

Haftung bei fehlerhafter Ad-hoc-Publizität insbesondere nach § 826 BGB

-

Ein Rechtsvergleich mit der US-amerikanischen Rechtsprechung zur
"Fraud-on-the-Market-Theory"

Von Dipl.-jur. oec. univ., Stud. rer. oec. Inga Friedrich, Erlangen

INHALTSVERZEICHNIS

A. Einleitung	1
B. Rechtslage nach deutschem Recht	2
I. Einordnung der Publizitätspflicht sowie der Haftung bei fehlerhafter Ad-hoc-Publizität.....	2
II. Die Voraussetzungen einer Haftung bei fehlerhafter Ad-hoc-Publizität nach § 826 BGB.....	3
1. Sittenwidrigkeit	3
2. Vorsatz.....	4
3. Haftungsbegründende Kausalität.....	4
4. Umfang des Schadensersatzes	4
C. Rechtliche Situation in den USA	5
I. Einordnung der Publizitätspflicht sowie der Haftung bei fehlerhafter Ad-hoc-Publizität.....	5
II. Haftung nach Rule 10b-5 SEA 1934.....	6
1. False representation	6
2. Material fact.....	6
3. Scierter	6
4. Reliance	7
5. Loss causation	7
6. Rechtsfolgen der Verletzung	7
D. Lösungsmöglichkeiten zum Sanktionierungsproblem des Nachweises der	8
haftungsbegründenden Kausalität.....	8
I. Problemstellung	8
II. Allgemeine Anwendung des Rechtsinstituts der Anlagestimmung	9
1. Grundlagen	9
2. Stellungnahme des BGH und obergerichtliche Auslegung.....	9

III.	Rückgriff auf die „Fraud-on-the-Market-Theory“ des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts	11
1.	Grundlagen	11
2.	Der effiziente Kapitalmarkt als Anwendungsvoraussetzung.....	12
3.	Ein Blick in die US-amerikanische Rechtsprechung zur „Fraud-on-the-Market-Theory“	13
4.	Stellungnahme des BGH zur „Fraud-on-the-Market-Theory“	14
IV.	Wirtschaftsrechtliche Betrachtungsweise.....	14
1.	Vorteile der „Fraud-on-the-Market-Theory“ gegenüber dem Institut der Anlagestimmung.....	14
2.	Die Informationsverarbeitung auf Kapitalmärkten.....	15
3.	Anlegerschutz und Anlegerleitbild.....	16
4.	Die Rolle von ökonomischen Überlegungen bei der Rechtsanwendung	17
E.	Zusammenfassende Schlussbetrachtung.....	18

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

AG/AG	Aktiengesellschaft / Die Aktiengesellschaft
Am crim Law Rev.	American Criminal Law Review
AMEX	American Stock Exchange
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (amtliche Sammlung)
BörsG	Börsengesetz
DB	Der Betrieb
FMFG	Finanz
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
LG	Landgericht
m.w.N	mit weiteren Nachweisen
NASD	National Association of Securities Dealers
N.C.L. Rev.	North Carolina Law Review
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NYSE	New York Stock Exchange
OLG	Oberlandesgericht
RG	Reichsgericht
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
SEA	Securities and Exchange Act
WM	Wertpapiermitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
ZBB	Zeitschrift Bankrecht und Bankwirtschaft

ZCG	Zeitschrift für Corporate Governance
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

A. Einleitung

Im Rahmen der juristischen Aufarbeitung von Aufstieg und Fall des Neuen Marktes hat insbesondere das „ComROAD“-Verfahren¹ die Informationsdeliktshaftung in den Blickpunkt der Öffentlichkeit gerückt. In diesem Verfahren ging es um Klagen von Anlegern gegen die ComROAD AG, die innerhalb eines Zeitraums von ungefähr zwei Jahren mehr als 40 Ad-hoc-Mitteilungen über neue Geschäftspartner und aktualisierte – deutlich überhöhte – Unternehmenszahlen bekannt gegeben hatte, die sich später als fingiert herausstellten. Auch gegen andere „Schwarze Schafe“, die mit fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen glänzten, wie „Infomatec“ und „EM.TV“ in Deutschland oder „Intershop“ in den USA häuften sich die Schadensersatzklagen vieler Anleger, die damit versuchten ihren Verlust, den sie durch den geschrumpften Marktwert ihrer Wertpapiere am Markt erlitten haben, wieder hereinzuholen.

Dabei macht eine Analyse der Rechtsprechung zur Emittentenhaftung bei fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen nach § 826 BGB deutlich, dass insbesondere der Nachweis der haftungsbegründeten Kausalität ein Sanktionierungsproblem darstellt, da der Anleger hier vor hohen Beweishürden steht. In den Urteilen der Instanzgerichte zu den Neuer Markt-Unternehmen finden sich immer wieder Forderungen an den geschädigten Anleger dahingehend, nachzuweisen und darzulegen, dass er selbst die Falschinformation aufgenommen, z.B. die falsche Ad-hoc-Mitteilung gelesen hat, und diese somit Grundlage seiner Investitionsentscheidung geworden ist.² Dies ist insbesondere im Hinblick auf die im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht Anwendung findende „Fraud-on-the-Market-Theory“ kritisch zu hinterfragen.

Im Folgenden soll deshalb nun zunächst die Haftung wegen fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen anhand der deutschen und US-amerikanischen Rechtslage verglichen werden. Darauf aufbauend werden Lösungsmöglichkeiten des soeben angesprochenen Sanktionsproblems des Nachweises der haftungsbegründeten Kausalität vorgestellt. Ein besonderes Augenmerk gilt dabei der US-amerikanischen „Fraud-on-the-Market-Theory“, welche im Anschluss einer wirtschaftsrechtlichen Betrachtung unterzogen wird. Schließlich werden in einer Schlussbetrachtung die gewonnenen Erkenntnisse zusammengefasst.

