



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

**„Schaden, Kausalität und Kausalitätsbeweis beim
Schadensersatzanspruch des Anlegers wegen Verletzung der ad
hoc-Publizitätspflicht“**

Dissertation vorgelegt von Sarah Gbekor

Erstgutachter: Prof. Dr. Dres. h.c. Werner F. Ebke

Zweitgutachter: Prof. Dr. Christiane Schwieren

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

Einführung

Die Dissertation beschäftigt sich mit Schadensersatzansprüchen von Anlegern gegen Emittenten und Organmitglieder wegen der Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht. Die ad hoc-Publizitätspflicht betrifft überwiegend Emittenten, deren Anteile bereits gehandelt werden. Bei dem Anlagegeschäft selbst ist der Emittent deshalb nicht beteiligt. Vielmehr handeln die Anleger untereinander. Die sekundärmarktrechtliche Besonderheit der Beziehung von Anlegern einerseits und Emittenten und Organmitgliedern andererseits liegt damit darin, dass zwischen ihnen kein Vertragsverhältnis besteht.

Informationen zu den gehandelten Aktien liefern jedoch weder der kaufende noch der verkaufende Anleger, sondern der Emittent und seine Organmitglieder. Denn nur diese haben unmittelbaren Zugang zu bewertungsrelevanten Informationen. Damit sind Emittenten und Organmitglieder zwar nicht an den Transaktionen zwischen Anlegern beteiligt; ihr Informationsverhalten kann sich aber dennoch auf die Transaktion auswirken – nämlich indem es entweder die Anlageentscheidung der Anleger bestimmt oder indem es den Transaktionspreis der gehandelten Aktie beeinflusst oder beides. Entsprechend kann eine Verletzung der ad hoc-Publizitätspflichten zu Schäden bei den handelnden Anlegern führen.

Um das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt zu erhalten, ist es deshalb notwendig, den Anleger für einen so entstandenen Schaden zu kompensieren. Bis zum 30. Juni 2002 war der Anleger hierbei auf deliktsrechtliche Anspruchsgrundlagen verwiesen. Mangels qualifizierter Rechtsgutsverletzung und mangels passender Schutzgesetze ist die zentrale Anspruchsgrundlage § 826 BGB. Schadensersatzklagen der Anleger auf Grundlage von § 826 BGB waren aber ganz überwiegend nicht erfolgreich. Genannt seien die Fälle Infomatec, EM.TV und Comroad.

Mit dem vierten Finanzmarktförderungsgesetz traten ab dem 1. Juli 2002 spezialgesetzliche Anspruchsgrundlagen hinzu, nämlich die §§ 37b und 37c WpHG a.F. Mit dem am 3. Januar 2018 in Kraft getretenen zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetz fand eine Neunummerierung des WpHG statt. Die spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen finden sich nunmehr in §§ 97 und 98 WpHG.

Ziel der spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen war es, den Anlegerschutz zu stärken und das Publizitätsverhalten börsennotierter Unternehmen zu verbessern. Allerdings waren die Schadensersatzklagen von Anlegern auch nach Einführung der §§ 37b und 37c WpHG a.F. weiterhin überwiegend nicht erfolgreich.

Hier setzt die vorliegende Dissertation an. Ziel war es, zu untersuchen, warum die Schadensersatzansprüche von Anlegern wegen der Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht überwiegend nicht erfolgreich waren. Sodann sollte mit Hilfe bestehender Rechtsinstitute eine Lösung gefunden werden, die der aufgezeigten besonderen Konstellation des Handels am Sekundärmarkt Rechnung trägt und die Interessen von Anlegern, Emittenten und Organmitgliedern gleichermaßen berücksichtigt. Eine vom Gesetzgeber zu schaffende Lösung sollte nicht erarbeitet werden. Die Dissertation gliedert sich sodann in fünf Teile und einen Ergebnisteil.

Erster Teil: Die ad hoc-Publizität und ihre zivilrechtliche Durchsetzung

In dem *Ersten Teil* bereitet die Dissertation die Grundlage für die Untersuchung. So beleuchtet sie zunächst die Insiderinformation und sodann die ad hoc-Publizitätspflicht sowohl nach dem Wertpapierhandelsgesetz als auch nach der europäischen Marktmissbrauchsverordnung. Im Anschluss daran analysiert sie die Rechtsprechung des II. Zivilsenats des Bundesgerichtshofs in den Rechtssachen Infomatec, EM.TV und Comroad sowie die Rechtsprechung des XI. Zivilsenats des Bundesgerichtshofs in dem IKB-Fall.

