürfnis sowie der Umstand, dass sich aus den aus einer Ad hoc-Mitteilung resultierenden positiven Signalen auch eine Anlagestimmung entwickeln kann (so z.B. Möller/Leitsch, Haftung von Vorständen wegen fehlerhafter Ad hoc-Meldung, WM 2001, 1648). Gegen eine Übertragung lässt sich indes sowohl die unterschiedliche Funktionsweise von Ad hoc-Mitteilungen und Emissionsprospekten als auch die unterschiedliche Gewichtung bei der Kaufentscheidung ins Treffen führen. Weiterhin ist zu beachten, dass

einem Börsenzulassungsprospekt ist eine Ad hoc-Mitteilung „weder dazu bestimmt noch geeignet, über alle anlagerelevanten Umstände des Unternehmens vollständig zu informieren; vielmehr beschränkt sich der Informationsgehalt der Ad hoc-Mitteilung im Allgemeinen ausschnittartig auf wesentliche aktuelle, neue Tatsachen aus dem Unternehmensbereich“.⁷⁰ Angesichts der Vielfalt an Kapitalmarktinformationen kann aus Ad hoc-Mitteilungen typischerweise gerade nicht mit der für einen Anscheinsbeweis hinreichenden Wahrscheinlichkeit⁷¹ auf eine den Kaufentschluss hervorrufende Anlagestimmung geschlossen werden.⁷²

dd) *Beweisführung.* Es bleibt daher bei der allgemeinen Beweislastregel,⁷³ wonach der Geschädigte den Kausalzusammenhang zwischen fehlerhafter Ad hoc-Meldung und Kaufentschluss konkret darlegen und beweisen muss.⁷⁴ Hierbei gelten keine Beweismaßabsenkungen zugunsten des Geschädigten; dieser muss die haftungsbegründende Kausalität zwischen Falschinformation und Anlageentscheidung vielmehr darlegen⁷⁵ und im Bestreitensfall zur vollen Überzeugung des Gerichts (§ 286 ZPO) beweisen.⁷⁶ Letzteres ist zwar nicht einfach, andererseits aber auch nicht unmöglich. Der Geschädigte kann nach Maßgabe des § 448

die Anlageentscheidung ein individueller Willensentschluss ist, der seinerseits grundsätzlich keinem prima-facie-Beweis zugänglich ist (für letztere Ansicht siehe z.B. *Kort*, Haftung für falsche Ad hoc-Mitteilung, AG 2005, 21, 26; *Rützel*, Haftung bei Ad hoc-Mitteilungen, AG 2003, 69, 74; *Spindler*, Persönliche Haftung für Falschinformation, WM 2004, 2089, 2092; *Unzicker*, Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation, WM 2007, 1596, 1598f.).

⁷⁰ BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I.

⁷¹ Für einen prima-facie-Beweis notwendig ist eine „an der Typik auszurichtende, durch wissenschaftliches Experiment oder vielfache Beobachtung und ständige Erfahrung des täglichen Lebens bestätigte und darum besonders überzeugungskräftige Wahrscheinlichkeit“, vgl. BGH NJW 2004, 2664, 2667 – Infomatec I.

⁷² BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I.

⁷³ Nach den allgemeinen Beweislastregeln hat jede Partei die zur Ausfüllung der ihr günstigen Voraussetzungen erforderlichen Tatsachen darzulegen und zu beweisen, sog. Rosenbergsche Formel: „In einem Verfahren, [...] haben die Parteien dem Richter diejenigen Tatsachen zu unterbreiten und nötigenfalls auch zu beweisen, von denen sie wollen, dass sie im Urteile berücksichtigt werden“, vgl. *Rosenberg*, Beweislast, 1900, S. 39, S. 98 ff.

⁷⁴ BGH NJW 2004, 2664, 2667 – Infomatec I.; *Buck-Heeb/Diekmann*, Informationsdeliktshaftung von Vorstandsmitgliedern und Emittenten, AG 2008, 681, 687f. Auch die im amerikanischen Recht verbreitete „Fraud-on-the-Market-Theory“ (grundlegend: *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 US 224, 241 – 249 [1988]), welche der Beweiserleichterung dient und unter prozessualen Gesichtspunkten mit der Figur der Anlagestimmung im deutschen Recht vergleichbar scheint, ist nicht anwendbar. Der BGH hat – mit Verweis auf die Gefahr einer uferlosen Ausdehnung des ohnehin bereits offenen Haftungstatbestandes des § 826 BGB – eine entsprechende Anwendung abgelehnt, vgl. z.B. BGH, Urt. v. 28.11.2005, II ZR 80/04; BGH, Urt. v. 15.02.2006, II ZR 246/04.

⁷⁵ Vgl. zu der der Beweiserhebung vorgelagerten Parteienanhörung *Stackmann*, Erhebung und Verwertung von Parteiangaben, NJW 2012, 1249 ff.