¹ BGH, WM 2007, S. 1557 ff.

² So z.B. LG Bonn, AG 2001, 484, 487; AG München, WM 2002, 594, 596; OLG München, ZIP 2002, 1727, 1728 sowie OLG München, ZIP 2002, 1989, 1992.

B. Rechtslage nach deutschem Recht

I. Einordnung der Publizitätspflicht sowie der Haftung bei fehlerhafter Ad-hoc-Publizität

Am *Sekundärmarkt* verfügen typischerweise weder der Verkäufer noch der Käufer über hinreichende Informationen hinsichtlich der Ertragsaussichten bzw. des Risikos des Wertpapiers. Aus diesem Grund bedarf es einer gesetzlichen Regelung, die den Emittenten die Verpflichtung auferlegt einen ständigen Fluss von Pflichtinformationen und Zusatzinformationen aufrecht zu erhalten. Das verbindliche Programm der Sekundärmarktpublizität besteht dabei aus der Regelpublizität, in Gestalt der jährlichen aktienrechtlichen Rechnungslegung und der obligatorischen Zwischenberichtserstattung sowie der Ad-hoc-Publizität, welche die Regelpublizität im Rahmen der kapitalmarktrechtlichen Publizität ergänzt.³

Die Publizitätspflicht von *Ad-hoc-Mitteilungen* beinhaltet die Pflicht eines Emittenten unverzüglich eine kursensitive Tatsache zu veröffentlichen, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten ist, wenn sie wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet ist, den Börsenpreis zu beeinflussen (§ 15 I S. 1 WpHG). Neben dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Marktes und der Preiswahrheit durch die von ihr angestrebte Marktransparenz, soll die Ad-hoc-Publizität von ihrer gesetzgeberischen Zweckrichtung her präventiv den Insiderhandel bekämpfen sowie die Regelpublizität ergänzen.⁴ Zudem dient sie auch dem individuellen Anlegerschutz.⁵ Entsprechend ist die Ad-hoc-Publizität an das gesamte anlagebereite Marktpublikum, bestehend aus durchschnittlichen Anlegern⁶, adressiert und nicht auf das professionelle Bereichspublikum begrenzt⁷.

Mit der Einführung der §§ 37b und 37c WpHG im Rahmen des 4. FMFG wurden nunmehr die Schadensersatzansprüche der Anleger, denen aus Verstößen gegen die Publizitätspflicht, vor allem aufgrund falscher oder unterlassener Ad-hoc-Meldungen, ein Schaden entstanden ist, gegenüber den Emittenten reformiert.

³ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 2055.

⁴ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 2057 f.

⁵ Möllers/Braun, Ad-hoc-Publizität, § 3 Rn. 25.

⁶ Möllers/Braun, Ad-hoc-Publizität, § 3 Rn. 53.

⁷ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 2058.

Dennoch zieht der BGH im Rahmen der Haftung wegen falscher Ad-hoc-Meldungen die allgemeine Vorschrift des § 826 BGB aus dem *Deliktsrecht* heran.⁸ Erscheint dies zunächst in Anbetracht dieses doch recht modernen und speziellen Problems verwunderlich, wird es im Weiteren bei der Betrachtung der Gründe verständlich: Zum einen bietet die flexible Vorschrift des § 826 BGB auch für moderne Probleme eine beständige Lösungsmöglichkeit⁹, zum anderen erlaubt er auch den Ersatz reiner Vermögensschäden¹⁰. Des Weiteren sieht § 826 BGB neben der Haftung der Gesellschaft auch eine persönliche Haftung der Vorstände oder anderer Mitglieder der Verwaltung vor. Im Vergleich zu §§ 37 b, 37c WpHG, welcher ebenfalls eine Haftung der Gesellschaft begründet, kann der Anleger zudem seinen vollen Schaden ersetzt verlangen, und muss sich nicht lediglich auf die meist schwer zu ermittelnde Differenz zwischen dem Kaufkurs und dem hypothetischen Marktpreis als Schadensersatz verweisen lassen.¹¹

II. Die Voraussetzungen einer Haftung bei fehlerhafter Ad-hoc-Publizität nach § 826 BGB

1. Sittenwidrigkeit

Vorraussetzung einer Haftung nach § 826 BGB ist zunächst das Vorliegen eines sittenwidrigen Verhaltens. Eine Einstufung des Verhaltens als sittenwidrig kann stets dann vorgenommen werden, wenn es gegen das Anstandsgefühl aller billig und gerecht Denkenden verstößt.¹² Der BGH transferiert dabei dieses Anstandsgefühl in die modernen Kapitalmärkte, indem er die Sittenwidrigkeit durch die „direkt vorsätzliche unlautere Beeinflussung des Sekundärmarktpublikums durch eine grob unrichtige Ad-hoc-Mitteilung“¹³ induziert sieht. Ob zusätzlich eigene Zwecke der Vorstände, wie z.B. die Erwartung einer erheblichen Wertsteigerung ihrer Beteiligung durch die Falschmeldung, vorliegen müssen, hat der BGH bisher offen gelassen.¹⁴ Jedenfalls ist es nicht erforderlich, dass diese als vorrangiges Ziel oder Endziel einer Handlung vorliegen; sie können vielmehr als ein weiteres Indiz der Sittenwidrigkeit herangezogen werden.¹⁵

⁸ Müller-Michaels/Wecker, ZCG 2007, 207, 208.

⁹ So wird § 826 BGB zunehmend auch anderen umfangreichen Problemkreisen zugrunde gelegt, wie z.B. dem existenzvernichtenden Eingriff, vgl. BGH, ZIP 2007, 1552 ff.