Die Untersuchung der Entscheidungen des Bundesgerichtshofs zeigt, dass die Schadensersatzklagen überwiegend gescheitert sind, wobei sich der II. Zivilsenat lediglich mit § 826 BGB befasst hatte, der XI. Zivilsenat aber auch mit §§ 37b und 37c WpHG a.F. Zudem hatte der II. Zivilsenat teilweise andere Anforderungen an den Kausalitätsbeweis gestellt als der XI. Zivilsenat. Eine Vorlage an den Großen Senat hatte es indes nicht bedurft, da die Abweichung im Rahmen des § 37b WpHG erfolgte, mit dem sich nur der XI. Zivilsenat befasst hatte.

Zweiter Teil: Anspruchsgrundlagen des Schadensersatzanspruchs wegen Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht und offene Fragen

Auf diesem Zwischenstand aufbauend untersucht die Dissertation im *Zweiten Teil* die einzelnen Anspruchsgrundlagen im Detail und arbeitet insbesondere Verschlechterungen und Verbesserungen für den Anleger durch die §§ 97, 98 WpHG (§§ 37b, 37c WpHG a.F.) heraus. Hierbei zeigt sich, dass offene Fragen sowohl zum ersetzbaren Schaden als auch zur Kausalität und deren Beweis – insbesondere hinsichtlich möglicher Beweiserleichterungen – bestehen. Im Einzelnen:

In Literatur und Rechtsprechung herrscht keine Einigkeit darüber, welchen Schaden Anleger im Falle der Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht ersetzt verlangen können. Unterschieden wird hier zwischen dem sogenannten Vertragsabschlussschaden und dem sogenannten Kursdifferenzschaden. Der Vertragsabschlussschaden ist auf die Rückabwicklung der Transaktion gerichtet. Der Anleger wird also so gestellt, als hätte er die Anlageentscheidung nie getroffen. Der Kursdifferenzschaden soll hingegen den Schaden ersetzen, den der Anleger erlitten hat, weil er die Aktie zu teuer gekauft oder zu günstig verkauft hat. Der Anleger wird also so gestellt, als hätte er zu einem unverfälschten Preis gehandelt.

Nach der Rechtsprechung sind sowohl der Vertragsabschlussschaden als auch der Kursdifferenzschaden sowohl nach den deliktsrechtlichen, als auch nach den spezialgesetzlichen Vorschriften ersetzbar. Die Literatur sieht den Kursdifferenzschaden ebenfalls als ersatzfähig an und bejaht überwiegend auch den Ersatz des Vertragsabschlussschadens im Rahmen von § 826 BGB. Allerdings geht die h.M. davon aus, dass der Vertragsabschlussschaden nicht im Rahmen der §§ 97 und 98 WpHG ersetzbar sei. Denn hierdurch werde das Marktrisiko unbilliger Weise auf den Emittenten abgewälzt.

Die Dissertation setzt sich mit den Argumenten auseinander und zeigt insbesondere, dass eine unbillige Abwälzung des Marktrisikos auf der Ebene der Kausalität vermieden werden kann. Hat der Emittent den Anleger nämlich aufgrund einer Verletzung seiner Veröffentlichungspflicht dazu bestimmt, eine Anlageentscheidung zu treffen und damit Marktrisiko zu übernehmen, ist es gerade nicht unbillig, wenn der Emittent diese von ihm veranlasste Anlageentscheidung rückgängig machen muss, wozu dann eben auch die Übernahme des Marktrisikos gehört. Damit sind Marktrisikoerwägungen im Schaden

falsch verortet. Stattdessen muss der unbilligen Übertragung des allgemeinen Marktrisikos auf Ebene der Kausalität begegnet werden. Im Übrigen ist aufgrund der gesetzgeberischen Intention, den Anlegerschutz zu erweitern, und mangels einer Beschränkung des ersetzbaren Schadens im Wortlaut der Normen mit der Rechtsprechung von der Ersatzfähigkeit des Vertragsabschlusschadens auszugehen. Der Anleger kann damit sowohl nach Deliktsrecht als auch nach Spezialgesetz Vertragsabschlusschaden und Kursdifferenzschaden ersetzt verlangen.

Hinsichtlich der Kausalität arbeitet die Dissertation heraus, dass die Rechtsprechung, namentlich der II. Zivilsenat des Bundesgerichtshofs einerseits und der XI. Zivilsenat des Bundesgerichtshofs andererseits, uneinheitlich beantwortet, welcher Kausalzusammenhang bei einem Schadensersatzanspruch wegen Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht eigentlich erforderlich ist.