⁷⁶ BGH NJW 2004, 2664, 2667 – Infomatec I.: „Die Beweisnot der Kl. führt nicht dazu, dass an ihre Behauptungen nur ein geminderter Wahrscheinlichkeitsmaßstab anzulegen wäre; auch ein unverschuldeter Mangel an Beweismitteln rechtfertigt insoweit keine Vergünstigung gegenüber der anderen Partei.“

ZPO⁷⁷ entweder als Partei vernommen werden oder er bedient sich der prozesualen Taktik der Abtretung des Schadensersatzanspruchs an einen Dritten, um sodann im Prozess des Dritten gegen den Vorstand als Zeuge aussagen zu können.⁷⁸ *De facto* kommt es in beiden Fällen auf drei Kriterien an:⁷⁹

aa) Die Fehlinformation muss ihrem Inhalt nach *potentiell geeignet* sein, den Kaufentschluss eines Anlageinteressenten zu wecken. bb) Es muss ferner eine *zeitliche Nähe* zwischen Falschmeldung und Anlageentscheidung bestehen.⁸⁰ Diese ist zu bejahen, wenn der Wertpapierkauf *am Tag der Bekanntgabe* der Ad hoc-Meldung oder *wenige Tage danach* erfolgte.⁸¹ Akzeptiert hat die Rechtsprechung sogar einen Zwei-Monats-Zeitraum,⁸² während ein Kauf *sechs* oder gar *neun* Monate nach Veröffentlichung der Ad hoc-Meldung für zu lang befunden wurde.⁸³ cc) Schließlich muss der Anleger schlüssig darlegen, dass er vor dem Kauf von der Falschinformation *Kenntnis* hatte.⁸⁴

d) *Rechtsfolge: Naturalrestitution oder Kursdifferenzschaden*

Gelingt dem geschädigten Anleger der Beweis des Tatbestands des § 826 BGB, kann er auf Rechtsfolgenseite zwischen zwei Arten des Schadensausgleichs wählen:⁸⁵

⁷⁷ BGH NJW 2004, 2664, 2667 – Infomatec I.: „Für eine Parteivernehmung der Kl. als für die umstrittene Kausalität beweispflichtige Parteien ist, nachdem die Bekl. die erforderliche Zustimmung nach § 447 ZPO verweigert haben, von Amts wegen kein Raum. Die Parteivernehmung nach § 448 ZPO darf von Amts wegen nur angeordnet werden, wenn auf Grund einer vorausgegangenen Beweisaufnahme oder des sonstigen Verhandlungsinhalts wenigstens eine gewisse Wahrscheinlichkeit für die zu beweisende Tatsache spricht, so dass bereits „einiger Beweis“ (sog. Anfangsbeweis) erbracht ist (...).“

⁷⁸ *Buck-Heeb/Diekmann*, Informationsdeliktshaftung von Vorstandsmitgliedern und Emittenten, AG 2008, 681, 688 f.; *Fleischer*, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, ZIP 2005, 1805, 1808.

⁷⁹ *Buck-Heeb/Diekmann*, Informationsdeliktshaftung von Vorstandsmitgliedern und Emittenten, AG 2008, 681, 687, 689.

⁸⁰ *Fleischer*, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, ZIP 2005, 1805, 1807.

⁸¹ BGH, Urt. v. 09.05.2005, II ZR 287/02, EM.TV.

⁸² BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, Infomatec I.

⁸³ BGH NJW 2004, 2664, 2667 – Infomatec I.: „Rechtsbedenkenfrei hat der Tatrichter daher schon angesichts des erheblichen Zeitraums von mindestens *neun Monaten* seit der ersten ad hoc-Mitteilung und knapp *sechs Monaten* seit der zweiten ad hoc-Mitteilung bis zu den Aktienkäufen der Kl. es als völlig offen bezeichnet, wie diese ihre Anlageentscheidungen konkret getroffen haben.“ (Hervorhebung durch *Verf.*).

⁸⁴ *Buck-Heeb/Diekmann*, Informationsdeliktshaftung von Vorstandsmitgliedern und Emittenten, AG 2008, 681, 687.

⁸⁵ BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 402/02, BGHZ 160, 149, Infomatec II; *Fleischer*, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, ZIP 2005, 1805, 1808 ff.; *Schäfer/Weber/Wölf*, Kursdifferenzschaden, ZIP 2008, 197 ff.; *Spindler*, NZG 2012, 575, 577 f. Teilweise findet sich in der Literatur die Ansicht wieder, dass – vergleichbar mit dem Streitstand bei §§ 37b, 37c WpHG – nur der Differenzschaden ersatzfähig sein soll. Eine Naturalrestitution sei nämlich jedenfalls in den Fällen der Drittschädigung ausgeschlossen, da in Ermangelung einer Identität von Vorstand und Wertpapierverkäufer von Ersterem keine Abnahme der Papiere gefordert werden könne; eine Rückabwicklung soll vielmehr nur