¹⁰ Rebmann/Säcker/Rixecker/Wagner, BGB, § 826 Rn. 32.

¹¹ Assmann/Schneider/Sethe, WpHG, §§ 37b, 37c Rn 75 ff.

¹² RGZ 48, 114, 124.

¹³ BGH, WM 2004, 1721, 1725.

¹⁴ Müller-Michels/Wecker, ZCG 2007, 207, 208.

¹⁵ BGH, WM 2004, 1721, 1725.

2. Vorsatz

Eine Haftung nach § 826 BGB setzt in subjektiver Hinsicht vorsätzliches Handeln voraus, wobei bedingter Vorsatz ausreichend ist. Hierbei muss der Schädiger Art und Richtung des Schadens sowie die Schadensfolgen vorausgesehen und zumindest billigend in Kauf genommen haben¹⁶; eine allgemeine Vorstellung über mögliche Schäden genügt nicht¹⁷.

3. Haftungsbegründende Kausalität

Im Weiteren setzt § 826 BGB voraus, dass zwischen dem schädigenden Verhalten und dem eingetretenen Vermögensschaden ein ursächlicher Zusammenhang besteht. Demnach kommt eine Haftung in Bezug auf eine falsche Ad-hoc-Meldung nur dann in Betracht, wenn gerade die falsche Information den Anleger zum Kauf, Verkauf oder Halten von Wertpapieren *veranlasst* hat.¹⁸ Der Kläger hat an dieser Stelle entsprechende Umstände darzulegen und somit einen Beweis dafür zu erbringen, dass sein Handeln durch das haftungsbegründende Ereignis herausgefordert worden ist.¹⁹

4. Umfang des Schadensersatzes

Zur Bestimmung des Inhaltes des Schadensersatzanspruches dient der Grundsatz der Naturalrestitution gemäß §§ 249 ff. BGB. In Bezug auf eine Haftung aufgrund einer falschen Ad-hoc-Mitteilung bedeutet dies, dass der in seinem Vertrauen auf die Richtigkeit der Ad-hoc-Mitteilung enttäuschte Anleger so zu stellen ist, wie er stehen würde, wenn die für die Veröffentlichung Verantwortlichen ihrer Pflicht zur wahrheitsgemäßen Information nachgekommen wären.²⁰ Folglich kann dem Anleger der gezahlte Kaufpreis *Zug um Zug* gegen Übertragung der erworbenen Aktien zurückerstattet werden; sofern er diese bereits verkauft hat ist die volle Differenz zwischen Kauf- und Verkaufspreis zu ersetzen.²¹

¹⁶ Palandt/*Sprau*, BGB, § 826 Rn. 10.

¹⁷ BGH, WM 2004, 1721, 1725.

¹⁸ BGH, WM 2004, 1726, 1731.

¹⁹ Vgl. Musielak/*Foerste*, ZPO, § 286 Rn. 35.

²⁰ Müller-Michaels/Wecker, ZCG 2007, 207, 209.

²¹ Müller-Michaels/Wecker, ZCG 2007, 207, 209.

C. Rechtliche Situation in den USA

I. Einordnung der Publizitätspflicht sowie der Haftung bei fehlerhafter Ad-hoc-Publizität

Das US-amerikanische Kapitalmarktrecht, welches als *securities regulation* bezeichnet wird, beruht auf einer Reihe von Gesetzen, die zum Schutz von Investoren sowie zur Überwachung des Marktes erlassen wurden.²² Besondere Bedeutung kommt hierbei dem Securities and Exchange Act von 1934²³ zu, welcher als Bundesrecht den Sekundärmarkt reguliert.

So bestehen auf der Grundlage von Sec. 13 SEA 1934 verschiedene *laufende Publizitäts- und Reportpflichten* für den Emittenten (sog. continuing disclosure (reporting) requirements)²⁴, ähnlich der Regelpublizität in Deutschland. In Bezug auf die *Ad-hoc-Publizität* hingegen existieren mangels einheitlicher Regelung, mehrere Regelungsebenen.²⁵ Hierzu zählen die sog. Current Reports nach Form 8 K²⁶, die Ad-hoc Publizität in den Listing-Manuals der Börsen²⁷ sowie die Rule 10b-5 des SEA 1934. Diese enthält das allgemeine Betrugsverbot im Zusammenhang mit Wertpapieren und ist mittelbar auch Publizitätsnorm von Bedeutung.²⁸ Die Nichteinhaltung der Pflicht zum Current Report sowie der Publizitätspflicht in den Listing-Manuals kann jedoch lediglich zu einer Sanktionierung durch die Börsen, nicht jedoch zu einem zivilrechtlichen Anspruch der Anleger führen.²⁹

Aufgrund dessen hat im Rahmen der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Meldungen die *Rule 10b-5 SEA 1934* einen besonderen Stellenwert inne. Diese Regelung stellt eine Grundlage für privatrechtliche Schadensersatzansprüche gegen jede Personen dar, die bei Wertpapiergeschäften betrügerische Manipulationen (*fraud*) begehen.³⁰ Der Begriff des „fraud“ ist

²² Reimann, Einführung in das US-amerikanische Gesellschaftsrecht, S. 262.

²³ Im Folgenden „SEA 1934“.

²⁴ Fülber, Regulierung der Ad-hoc-Publizität, S. 90.

²⁵ Feldhaus, Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung, S. 137.

²⁶ Zur Vorlage eines Current Reports nach Form 8-K sind die Emittenten, deren Effekten an einer US-amerikanischen Börse gelistet sind stets dann verpflichtet, wenn bestimmte, in der Form 8-K aufgezählte, außergewöhnliche kursrelevante Ereignisse eintreten. Hierzu zählen unter anderem: Changes in Control or Registrant, Acquisitions of Dispositions of Assets und Bankruptcy or Receivership (vgl. Feldhaus, Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung, S. 138f.)