Der II. Zivilsenat hat im Rahmen der deliktsrechtlichen Anspruchsgrundlagen entschieden, dass der Anleger die sogenannte Abschlusskausalität darlegen und im Bestreitensfall beweisen muss. D.h. er muss im Falle einer fehlerhaften ad hoc-Mitteilung nachweisen, dass er seine Anlageentscheidung aufgrund eben dieser fehlerhaften ad hoc-Mitteilung getroffen hat. Im Falle des pflichtwidrigen Unterlassens einer Veröffentlichung muss der Anleger beweisen, dass er seine Anlageentscheidung bei pflichtgemäßer Veröffentlichung durch den Emittenten nicht getroffen hätte.

Hingegen hat der XI. Zivilsenat des BGH danach differenziert, ob der Anleger den Kursdifferenzschaden oder den Vertragsabschlusschaden geltend macht. Macht der Anleger den Vertragsabschlusschaden geltend, so muss er – wie bereits vom II. Zivilsenat gefordert, die Abschlusskausalität beweisen. Macht er hingegen den Kursdifferenzschaden geltend, muss er lediglich die Preiskausalität nachweisen – also dass der Preis, zu dem er die Aktie gehandelt hat, durch die Veröffentlichungspflichtverletzung verfälscht worden war.

Die Arbeit kommt dann zu dem Ergebnis, dass der Anleger exakt so zu stellen ist, wie er im konkreten Fall ohne die Veröffentlichungspflichtverletzung stünde. Hätte der Anleger das Anlagegeschäft ohne die Veröffentlichungspflichtverletzung nicht getroffen, ist dieses rückgängig zu machen – dann muss der Anleger aber auch beweisen, dass er das Anlagegeschäft ohne die Veröffentlichungspflichtverletzung nicht getroffen hätte. Wenn der Anleger hingegen geltend macht, die Transaktion ohne die Veröffentlichungspflichtverletzung zu einem anderen Preis abgeschlossen zu haben, so ist „nur“ die Preisdifferenz zu ersetzen – der Anleger muss also „nur“ nachweisen, dass der Börsenpreis ohne die Veröffentlichungspflichtverletzung ein anderer gewesen wäre. Der zu beweisende Kausalzusammenhang hängt damit vom geltend gemachten Schaden ab.

Nach derzeitiger Rechtslage muss der Anleger die Kausalität mit den Mitteln des Strengbeweises beweisen. Die Schwierigkeiten liegen auf der Hand. Entsprechend sind auch die bis zum Einreichungszeitpunkt der Arbeit untersuchten Schadensersatzklagen von Anlegern ganz überwiegend am Beweis der haftungsbegründenden Kausalität gescheitert. Somit stellt sich die Frage, ob dem Anleger eine Beweislastumkehr oder eine Beweiserleichterung zugutekommen kann.

Voraussetzung einer Beweislastumkehr ist entweder, dass diese gesetzlich angeordnet ist (dies ist vorliegend nicht der Fall), oder dass der Beweisbelastete vor nicht hinnehmbaren Beweisschwierigkeiten steht, weil die zu beweisenden Umstände in der Sphäre der anderen Partei liegen (dies ist vorliegend ebenfalls nicht der Fall). Und auch eine Analogie zur Prospekthaftung (dort ist eine Beweislastumkehr in § 23 Abs. 2 Nr. 1 WpPG geregelt) kommt nicht infrage, da es sich hier um eine nicht analogiefähige Sondernorm handelt. Eine Beweislastumkehr scheidet deshalb aus.

Als nächstes prüft die Dissertation, ob eine Beweiserleichterung infrage kommt, namentlich ein Anscheinsbeweis, die Annahme einer Anlagestimmung und die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens. Voraussetzungen für deren Heranziehung sind die Folgenden:

Ein Anscheinsbeweis ist möglich, wenn von einer unstreitigen Tatsache typischer Weise auf eine streitige Tatsache geschlossen werden darf. Dies bedeutet für Abschluss- und Preiskausalität: Will man die Abschlusskausalität mithilfe des Anscheinsbeweises beweisen, so müsste eine ad hoc-Mitteilung typischerweise Anlageentscheidungen auslösen. Will man die Preiskausalität mithilfe des Anscheinsbeweises beweisen, so müssten sich ad hoc-Mitteilungen typischerweise auf den Kurspreis auswirken.