aa) Entscheidet er sich für die Naturalrestitution nach § 249 BGB, kann er verlangen so gestellt zu werden, wie wenn der Vorstand pflichtgemäß gehandelt hätte (Vertragsabschlussschaden).⁸⁶ Mangels verkündigungswürdigen Ereignisses hätte es dann keine Ad hoc-Meldung gegeben, der Anleger hätte keine Aktien erworben.⁸⁷ Der Anleger ist mithin so zu stellen, wie wenn der Kauf nicht zustande gekommen wäre; der Anspruch zielt auf die rückgängigmachung der jeweiligen Transaktion ab.⁸⁸ Konkret kann er die Erstattung des Kaufpreises verlangen, entweder Zug um Zug gegen Übertragung der Aktien oder – sofern diese wegen zwischenzeitlicher Veräußerung nicht mehr vorhanden sind – gegen Anrechnung⁸⁹ des an ihre Stelle getretenen Veräußerungspreises.⁹⁰

bb) Alternativ⁹¹ kann der Anleger den „Differenzschaden in Höhe des Unterschiedsbetrags zwischen dem tatsächlichen Transaktionspreis und dem Preis, der sich bei pflichtgemäßem Publizitätsverhalten gebildet hätte, verlangen“.⁹² Für die Berechnung des Kursdifferenzschadens kommt dem Anleger die Möglichkeit der Schadensschätzung nach § 287 ZPO entgegen: „Bei der Berechnung der Wertdifferenz steht zunächst der von dem getäuschten Anleger gezahlte Kaufpreis fest, während sich lediglich der wahre Wert bei Geschäftsabschluss im Falle pflichtgemäßem Publizitätsverhaltens als eine hypothetische Größe der unmittelbaren Wahrnehmung entzieht. Selbst wenn (...) Kursbewegungen niemals monokausal sind (...), so besteht doch (...) Übereinstimmung, dass sich trotz aller Schwierigkeiten der hypothetische Transaktionspreis mit den Methoden der modernen Finanzwissenschaft durchaus mit der erforderlichen Sicherheit errechnen lässt, um – gegebenenfalls mit Hilfe eines Sachverständigen – zumindest eine richterliche Schadensschätzung gem. § 287 ZPO zu ermöglichen.“⁹³

dann möglich sein, wenn direkt vom Emittenten erworben wurde, so z.B. Kort, Anleger-schutz und Kapitalerhaltungsgrundsatz, NZG 2005, 708.

⁸⁶ Fleischer, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, ZIP 2005, 1805, 1809.

⁸⁷ Vgl. BGH NJW 2005, 2450, 2451 – EM.TV.

⁸⁸ Ein Problem der Rückgewähr des Kaufpreises ist darin zu sehen, dass auf den Anspruchsgegner das allgemeine Marktrisiko abgewälzt wird. Im Kursrückgang der Aktien muss sich nämlich nicht nur allein die Täuschung des Täters abbilden, vielmehr kann auch eine Neueinschätzung durch den Markt Ursache für eine Kurschwankung sein. Dieses Risiko trägt der Täter in § 826 jedoch zu Recht, weil dem Käufer die autonome Anlageentscheidung genommen wurde, vgl. Staudinger/Oechsler, BGB (2009), § 826 BGB Rn. 384 i ff; Spindler, Persönliche Haftung der Organmitglieder, WM 2004, 2089, 2093.

⁸⁹ Dies folgt aus dem schadensrechtlichen „Bereicherungsverbot“, vgl. hierzu Staudinger/Schiemann, BGB (2005), Vorb. §§ 249 – 254 BGB Rn. 1 ff.

⁹⁰ BGH NJW 2005, 2450, 2451 – EM.TV; Fleischer, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, ZIP 2005, 1805, 1809.

⁹¹ Bei § 826 BGB ist, wie der BGH bereits in Sachen Infomatec ausgeführt hatte, ein weiter Schadensbegriff anzunehmen, der sowohl den Kursdifferenzschaden als auch den Vertragsabschlussschaden umfasst.

⁹² BGH NJW 2005, 2450, 2451 – EM.TV; Klöhn, Haftung wegen fehlerhafter Ad hoc-Publizität, AG 2012, 345, 357.

⁹³ BGH NJW 2005, 2450, 2453 f. – EM.TV.

2. Keine Haftung aus Sachwalterhaftung (c.i.c.)

Eine Eigenhaftung des Vorstands aus c.i.c. über die Figur der Sachwalterhaftung (§§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2, 311 Abs. 3 S. 2 BGB) scheidet in der Regel aus, weil er typischerweise (nur) Vertrauen für die von ihm vertretene Aktiengesellschaft in Anspruch nimmt, wenn er sich gegenüber dem Kapitalmarkt positiv über deren Geschäftsentwicklung äußert.⁹⁴ Eine Ausnahme mag im Einzelfall dann in Betracht kommen, wenn Vorstandsmitglieder auf Informationsveranstaltungen mit Investoren Vertrauen *für sich* in Anspruch nehmen.⁹⁵

V. Haftung der Gesellschaft (Emittentin)

1. Deliktische Haftung aus § 826 BGB

Die vorsätzliche Fehlinformation des Kapitalmarkts durch Vorstandsmitglieder wird der Gesellschaft analog § 31 BGB zugerechnet, wie der BGH in der EM.-TV-Entscheidung betont, so dass auch diese dem Anleger gegenüber aus § 826 BGB haftet.⁹⁶ Das an sich speziellere WpHG entfaltet keine Sperrwirkung, vgl. § 15 Abs. 6 S. 2 WpHG.⁹⁷