²⁷ Emittenten an den wichtigsten Börsen der USA (hierzu zählen NASD, NYSE und AMEX) müssen zudem gemäß der Listing Rules dem Publikum durch die Presse jede wesentliche Information unverzüglich zukommen lassen, die den Wert seiner Effekten oder die Anlegeentscheidung der Investoren beeinflussen könnte (Feldhaus, Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung, S. 139).

²⁸ Möllers/Braun, Ad-hoc-Publizität, § 6 Rn. 19.

²⁹ Feldhaus, Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung, S. 140.

³⁰ Feldhaus, Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung, S. 140; wobei derartige Ansprüche zumeist im Wege einer Sammelklage (class action) geltend gemacht werden und öfters zu einem Vergleich führen als zu einem Urteil (Reimann, Einführung in das US-amerikanische Gesellschaftsrecht, S. 262).

dabei allerdings in einem weiten Sinne zu verstehen und umfasst vor allem das Verbot falscher Ad-hoc-Mitteilungen.³¹

II. Haftung nach Rule 10b-5 SEA 1934

1. False representation

Die Darstellung einer wesentlichen Tatsache muss zunächst falsch oder irreführend sein³², wobei auf den Zeitpunkt abzustellen ist, in dem sie gemacht wurde³³.

2. Material fact

Weitere Voraussetzung ist, dass sich die Falschdarstellung oder das Verschweigen auf wesentliche Tatsachen bezieht.³⁴ Dabei werden solche Tatsachen als wesentlich angesehen, für die eine erhebliche Wahrscheinlichkeit besteht, dass ein vernünftiger Investor sie als wichtig für seine Anlageentscheidung erachten würde bzw. wenn diese Informationen das Gesamtgefüge aller verfügbaren Informationen signifikant ändert.³⁵ Hierzu ist auf die *tatsächliche Bedeutung* für die Überlegungen und des vermuteten Verhaltens eines vernünftigen Investors, nicht jedoch auf die tatsächliche Beeinflussung von Anlageentscheidungen abzustellen.³⁶ Allerdings bleibt die Frage der Wesentlichkeit letztlich eine Frage des Einzelfalls.³⁷

3. Scienter

Des Weiteren ist eine vorsätzliche, wissentliche, d.h. eine mit Absicht zur Täuschung vorgenommene Handlung, erforderlich.³⁸ Als *wissentliche Schädigung* wird dabei auch lediglich sorgloses Verhalten des Klägers anerkannt, nicht aber einfache Fahrlässigkeit.³⁹

³¹ Elsing/Van Alstine, US-amerikanisches Handels- und Wirtschaftsrecht, S. 254.

³² Clark, Corporate Law, S. 310.

³³ Lenzen, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 121.

³⁴ Lenzen, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 119.

³⁵ Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 231 (1988).

³⁶ Folger Adam Comp. v. PMI Industries, Inc., 938 F. 2d 1529, 1533 (1991).

³⁷ Lenzen, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 120. Zur Problematik der Feststellung der Wesentlichkeit bei Informationen in Bezug auf zufallsbedingte oder spekulative Ereignisse sowie sog. „soft informations“ vgl. Lenzen, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 120f.; eine Auflistung von Rechtsprechungsbeispielen für material facts findet sich bei Feldhaus, Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung, S. 145.

³⁸ Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).

³⁹ Merkt/Göthel, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 492.

4. Reliance

Zudem muss sich der geschädigte Anleger tatsächlich auf die Falschmitteilung verlassen haben.⁴⁰ Eine derartige Verknüpfung von Falschinformation und Wertpapiererwerb oder -veräußerung im Rahmen der Haftung nach Rule 10-5b SEA stellt das Element der transaction causation oder reliance her, wonach es bereits ausreichend ist, wenn der Anleger darauf *vertraut* hat, dass der Börsenkurs alle veröffentlichten wahrheitsgemäßen, wesentlichen Informationen über das betroffene Unternehmen widerspiegelt.⁴¹ Gemäß dieser sog. „Fraud-on-the-Market-Theory“, welche auf der Annahme effizienter Kapitalmärkte basiert, wird so von der *widerlegbaren Vermutung* ausgegangen, dass der Anleger auf das Funktionieren des Marktes vertraut.⁴²

5. Loss causation

Schließlich ist es auch erforderlich, dass die Falschinformation *unmittelbar ursächlich* für den Schaden war (loss oder proximate causation).⁴³ In Bezug auf dieses Kausalitätserfordernis muss der geschädigte Anleger nunmehr darlegen und beweisen, dass ohne das Fehlverhalten des Beklagten kein Schaden entstanden wäre. Dabei muss allerdings berücksichtigt werden, dass durch den Kauf des Wertpapiers zu einem überhöhten Marktpreis zunächst kein Schaden entstanden ist, da der Anleger als gleichwertige Gegenleistung Eigentum an den Aktien erhält.⁴⁴ Der Schaden stellt sich vielmehr erst bei dem späteren Fall des Aktienkurses, z.B. bei der Richtigstellung der Falschmeldung, ein. Sofern jedoch andere Gründe zum Kursverfall führen, ist eine Kausalität in diesem Punkt zu verneinen.⁴⁵

6. Rechtsfolgen der Verletzung

Kompensiert werden lediglich Schäden, die in irrigem Vertrauen auf die unrichtige Information, im Rahmen eines *tatsächlichen Kaufs oder Verkaufs* entstanden sind.⁴⁶ Dabei ist der durch falsche Mitteilungen geschädigte Anleger so zu stellen, wie er stünde, wenn er erst nach Richtigstellung der unrichtigen Information ge- oder verkauft hätte.⁴⁷ Bei Klagen von Privatpersonen, die einen Schaden unter Berufung auf den Marktpreis eines Wertpapiers geltend machen, greift zudem die Haftungsbeschränkung des § 21 D (e) (1) des SEA

⁴⁰ Clark, Corporate Law, S. 310.