Die Anlagestimmung beruht auf der Prospekthaftung und besagt zweierlei, nämlich dass

1. Prospekte eine Stimmung zum Handel von Aktien auslösen und dass
2. Anleger dann aufgrund dieser Stimmung handeln.

Um die Anlagestimmung auch bei ad hoc-Mitteilungen anzuwenden, müsste die Kapitalmarktrealität sowohl zeigen, dass ad hoc Mitteilungen Anlagestimmungen auslösen, als auch, dass Anlagestimmungen Anleger zu Anlageentscheidungen veranlassen.

Die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens geht davon aus, dass in einer einem Vertrag vorausgehenden Aufklärungssituation der Aufgeklärte – wäre er vollständig und richtig aufgeklärt worden – den Vertrag nicht geschlossen hätte. Übertragen auf die ad hoc-Publizitätspflichtverletzung bedeutet dies: Wäre der Anleger vollständig und richtig informiert gewesen, hätte er das Anlagegeschäft nicht getroffen.

Die Arbeit kommt sodann zu dem Zwischenergebnis, dass es für die Beurteilung, ob Beweiserleichterungen zu gewähren sind, ganz wesentlich darauf ankommt, warum Anleger am Markt handeln und wie sich die Preise am Markt entwickeln.

Dritter Teil: Wirtschaftswissenschaftliche und wirtschaftspsychologische Legitimation von Beweiserleichterungen

Eine letztendliche Entscheidung für oder gegen Beweiserleichterungen ist also nur möglich, wenn die Marktrealität einerseits und das Anlegerverhalten andererseits Beachtung finden. Eine Auseinandersetzung erfolgt im *Dritten Teil*. Hierbei untersucht die Dissertation in einem ersten Schritt, ob ökonomische Forschungserkenntnisse durch den Richter überhaupt herangezogen werden dürfen. Diese Frage stellt sich im Rahmen der sogenannten ökonomischen Analyse des Rechts, wobei zwischen der normativen und der positiven ökonomischen Analyse unterschieden werden muss.

Während sich die normative ökonomische Analyse des Rechts bedienen möchte, um bestimmte ökonomisch wünschenswerte Ergebnisse zu erzielen, wird bei der positiven ökonomischen Analyse lediglich auf wirtschaftswissenschaftliche Erkenntnisse zurückgegriffen und diese im Rahmen der bestehenden Methodenlehre herangezogen. Im Gegensatz zur normativen ökonomischen Analyse wird das Recht damit nicht zum Steuerungselement der Ökonomik. Bedenken gegen positive ökonomische Analysen bestehen deshalb nicht. Eine Heranziehung von ökonomischen und wirtschaftspsychologischen Forschungsergebnissen ist möglich.

In einem zweiten Schritt prüft die Dissertation, ob die einzelnen wirtschaftswissenschaftlichen und wirtschaftspsychologischen Voraussetzungen der einzelnen Beweiserleichterungen vorliegen. Hierbei kommt die Arbeit zu den folgenden vier Ergebnissen:

1. Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass Anleger ihre Anlageentscheidung typischerweise aufgrund von ad hoc-Mitteilungen fällen. Damit scheidet ein Anscheinsbeweis für den Beweis der Abschlusskausalität aus.
2. Es kann davon ausgegangen werden, dass sich ad hoc-Mitteilungen auf den Kurspreis auswirken. Ein Anscheinsbeweis für die Preiskausalität ist damit möglich.
3. Es kann weder davon ausgegangen werden, dass ad hoc-Mitteilungen Anlagestimmungen auslösen, noch davon, dass Anleger ihre Anlageentscheidungen aufgrund von Anlagestimmungen treffen. Auf das Institut der Anlagestimmung kann deshalb nicht zurückgegriffen werden.
4. Es lässt sich nicht feststellen, welche Anlageentscheidungen Anleger ohne die ad hoc-Publizitätspflichtverletzung getroffen hätten. Damit scheidet auch ein Rückgriff auf die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens aus.

Eine Beweiserleichterung kommt danach nur für die Preiskausalität in Frage. Konkret kann hier auf den Anscheinsbeweis zurückgegriffen werden. Beweiserleichterungen für die Abschlusskausalität scheiden indes aus.