2. Kapitalmarktrechtliche Emittentenhaftung aus §§ 37b/c WpHG

Neben der Haftung aus §§ 826, 31 BGB kommen als Anspruchsgrundlagen gegen die Gesellschaft als Emittentin der Wertpapiere auch die seit 1. Juli 2002 in Kraft befindlichen §§ 37b/c WpHG in Betracht.⁹⁸

a) Übersicht zu §§ 37b/c WpHG

§ 37b WpHG normiert eine Schadensersatzpflicht für die *verspätete oder unterlassene* Veröffentlichung von Tatsachen, die nach § 15 WpHG unverzüglich hätten veröffentlicht werden müssen.⁹⁹ Dabei wird zum einen die Konstellation erfasst, dass

⁹⁴ Kersting, Kapitalmarktrechtliche Informationseigenhaftung, JR 2009, 221, 222 ff.; Kort, Haftung für falsche Ad hoc-Mitteilung, AG 2005, 21, 23 f.; Maier-Reimer/Paschos, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 29 Rn. 196 ff. mit weiteren, im Ergebnis abzulehnenden Ansprüchen (§ 830 Abs. 2 BGB, wenn Organe als Gehilfen oder Anstifter zu qualifizieren wären sowie Verletzung von Schutzgesetzen).

⁹⁵ Bejaht in dem Fall BGH, Urt. 02.06.2008, II ZR 210/06, BGHZ 177, 25.

⁹⁶ BGH NJW 2005, 2450, 2452 f. – EM.TV.

⁹⁷ Fleischer, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, ZIP 2005, 1805, 1810.

⁹⁸ Siehe zum Folgenden bereits Reichert/Weller, Haftung von Kontrollorganen, ZRP 2002, 49, 54 f. sowie Sethe, Assmann/Schneider, 6. Aufl. 2012, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 3 ff., 8 ff., 15 ff. und 24.

⁹⁹ Klöhn, Haftung wegen fehlerhafter Ad hoc-Publizität, AG 2012, 345, 353; Spindler, Haftung für fehlerhafte und unterlassene Kapitalmarktinformationen, NZG 2012, 575, 576 f. Zur Entstehungsgeschichte und zu den Regelungszielen, vgl. Sethe, Assmann/Schneider, 6. Aufl. 2012, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 3 ff.

der Anleger auf Grund der unterlassenen Publizierung einer negativen Tatsache die Wertpapiere „zu teuer“ gekauft hat (§ 37b Abs. 1 Nr. 1 WpHG) und zum anderen diejenige, die daraus resultiert, dass er in Ermangelung der Kenntnis einer positiven Tatsache seine Wertpapiere „zu billig“ verkauft hat (§ 37b Abs. 1 Nr. 2 WpHG).¹⁰⁰

§ 37c WpHG bezieht sich auf die Veröffentlichung *unwahr*er Tatsachen.¹⁰¹ Schadensersatzberechtigt ist wiederum derjenige Anleger, der auf Grund der vermeintlich positiven Nachricht seine Wertpapiere „zu teuer“ gekauft hat (§ 37c Abs. 1 Nr. 1 WpHG). Umgekehrt kann auch derjenige Anleger, der auf Grund einer vermeintlich negativen Tatsache seine Wertpapiere „zu günstig“ verkauft hat, Schadensersatz verlangen (§ 37c Abs. 1 Nr. 2 WpHG).¹⁰² Beide Regeln statuieren Ausnahmen von dem Grundsatz, wonach Schutzgut von § 15 WpHG primär die Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist.¹⁰³ Dieser *Ausnahme*charakter der §§ 37b/c WpHG wird in § 15 Abs. 6 S. 2 WpHG klargestellt, so dass § 15 WpHG auch weiterhin nicht als Schutzgesetz i.S. von § 823 Abs. 2 BGB anzusehen ist.¹⁰⁴ Letzteres gewährleistet, dass die in §§ 37b/c WpHG vorgesehene Haftungsprivilegierung für *leicht* fahrlässige Pflichtverletzungen auch fortan nicht über einen Rückgriff auf § 823 Abs. 2 BGB umgangen werden kann.¹⁰⁵

Die Beweislast für fehlendes Verschulden wird dem Emittenten aufgebürdet.¹⁰⁶ Dies entspricht der im Deliktsrecht zur Beweislastverteilung anerkannten Ausnahme, dass derjenige, der einen von außen nicht einsehbaren Verantwortungsbereich beherrscht, die Pflichtgemäßheit seines Handelns nachweisen muss.

b) Kausalität und Kursdifferenzschaden

Die im Rahmen des § 826 BGB diskutierten Probleme zur *Kausalität* zwischen fehlerhafter Kapitalmarktinformation und Kaufentschluss des Anlegers finden sich

¹⁰⁰ *Sethe*, Assmann/Schneider, 6. Aufl. 2012, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 33 ff., 46 ff., 73 ff.; *Fuchs*, Fuchs-Komm WpHG, 1. Aufl. 2009, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 11 ff. Sowohl der BGH als auch die herrschende Ansicht im Schrifttum vertreten hierbei die Ansicht, dass der Kursdifferenzschaden nicht auf der Grundlage der Kursreaktion auf die Informationspflichtverletzung selbst zu bestimmen ist, sondern hierfür maßgeblich auf den Zeitpunkt abzustellen ist, bei dem die wahrheitswidrige Information *aufgedeckt* wird.