⁴¹ Vgl. Merkt/Göthel, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 493.

⁴² Siehe hierzu unten Punkt D.II.

⁴³ Merkt/Göthel, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 494.

⁴⁴ Merkt/Göthel, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 494.

⁴⁵ Z.B. während einer Phase des wirtschaftlichen Abschwungs; Merkt/Göthel, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 494.

⁴⁶ Clark, Corporate Law, S. 310.

⁴⁷ Mitchell v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 90 (1971).

1934, wonach die Haftungssumme nicht die Differenz zwischen dem Kauf- oder Verkaufspreis des Klägers und dem Durchschnittspreis des Wertpapiers innerhalb eines Zeitraums von neunzig Tagen übersteigen darf.⁴⁸

Für Schäden, die durch *unterlasse Transaktionen* entstanden sind, besteht indes kein Schadensersatzanspruch.⁴⁹

D. Lösungsmöglichkeiten zum Sanktionierungsproblem des Nachweises der haftungsbegründenden Kausalität

I. Problemstellung

Die Ursache für die erschwerte Ausgestaltung einer Sekundärmarkthaftung ist allgemein zunächst darin zu sehen, dass zivilrechtlichen Anspruchsgrundlagen, so auch der § 826 BGB, auf der Annahme von „face-to-face“ Beziehungen basieren; die beteiligten Parteien sich also unmittelbar gegenüberstehen.⁵⁰ Der Wertpapierkauf auf dem Kapitalmarkt gestaltet sich allerdings für Käufer und Verkäufer anonym. Insbesondere die haftungsbegründende Kausalität lässt sich nicht ohne weiteres aus der „face-to-face“ Situation auf offene Markttransaktionen übertragen.⁵¹ Das klassische Kausalitätserfordernis, wonach der Anleger darlegen und beweisen muss, dass ihm die konkrete Falschmeldung bekannt war und er aufgrund dieser seine Transaktionsentscheidung getroffen hat, ist bei offenen Markttransaktionen mit unüberwindbaren Problemen verbunden. Denn zum einen werden die Informationen über auf diesen Märkten gehandelte Unternehmen an die Allgemeinheit gerichtet, was den Nachweis der Kenntnis der konkreten Falschinformation für den einzelnen Anleger erschwert; zum anderen macht der durchschnittliche Privatanleger seine Investitionsentscheidung eher selten vom eigenen Studium der zahlreichen veröffentlichten Informationen, als vielmehr von einem allgemeinen Börsenklima oder Empfehlungen der Medien und Anlageberater abhängig.⁵²

Die im Folgenden dargestellten Lösungsmöglichkeiten wollen im Gegensatz zum klassischen Verständnis der haftungsbegründenden Kausalität diesen veränderten Bedingungen Rechnung tragen.

⁴⁸ Merk/Göthel, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 496 f. Dabei beginnt der Zeitraum mit dem Tag, an dem die Berichtigung der unrichtigen Darstellung auf dem Markt verbreitet wird (Merk/Göthel, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 497).

⁴⁹ Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).

⁵⁰ Sauer, ZBB 2005, 24, 27.

⁵¹ Vgl. hierzu ausführlich Sauer, ZBB 2005, 24, 27.

⁵² Sauer, ZBB 2005, 24, 27.

II. Allgemeine Anwendung des Rechtsinstituts der Anlagestimmung

1. Grundlagen

Bei der Analyse der Lösungsmöglichkeiten des Problems des Nachweises der haftungsbegründenden Kausalität lohnt zunächst ein Blick in die deutsche Regelung der *Prospekthaftung*. Im Rahmen dieser wird eine spezialgesetzliche Beweislastumkehr in den §§ 44, 45 BörsG normiert, wonach eine Beweiserleichterung anhand eines Anscheinsbeweises zugelassen ist. Hierfür findet die Rechtsfigur der Anlagestimmung Anwendung.⁵³ Dabei wird unter funktionalen Gesichtspunkten auf den Prospekt und seine Bedeutung für den Kapitalmarkt abgestellt, welche darin besteht, den Anleger umfassend mit *wesentlichen Angaben* über das zu emittierende Wertpapier zu informieren, sodass folglich dessen Veröffentlichung durchaus geeignet ist, eine Anlagestimmung am Markt zu erzeugen.⁵⁴

Gemäß der Figur der Anlagestimmung ist es deshalb nicht erforderlich, dass der Erwerber einer Aktie den Prospekt, welcher die Einschätzung eines Wertpapiers in Fachkreisen mitbestimmt, gelesen oder gar die darin enthaltene fehlerhafte Information gekannt hat.⁵⁵ Vielmehr ist die Möglichkeit einer Kausalität bereits dann gegeben, wenn sich unter dem kaufinteressierten Publikum „eine dem Inhalt des Prospekts entsprechende Stimmung“⁵⁶ gebildet hat, welche den Investor zur Kapitalanlage veranlasste – der Erwerb der Wertpapiere also auf die erzeugte Stimmung zurückzuführen ist.⁵⁷ Die Anlagestimmung fungiert somit als *Bindeglied* in der Kausalkette zwischen Prospekt und Anlageentscheidung.⁵⁸

Fraglich ist nun, ob diese Rechtsfigur auch auf andere wesentliche Angaben außerhalb der Prospekthaftung Anwendung finden kann.