Vierter Teil: Lösungsansätze des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts und eine mögliche Rezeption

Dies zu Grunde legend untersucht die Dissertation im *Vierten Teil*, ob eine Beweiserleichterung für die Abschlusskausalität durch einen Rückgriff auf US-amerikanische Rechtsinstitute möglich ist, namentlich durch eine Rezeption der *fraud on the market theory* (nachfolgend „FOMT“). Nach der FOMT wird das konkrete Vertrauen des Anlegers in Veröffentlichungen des Emittenten ersetzt durch das Vertrauen des Anlegers in den fundamental richtigen Marktpreis. Hintergrund dieser Überlegung ist, dass sich in dem Marktpreis alle verfügbaren Informationen zu jedem Zeitpunkt vollständig widerspiegeln. Vertraut ein Anleger also auf die fundamentale Richtigkeit des Marktpreises, vertraut er zugleich auch auf alle Informationen, die zur Bildung dieses Marktpreises geführt haben.

Damit auf die FOMT zurückgegriffen werden kann, müssten die folgenden drei Voraussetzungen vorliegen:

1. Ad hoc-Mitteilungen wirken sich auf den Marktpreis aus.
2. Anleger Vertrauen auf die Integrität des Marktpreises, d.h. darauf, dass der Kurspreis den fundamental richtigen Unternehmenswert widerspiegelt.
3. Marktpreise besitzen tatsächlich auch Integrität, d.h. sie entsprechen dem anteiligen, fundamental richtigen Unternehmenswert.

Diese Voraussetzungen hat die Dissertation im Folgenden untersucht. Hinsichtlich der ersten Voraussetzung hatte die Dissertation bereits an früherer Stelle gezeigt, dass sie vorliegt, sich ad hoc-Mitteilungen also auf den Kurspreis auswirken. Im Rahmen der Untersuchung nicht bestätigt werden konnte indes die zweite Voraussetzung, nämlich dass Anleger auf die Integrität der Marktpreise vertrauen. Ebenfalls nicht bestätigen ließ sich die

dritte Voraussetzung, nach der Marktpreise tatsächlich Integrität besitzen. Danach ist eine Rezeption der FOMT in das deutsche Recht abzulehnen. Es bleibt also dabei, dass Beweiserleichterungen nur für die Preiskausalität, nicht aber für die Abschlusskausalität in Frage kommen.

Fünfter Teil: Kostenaspekte

Im *Fünften Teil* wertet die Dissertation sodann aus, ob die entwickelte Lösung zu einer übermäßigen Haftung von Emittenten und Organen führen wird, oder ob insbesondere Kostenaspekte einer ausufernden Inanspruchnahme von Emittenten und Organen ohnehin vorbeugen. Die Dissertation kommt zu dem Ergebnis, dass mit einer übermäßigen Anhäufung von Klagen nicht gerechnet werden muss. Entsprechend bleibt es bei dem Ergebnis, dass Anlegern im Rahmen des Kursdifferenzschadens eine Beweiserleichterung zugutekommt und im Übrigen nicht.

Ergebnis

Die Beachtung des Forschungsergebnisses hätte in der Praxis die folgenden zwei Auswirkungen auf Schadenersatzklagen von Anlegern wegen Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht:

1. Macht der Anleger den Vertragsabschlusschaden geltend, so muss er nach wie vor darlegen und im Bestreitensfall beweisen, dass er seine Anlegeentscheidung aufgrund der ad hoc-Mitteilung getroffen hat. Eine Beweislastumkehr oder Beweiserleichterungen kommen ihm nicht zugute.
2. Macht der Anleger hingegen den Kursdifferenzschaden geltend, so wird er diesen überwiegend auch ersetzt verlangen können. Denn der Beweis der haftungsbe gründenden Kausalität wird aufgrund der Beweiserleichterung des Anscheinsbeweises möglich sein.

Diese erarbeiteten Ergebnisse geben dem Anleger einen wirkungsvollen Schutz gegen die Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht und stärken so das Anlegervertrauen. Gleichzeitig sehen sich der Emittent und seine Organmitglieder keiner übermäßigen Haftungsbelastung ausgesetzt. Denn mangels Kausalitätsbeweises werden Klagen, die auf den Ersatz des Vertragsabschlusschadens gerichtet sind, weiterhin in der überwiegenden Anzahl von Fällen nicht erfolgreich sein. So kommt es auch nicht zu einer unbilligen Abwälzung des Marktrisikos auf den Emittenten. Damit bereitet die Dissertation den Weg, um einen gerechten Ausgleich im Spannungsfeld der Interessen von Anlegern einerseits und Emittenten und Organmitgliedern andererseits zu schaffen und hierbei zugleich die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts zu stärken.