¹⁰¹ *Möllers/Leisch*, KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 143 ff; *Sethe*, Assmann/Schneider, 6. Aufl. 2012, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 33 ff., 67.

¹⁰² *Sethe*, Assmann/Schneider, 6. Aufl. 2012, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 73 ff.

¹⁰³ *Grundmann* Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, 2. Aufl. 2009, § 15 WpHG Rn. 1 ff; *Fuchs*, Fuchs-Komm. WpHG, 1. Aufl. 2009, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 2 ff.; *Zimmer/Kruse*, Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kom., 4. Aufl. 2010, § 15 WpHG Rn. 6.

¹⁰⁴ *Pfüller*, Fuchs-Komm. WpHG, 1. Aufl. 2009, § 15 WpHG Rn. 431, 433 ff.; *Versteegen*, KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 15 WpHG Rn. 268; *Assmann/Schneider*, 6. Aufl. 2012, § 15 WpHG Rn. 307.

¹⁰⁵ *Versteegen*, KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 15 WpHG Rn. 268; *Assmann/Schneider*, 6. Aufl. 2012, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 33, 104.

¹⁰⁶ *Sethe*, Assmann/Schneider, 6. Aufl. 2012, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 79 ff., 83 ff.

in §§ 37b/c WpHG wieder; insofern gelten die supra genannten Grundsätze entsprechend.¹⁰⁷

Macht der Anleger den Kursdifferenzschaden¹⁰⁸ geltend, ist problematisch, zwischen welchen Zeitpunkten die Differenz konkret zu ermitteln ist.¹⁰⁹ Dabei liegt im Fall des Unterlassens (§ 37b WpHG) die Problematik bei dem *Beginn* der Zeitspanne.¹¹⁰ Hingegen lässt sich im Fall der Veröffentlichung einer unwahren Tatsache deren *Ende* schwierig bestimmen.¹¹¹ Der *Beginn* läge bei § 37b WpHG im *Zeitpunkt der Unterlassung*. Freilich ist dieser Zeitpunkt unscharf, da eine verspätete Bekanntmachung nur dann eine Pflichtverletzung darstellt, wenn sie nicht *unverzüglich* erfolgt ist. Der Rekurs auf die Legaldefinition in § 121 BGB („ohne schuldhaftes Zögern“) verkompliziert die Sache zusätzlich.¹¹² Zum einen wird hier regelmäßig

¹⁰⁷ *Buck-Heeb/Diekmann*, Informationsdeliktshaftung von Vorstandsmitgliedern und Emittenten, AG 2008, 681, 691; *Sethe*, Assmann/Schneider, 6. Aufl. 2012, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 70, 83 ff., 97 ff.; Vergleiche auch *Klöhn*, Haftung wegen fehlerhafter Ad hoc-Publizität, AG 2012, 345, 357 f., der die mit der Anerkennung des Anspruchs aus §§ 37b, 37c WpHG auf den Ersatz des Differenzschadens einhergehenden Folgefragen (S. 357, 358) skizziert.

¹⁰⁸ Auch bei einem Anspruch aus §§ 37b, 37c WpHG stellt sich die Frage, ob ein Vertragsabschlussschaden als ersatzfähiger Schadensposten in Betracht kommt. Für eine alleinige Beschränkung auf den Kursdifferenzschaden findet sich in der Literatur das Argument wieder, dass bei voller Rückgewähr der Anleger auch allgemeine Marktentwicklungsrisiken erstattet bekommt, die jener sowieso (auch bei wahrheitsmäßiger Information) hätte tragen müssen. Konkret: Zentrales Argument für die Beschränkung auf den Kursdifferenzschaden ist der Schutzzweck der §§ 15, 37b, 37c WpHG, der auf den Schutz der Anleger vor unlauterem Einfluss auf die Preisbildung (nicht auf den Willensbildungsprozess) abzielt. Der BGH hat in seiner IKB-Entscheidung (NZG 2012, 263, Rn. 58) hingegen mit Verweis auf § 346 Abs. 3 Nr. 1 BGB angeführt, dass die Gefahr der zufälligen Verschlechterung der zurückzugewährenden Sache generell beim Schädiger verbleibe und aufgrund dieses „verallgemeinerungsfähigen Grundsatzes“ auch für die Möglichkeit eines Vertragsabschlussschaden plädiert. Zum Ganzen, vgl. *Sethe*, Assmann/Schneider, 6. Aufl. 2012, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 86 ff.; *Spindler*, Haftung für fehlerhafte und unterlassene Kapitalmarktinformation, NZG 2012, 575, 578. Zum konkreten Inhalt bei Vertragsabschlussschaden *Möller/Leisch*, KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 302 ff.