2. Stellungnahme des BGH und obergerichtliche Auslegung

Auch wenn sich im Rahmen der Finanzskandale um die am damaligen Markt der Frankfurter Wertpapierbörse notierten Aktiengesellschaften eine Reihe von Gerichtsentscheidungen mit der Darlegungslast für den Kausalzusammenhang zwischen einer fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung und einer Anlageentscheidung beschäftigten, soll im Folgenden nur ein Auszug davon betrachtet werden.

⁵³ Bereits vom Reichsgericht entwickelte Rechtsfigur, vgl. RGZ 80, 196, 204f.

⁵⁴ Vgl. Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1491.

⁵⁵ BGHZ 139, 225.

⁵⁶ RGZ 80, 196, 204.

⁵⁷ OLG Frankfurt a.M., WM 1994, 291, 198; OLG Frankfurt a.M., WM 1996, 1216, 1219.

⁵⁸ Vgl. Kort, AG 1999, 9, 13.

Bei der Entscheidung zu „*Infomatec*“⁵⁹ lehnte der BGH vorerst die generelle Übertragung der Rechtsfigur der Anlagestimmung auf Ad-hoc-Mitteilungen mit der Begründung ab, dass es für die Anlageentscheidung auf den individuell geprägten Willensentschluss ankomme, welcher von einer Vielzahl rationaler und irrationaler Faktoren bestimmt wird, die allerdings nicht verallgemeinerungsfähig, sondern im Einzelfall zu betrachten sind. Trotz einer *Ablehnung der generellen Anwendung* des Anscheinsbeweises erkennt der BGB hier also im konkreten *Einzelfall* die Eignung einer fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung für die Entstehung einer positiven Anlagestimmung an. In diesem Fall muss der Kläger nunmehr zur Überzeugung des Gerichts darlegen, dass die Ad-hoc-Mitteilung eine Anlagestimmung am Kapitalmarkt erzeugt hat, welche Grundlage seiner Entscheidung war, nicht jedoch das er diese selbst gekannt hat. Im Anschluss daran hat die Entscheidung des BGH zu „*EM.TV*“⁶⁰ keinen Beitrag zur näheren Definition des Anwendungsbereichs der Anlagestimmung geleistet, sondern lediglich die bereits bei der „*Infomatec*“-Entscheidung des BGH getroffene Feststellung dahingehend *bestätigt*, dass bei Ad-hoc-Mitteilungen regelmäßig keine Anlagestimmung entsteht; sie aber im Einzelfall durchaus möglich ist.

Dem folgten divergierende Auslegungen der Instanzgerichte. So sah das OLG Frankfurt a.M. in den Entscheidungen des BGH eine ausdrückliche und *ausnahmslose Ablehnung* der Übertragung der Rechtsfigur der Anlagestimmung auf die Fälle falscher Ad-hoc-Meldungen⁶¹, während das OLG München einen Kausalitätsnachweis mittels Anlagestimmung nicht kategorisch ausschloss⁶².

Die Rechtsprechung lässt eine *restriktive Anwendung* der Theorie der Anlagestimmung erkennen, welche ihre Ursachen nicht nur in der nicht analogiefähigen, spezialgesetzlichen Regelungen der §§ 44, 45 BörsG hat.⁶³ Ergänzend wird darauf abgestellt, dass die Anlage von Geld in Aktien eine je nach Anlegermentalität und Kapitalausstattung des Anlegers *komplexe individuelle Entscheidung* darstelle, die sich nicht typisieren lasse.⁶⁴ Allerdings erscheint es in der Folge dann nicht plausibel, warum gerade im Rahmen der Prospekthafung eine Typisierung der Anlageentscheidung möglich sein soll und hier dem Anleger eine Beweiserleichterung gewährt wird.⁶⁵ Schließlich dienen sowohl Ad-hoc-Mitteilungen als auch Prospekte in normativer Hinsicht der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und

⁵⁹ BGH, WM 2004, 1721, 1721 ff.

⁶⁰ BGH, NJW 2005, 2450, 2450 ff.

⁶¹ OLG Frankfurt a.M., WM 2005, 1266, 1268.

⁶² OLG München, WM 2005, 1311, 1311 ff.

⁶³ Eine analoge Anwendung verbietet sich hier bereits aus rechtsdogmatischen Gründen (vgl. Möllers/Leisch, WM 2001, 1648, 1654).

⁶⁴ BGH, WM 2004, 1731, 1734 ff.

⁶⁵ OLG München, NZG 2002, 1111, 1112; siehe auch Fleischer, ZIP 2005, 1805, 1807.

der *Information der Anleger*, auch wenn zwischen ihnen geringe reale Unterschiede bestehen.⁶⁶ Die Divergenz der angesprochenen Entscheidungen lässt letztlich allerdings erkennen, dass die Frage der allgemeinen Anwendung der Anlagestimmung wohl noch nicht abschließend geklärt ist.

III. Rückgriff auf die „Fraud-on-the-Market-Theory“ des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts

1. Grundlagen

Ein Blick in das US-amerikanische Kapitalmarktrecht deckt einen weiteren Lösungsansatz im Hinblick auf den Nachweis der haftungsbegründenden Kausalität auf.