¹⁰⁹ *Klöhn*, Haftung wegen fehlerhafter Ad hoc-Publizität, AG 2012, 345, 357; *Sethe*, Assmann/Schneider, 6. Aufl., 2012, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 93; *Zimmer/Grotheer* Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kom., 4. Aufl. 2010, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 91. In einer Entscheidung aus dem Jahre 2005 stellte der US Supreme Court zur Ermittlung des maßgeblichen Zeitpunktes nicht auf die Informationspflichtverletzung, sondern auf das „corrective statement“ und die mit der *Wahrheitsaufdeckung* einhergehende Wertabsenkung / -steigerung des Finanzproduktes ab, vgl. *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* (03-932) 544 U.S. 336 (2005). Auch in Deutschland wird nicht auf die Kursreaktion im Zeitpunkt der Informationspflichtverletzung rekurriert, ein ersatzfähiger Schaden besteht vielmehr erst dann, wenn sich die wahre Informationslage auf den Kurs auswirkt.

¹¹⁰ *Zimmer/Grotheer*, Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kom., 4. Aufl. 2010, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 30.

¹¹¹ *Mülbelt/Steup*, Emittentenhaftung, WM 2005, 1633, 1635 ff; *Sethe*, Assmann/Schneider, 6. Aufl. 2012, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 79 ff., 83 ff.

¹¹² *Zimmer/Grotheer*, Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kom., 4. Aufl. 2010, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 29 ff.

ein gewisser zeitlicher Spielraum in Betracht kommen, der angesichts der täglichen Börsenkurschwankungen eine dem Schadensersatzrecht abträgliche Unschärfe in sich birgt. Zum anderen stellt sich die Frage, welcher Maßstab für das „schuldhafte Zögern“ zu gelten hat: Die Haftungsprivilegierung aus § 37b Abs. 2 WpHG oder aber die allgemeine Regel des § 276 BGB, der auch leichte Fahrlässigkeit erfasst?¹¹³

Bei § 37c WpHG taucht dieselbe Unschärfe am *Ende* der für die Berechnung des Differenzschadens maßgeblichen Zeitspanne beim Merkmal des Bekanntwerdens der Unrichtigkeit der Tatsache auf. In der Praxis kommt es nämlich nur selten zu einer Korrektur einer früheren Falschmeldung durch eine zeitlich eindeutig fixierbare richtige Gegendarstellung (etwa in Form einer neuen Ad hoc-Meldung). Vielmehr sickern die wahren Informationen oft nur schrittweise durch, was wiederum die Fragen aufwirft, welches Maß an Konkretisierung beim „Bekanntwerden“ zu fordern ist und auf wessen Perspektive (breites Anlegerpublikum, Börsenaufsicht, Staatsanwaltschaft) es ankommen soll.

3. Konkurrenz zur gesellschaftsrechtlichen Kapitalerhaltung

Die Auskehrung von Schadensersatz durch die Gesellschaft an ihre Anleger – sei es auf Grundlage von §§ 826, 31 BGB oder §§ 37b/c WpHG – wirft die schwierige Frage nach dem Verhältnis zwischen deliktsrechtlicher Kapitalmarktinformationshaftung und aktienrechtlichem Kapitalerhaltungsgrundsatz auf.¹¹⁴ Die Regierungskommission Corporate Governance hatte sich im Jahr 2001 für den Vorrang der Kapitalerhaltung und damit des Gläubigerschutzes gegenüber dem Anlegerschutz ausgesprochen.¹¹⁵ Demgegenüber gab der Gesetzgeber des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes (in Kraft getreten am 1. Juli 2002) mit der Normierung der §§ 37b/c WpHG einerseits und des § 15 Abs. 6 WpHG andererseits zu erkennen, dass er den Schutz getäuschter Anleger dem Kapitalerhaltungsgrundsatz nicht subordinieren will.¹¹⁶ Der BGH folgt dieser Linie in der EM.TV-Entscheidung: „Die dabei als Schadensausgleich gem. § 249 BGB vorrangig geschuldete Naturalrestitution ist nicht durch die besonderen aktienrechtlichen Gläubigerschutzvorschriften über das Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 57 AktG) und das Verbot des Erwerbs eigener Aktien (§ 71 AktG) begrenzt oder gar ausgeschlossen“.¹¹⁷ Denn die Schadensersatz-

¹¹³ Vgl. Ehrlicke, Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, S. 265; Fuchs, Fuchs-Komm. WpHG, 1. Aufl. 2009, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 13; Versteegen, Köln-Komm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 15 WpHG Rn. 115 ff.

¹¹⁴ Fleischer, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, ZIP 2005, 1805, 1810 f.; Kersting, Kapitalmarktrechtliche Informationseigenhaftung, JR 2009, 221, 224 f.; Langenbacher, Kapitalerhaltung und Kapitalmarkthaftung, ZIP 2005, 239, 242 f.

¹¹⁵ Bericht der Regierungskommission Corporate Governance v. 10.07.2001, R.dnr. 186 f. (abrufbar unter: <http://www.corporate-governance-code.de/ger/archiv/index.html>); dem zustimmend Reichert/Weller, Haftung von Kontrollorganen, ZRP 2002, 49, 53 f.

¹¹⁶ Fleischer, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, ZIP 2005, 1805, 1810.

¹¹⁷ BGH NJW 2005, 2450, 2452 f. – EM.TV; Fleischer/Schneider/Thaten, Anlegerschutz, NZG 2012, 801 [802 ff.].

forderungen der Anleger, so der BGH, beruhen gerade nicht auf ihrer mitglied-schaftlichen Sonderrechtsbeziehung als Aktionäre, sondern auf einer der Mitglied-schaftsbegründung zeitlich vorgelagerten Täuschung des Vorstands, welche die Anleger noch in ihrer Rolle als bloße Drittgläubiger berührte.¹¹⁸ Das Gesellschafts-vermögen werde durch die Belastung mit einer derartigen Schadensersatzverbind-lichkeit nicht anders als bei sonstigen Deliktsansprüchen außenstehender Gläubiger in Anspruch genommen. Daher bestehe kein Anlass, „die Gesellschaft wegen des aktienrechtlichen Vermögensbindungsgrundsatzes von jeglicher Ersatzverpflich-tung freizustellen oder auch nur die Haftung auf das so genannte freie Vermögen, das heißt auf einen das Grundkapital und die gesetzliche Rücklage übersteigenden Betrag, zu beschränken“.¹¹⁹

Auch aus europäischer Sicht der Kapitalrichtlinie¹²⁰ ist keine andere Auslegung der Konkurrenzfrage geboten.¹²¹ Zwar ergibt sich aus Art. 15 Abs. 1 lit. c) der Ka-pitalrichtlinie, dass Ausschüttungen der AG an ihre Aktionäre nur bis zur Höhe des Bilanzgewinnes möglich sind, allerdings ist bereits mit Blick auf die in Art. 15 Abs. 1 lit. d) angeführten Regelbeispiele (Dividenden, Zinsen) fraglich, ob auch kapital-marktrechtliche Schadensersatzansprüche von diesem Ausschüttungsbegriff erfasst sein sollen.¹²² Jedenfalls aus systematischer Sicht lässt sich indes der unionsrechtliche Vorrang des Anlegerschutzes, der durch Art. 6 Abs. 1 der Prospektrichtlinie¹²³ zum Ausdruck kommt, begründen; damit liegt keine Verletzung des in der Kapitalricht-linie verankerten Kapitalerhaltungsgrundsatzes vor.¹²⁴

VI. Gesamtwürdigung: Fehlerhafte Kapitalmarktinformation zwischen Freiheit und Haftung

Fehlerhafte Kapitalmarktinformationen führen nach alledem nicht per se zur Haf-tung:

1. Vorstandsmitglieder haften vielmehr nur unter den hohen Voraussetzungen des § 826 BGB. Die Rechtsprechung hat bei der Ausdifferenzierung des § 826 BGB

¹¹⁸ BGH NJW 2005, 2450, 2452 f. – EM.TV.

¹¹⁹ BGH NJW 2005, 2450, 2452 f. – EM.TV; a.A. *Reichert/Weller*, Haftung von Kontroll-organen, ZRP 2002, 49, 52 ff., 56.

¹²⁰ Zweite Richtlinie 77/91/EWG vom 13.12.1976 (Kapitalrichtlinie), ABl. Nr. L 26/1; zuletzt geändert durch Änderungsrichtlinie vom 06.09.2006, ABl. Nr. L 264/32.

¹²¹ *Fleischer*, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, ZIP 2005, 1805, 1811; *Fleischer/Schneider/Thaten*, Anlegerschutz, NZG 2012, 801 [802 ff.].

¹²² *Langenbacher*, Kapitalerhaltung und Kapitalmarkthaftung, ZIP 2005, 239, 242; *Mülbart/Steup*, Emittentenhaftung, WM 2005, 1633, 1653.

¹²³ Richtlinie 2003/71/EG v. 04.11.2003, Abl. Nr. L 345/64 (Prospektrichtlinie). Hier-nach sind die Mitgliedsstaaten angehalten, eine Haftung des Emittenten oder seiner Verwal-tungs-, Management bzw. Aufsichtsstellen für Prospektmängel vorzusehen, vgl. „Die Mit-gliedsstaaten stellen sicher, dass je nach Fall zumindest der Emittent oder dessen Verwal-tungs-, Management- bzw. Aufsichtsstellen, der Anbieter, die Person, die die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt beantragt, oder der Garantiegeber für die in einem Prospekt enthaltenen Angaben haftet“.