Zur Begründung der *transaction causation* oder *reliance*⁶⁷ kann sich der Anleger bei positiven Falschdarstellungen auf die sog. „Fraud-on-the-Market-Theory“ berufen, welche der Beweiserleichterung dient und somit unter prozessualen Gesichtspunkten mit der Figur der Anlagestimmung im deutschen Recht vergleichbar scheint. Gemäß der „Fraud-on-the-Market-Theory“ ist es nicht erforderlich, dass sich der Erwerber nachweislich auf die Fehlinformationen selbst verlassen hat; vielmehr besteht eine *widerlegbare Kausalitätsvermutung* dahingehend, dass sich der Anleger auf die *Integrität eines effizienten Anlagemarktes* verlassen hat.⁶⁸ Es wird folglich eine *Täuschung des gesamten Marktes* untersucht.⁶⁹

Grundlage ist hier die Annahme, dass eine Schädigung nicht nur durch direkte Auseinandersetzung mit der Falschmeldung entstehen kann, sondern vielmehr auch indirekt dann, wenn der Markt diese Meldung im Preis des Wertpapiers verarbeitet, sie somit an den Investor weitergegeben wird und er letztendlich die Wertpapiere zu einem verfälschten Preis kauft.⁷⁰ Ein effizienter Kapitalmarkt fungiert dabei als sog. „*unpaid agent of the investor*“⁷¹. Eine Täuschung des Kapitalmarktes liegt demnach darin, dass die falsche Ad-hoc-Meldung die Bildung eines fairen Wertpapierkurses verhindert hat. Mithin liegt die Kausalität in der täuschungsbedingten Verursachung überhöhter Wertpapierkurse auf dem Markt.

⁶⁶ Vgl. OLG München, WM 2003, 70, 70 ff.

⁶⁷ Siehe oben Punkt C.II.4.

⁶⁸ *Blackie v. Barrack*, 524 F. 2d 891 (9th Cir. 1975).

⁶⁹ Loss/Seligmann, *Fundamentals of Securities Regulations*, S. 1204 ff.; Clark, *Corporate Law*, S. 331.

⁷⁰ Clark, *Corporate Law*, S. 330; Jennings/Marsh/Coffee/Seligman, *Securities Regulations*, S. 1146; Amchen/Cordova/Civero, *Am Crim Law Rev.* 2002, 1038, 1047.

⁷¹ Jennings/Marsh/Coffee/Seligmann, *Securities Regulations*, S. 1146.

In der grundlegenden Entscheidung des Supreme Court hierzu heißt es:

“The fraud on the market theory is based on the hypothesis that, in an open and developed securities market, the price of a company’s stock is determined by the available material information regarding the company and its business (...). Misleading statements will therefore defraud purchasers of stock even if the purchases do not directly rely on the misstatements (...). The causal connection between the defendants’ fraud and the plaintiffs’ purchase of stock in such a case is no less significant than in a case of direct reliance on misrepresentations”⁷².

Für den Anleger reduziert sich somit die Beweispflicht lediglich auf die Feststellung eines effizienten Kapitalmarkts zum Zeitpunkt des Wertpapiererwerbs.⁷³

2. Der effiziente Kapitalmarkt als Anwendungsvoraussetzung

Da die „Fraud-on-the-Market-Theory“ nun auf der Annahme semi-effizienter Kapitalmärkte basiert, kann sie nur dann Anwendung finden, wenn für das jeweilige Wertpapier ein solcher Markt besteht.

Regelmäßig müssen sich die Gerichte deshalb mit der Beurteilung des *Effizienzgrades* von Kapitalmärkten beschäftigen. Aus Sicht der Rechtsprechung ist ein Markt effizient, in dem der Preis des Wertpapiers eine Funktion der Informationen darstellt, die der Markt besitzt.⁷⁴ In den ersten Urteilen zur „Fraud-on-the-Market-Theory“ waren allerdings nur Verweise dahingehend aufzufinden, dass Märkte für verbreitet gehandelte und gängige Wertpapiere generell effizient seien.⁷⁵

Um den Effizienzgrad unter Verzicht auf Intuition und Daumenregeln möglichst objektiviert zu prüfen und eine Abgrenzung des Marktes vorzunehmen, legte das Gericht in *Cammer v. Bloom*⁷⁶ Faktoren zur Überprüfung des Vorliegens von Kapitalmarkteffizienz fest: hohes wöchentliches Handelsvolumen, die Beobachtung der Aktie durch genügend Wertpapieranalysten, die Anzahl der market maker, ob die SEC dem Emittenten erleichterte Publizitätspflichten in Form der Nutzung eines S-3 Registration Statement zugesteht und ob der Aktienkurs in der Vergangenheit auf neue Informationen unmittelbar reagierte.⁷⁷

⁷² Basic, Inc. v. Levinson, 485 US 224, 241 – 249 (1988).

⁷³ Siehe unten Punkt D.II.2.

⁷⁴ Finkel v. Docutel/Olivetti Corp., 817 F. 2d 356, 360 (5th Cir. 1987).

⁷⁵ Peil v. Speiser, 806 F. 2d 1154, Fn. 10 (3rd Cir. 1986).

⁷⁶ Cammer v. Bloom, 711 F. Supp. 1264, 1286 f. (D. N. J. 1989).

⁷⁷ Vgl. Jennings/Marsh/Coffee/Seligman, Securities Regulations, S. 1165; Clark, Corporate Law, S. 330.

Auch wenn diese Kriterien im Ansatz einer objektivierten Beurteilung nützlich sind, gelangen die Gerichte dennoch bei gleich gelagerten Sachverhalten zu unterschiedlichen Ergebnissen, was zu einem Mangel an Rechtssicherheit führt und somit im Grundsatz nicht überzeugen kann.⁷⁸ Ein signifikanter Zusammenhang wurde lediglich für die Anzahl der Analysten und das Handelsvolumen bestätigt.⁷⁹