¹²⁴ *Langenbacher*, Kapitalerhaltung und Kapitalmarkthaftung, ZIP 2005, 239, 242.

den freiheitlichen Grundansatz des Bürgerlichen Rechts¹²⁵ bewahrt: Erstens hat sie der Versuchung widerstanden, den Beweis der Kausalität zwischen fehlerhafter Ad hoc-Meldung und Anlageentscheidung durch den Anscheinsbeweis der Anlagestimmung abzumildern. Zweitens verlangt sie für das Kriterium der Sittenwidrigkeit einen „egoistischen Habitus“ der Vorstandsmitglieder: Sie müssen mit der fehlerhaften Ad hoc-Mitteilung intendieren, (jedenfalls auch) *eigene* Interessen zu fördern.

2. Die Gesellschaft als Emittentin haftet zwar nicht nur nach §§ 826, 31 BGB sondern auch unter den weniger strengen Voraussetzungen der §§ 37b/c WpHG. Doch auch diese Normen tragen dem Freiheitsgedanken des Bürgerlichen Rechts Rechnung, indem sie ebenfalls keine Erleichterungen für den Beweis der Kausalität zwischen Ad hoc-Meldung und Kaufentschluss statuieren und die Haftung auf grobe Fahrlässigkeit beschränken.

Insgesamt lässt sich somit festhalten, dass der Judikative und der Legislative in Bezug auf fehlerhafte Kapitalmarktinformation eine ausgewogene und angemessene Ausbalancierung zwischen dem Gedanken der unternehmerischen Freiheit einerseits und der Vorstands- und Emittentenhaftung zugunsten der Anleger andererseits gelungen ist.¹²⁶

VII. Zusammenfassung in Thesen

1. Das Bürgerliche Recht ist ein Recht der Freiheit. Die unternehmerische Freiheit soll nicht durch ein (zu) rigides Haftungsregime eingeengt werden. Kehrseite und „Preis“ dieser *idée directrice* sind die nur unter hohen Voraussetzungen gegebene außervertragliche Vermögenshaftung für fehlerhafte Unternehmensinformationen; Geschädigte tragen das Risiko, „auf ihren Schäden sitzen“ zu bleiben.
2. Das deliktische System der „drei kleinen Generalklauseln“ verfolgt einen freiheitssichernden Zweck. Vermögensschäden sind grundsätzlich nur bei vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung gemäß § 826 BGB ersatzfähig.
3. Im Lauf des 20. Jahrhunderts kommt es zu einer Materialisierung des Zivilrechts, die sich in einer Pflichtenintensivierung und Haftungsausweitung manifestiert, u.a. durch Extension der scharfen vertraglichen Haftung in den vorvertraglichen Bereich sowie die Prospekthaftung. Zu Beginn des 21. Jahrhunderts ist indes eine Renaissance des Freiheitsgedankens zu beobachten, insbesondere im IPR (Rechtswahlfreiheit), Prozessrecht (Schiedsklauseln im Gesellschaftsrecht) und Konzernrecht (Vorsatzverhaltenshaftung über § 826 BGB statt verschuldensunabhängiger Strukturhaftung).
4. Die Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen fügt sich in diese Ausbalancierung von Freiheits- und Haftungstendenzen ein. Dies zeigt sich zunächst an der Limitierung der Anspruchsgrundlagen: § 15 WpHG, § 20a WpHG sind

¹²⁵ Supra unter B.I.

¹²⁶ Zur Ausbalancierung zwischen Freiheit und Haftung supra unter B.III.

- nicht individualschützend, § 400 AktG und §§ 823 Abs. 2 BGB, 263 StGB scheitern regelmäßig an ihren engen Voraussetzungen.
5. Anspruchsgrundlage für Schadensersatzansprüche irregeführter Kapitalanleger gegenüber dem Vorstand ist § 826 BGB. Auch hier zeigt sich die vorgenannte Ausbalancierung: Zugunsten der Geschädigten ist das Vorsatzerfordernis auf dolus eventualis-Niveau abgesenkt. Auch die scharfen Rechtsfolgen (Vertragsabschlussschaden oder Kursdifferenzschaden) favorisieren den geschädigten Anleger. Freiheitsichernd wirken umgekehrt die hohen Hürden der Sittenwidrigkeit und der Kausalität. Erstere wird nur überschritten, wenn der Vorstand mit der Falschmeldung bezweckt, *eigene* Interessen zu fördern. Letztere ist nach den allgemeinen Grundsätzen darzulegen; Beweiserleichterungen (z.B. Anscheinsbeweis der Anlagestimmung) gewährt die Rechtsprechung bei fehlerhaften Ad hoc-Meldungen nicht.
 6. Geschädigtenfreundlicher als die Vorstandshaftung aus § 826 BGB ist die Emittentenhaftung aus §§ 37b/c WpHG, setzt sie doch weder Sittenwidrigkeit noch Vorsatz voraus. Allerdings ist hier ebenfalls die hohe Hürde der Kausalität zu überspringen. In einer Gesamtschau tragen mithin auch die §§ 37b/c WpHG dem Spannungsverhältnis zwischen dem Gedanken der unternehmerischen Freiheit einerseits und der Vorstands- und Emittentenhaftung zugunsten der Anleger andererseits Rechnung.