3. Ein Blick in die US-amerikanische Rechtsprechung zur „Fraud-on-the-Market-Theory“

War im traditionellen US-amerikanischen Schuldrecht für Schadensersatzansprüche stets ein strenger kausaler Zusammenhang zwischen der Täuschung durch den Beklagten und der Handlung des Klägers, die zur Schädigung führte, erforderlich⁸⁰, fanden doch zunehmend die Unterschiede zwischen dem klassischen Schuldrecht prägenden „*face-to-face transactions*“⁸¹ und den Wertpapiermärkten, insbesondere die Existenz von die Informationen auf den Wertpapiermarkt reflektierenden Preisen, Berücksichtigung.⁸² Beginnend mit einer Vereinfachung des Kausalitätsnachweises in *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States* 1972⁸³, wonach ein eindeutiger Nachweis für das Vertrauen des Anlegers keine zwingende Voraussetzung für reinen Schadensersatzanspruch ist, legte der Supreme Court in *Blackie v. Barrack* 1975⁸⁴ fest, dass eine wesentliche Falschinformation den Nachweis des subjektiven Vertrauens im jeweiligen Einzelfall entbehrlich machen würde. Die Absicht dessen lag hauptsächlich darin, Klagen in Form von *class actions* zu ermöglichen.⁸⁵ Erstmals wurde die „Fraud-on-the-Market-Theory“ im Fall *Basic, Inc. v. Levinson* 1988⁸⁶ anerkannt wo der Supreme Court ihr den „höchstrichterlichen Ritterschlag“⁸⁷ erteilte:

„Because most publicly available information is reflected in market price, an investor’s reliance on any public material misrepresentations (...) may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 action.“⁸⁸

⁷⁸ Jennings/Marsh/Coffee/Seligman, Securities Regulations, S. 1165.

⁷⁹ Barber/Griffin/Lev, J. Corp. L.1994, 285, 310.

⁸⁰ Van de Voorde, J. Corp. L. 1989, 443, 453.

⁸¹ Sauer, ZBB 2005, 24, 27.

⁸² Sauer, Haftung für Falschinformation des Sekundärmarktes, S. 120.

⁸³ *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128 (1972).

⁸⁴ *Blackie v. Barrack*, 524 F. 2d 891 (9th Cir. 1975).

⁸⁵ Black, N.C.L. Rev. 1984, 435, 435.

⁸⁶ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988).

⁸⁷ Fleischer, NJW 2002, 2977, 2980.

⁸⁸ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988).

4. **Stellungnahme des BGH zur „Fraud-on-the-Market-Theory“**

Entscheidend im Rahmen der Stellungnahme des BGH zur US-amerikanischen „Fraud-on-the-Market-Theory“ ist dessen Entscheidung zu „ComROAD“⁸⁹. Nach Ansicht des BGH kommt demnach im Rahmen des Nachweises einer haftungsbegründenden Kausalität bei § 826 BGB eine Anknüpfung an das enttäuschte allgemeine Anlegervertrauen in die Integrität der Marktpreisbildung und somit der Verzicht auf den Nachweis der konkreten Kausalität einer Kapitalmarktinformation für einen Anlegerentschluss nicht in Betracht.⁹⁰ Damit wird einer entsprechenden Anwendung der „Fraud-on-the-Market-Theory“ im deutschen Recht eine klare Absage erteilt. Begründet wird dies mit der Gefahr einer *uferlosen Ausdehnung* des ohnehin bereits offenen Haftungstatbestandes des § 826 BGB. Folglich muss der Anleger im Rahmen der Informationsdeliktshaftung gem. § 826 BGB auch bei vielfältigen und extrem unseriösen Kapitalmarktinformationen auch weiterhin den konkreten Kausalzusammenhang zwischen einer fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung und der individuellen Anlageentscheidung nachweisen.⁹¹

IV. **Wirtschaftsrechtliche Betrachtungsweise**

1. **Vorteile der „Fraud-on-the-Market-Theory“ gegenüber dem Institut der Anlagestimmung**

Ein Vergleich des Rechtsinstituts der Anlagestimmung mit der „Fraud-on-the-Market-Theory“ auf Grundlage der soeben vorgenommenen Betrachtung als Lösungsmöglichkeiten des Problems des Nachweises der haftungsbegründenden Kausalität lässt zwei wesentliche Vorteile der US-amerikanischen Variante erkennen:⁹² So wird zum einen auf *wissenschaftliche Erkenntnisse* über die Preisbildung an Kapitalmärkten abgestellt und nicht auf eine subjektive Stimmung, welche unter Umständen lediglich aus einer Vielzahl individueller Willensentschlüsse resultieren kann. Zum anderen wird die *rechtsdogmatische Begründung* der „Fraud-on-the-Market-Theory“ als weitaus tragfähiger angesehen, da die Agentenfunktion des Kapitalmarkts (unpaid agent of the investor) aus den Zielen des Kapitalmarktsrecht, insbesondere den Zielen der Sekundärmarktpublizität hergeleitet wird.

⁸⁹ BGH, WM 2007, 1557 ff.

⁹⁰ BGH, WM 2007, 1557, 1559; vgl. Unzicker, WM 2007, 1596, 1599.

⁹¹ BGH, WM 2007, 1560, 1560.

⁹² Vgl. Fleischer, DB 2004, 2031, 2034.

2. Die Informationsverarbeitung auf Kapitalmärkten

a) Gang der Informationsverarbeitung

Nun soll der Frage nachgegangen werden, ob sich die „Fraud-on-the-Market-Theory“ auf den Gang der Informationsverarbeitung an Wertpapiermärkten stützen und sich damit fundieren lässt. Betrachtet wird, auf welchem Wege von einer Gesellschaft herausgegebene und für den Investor bedeutsame Mitteilungen dessen Entscheidung auf dem Wertpapiermarkt beeinflussen können.⁹³ Beim regulären Handeln an publikumsoffenen Sekundärmärkten ist es recht untypisch, dass der Investor regelmäßig Ad-hoc-Mitteilungen verfolgt, um einen Kaufentschluss in Bezug auf ein bestimmtes Wertpapier zu fällen. Sofern Jahresabschlüsse, Zwischenberichte und Ad-hoc-Meldungen analysiert bzw. verfolgt werden, geschieht dies eher unsystematisch. Vielmehr übernehmen diese Tätigkeiten sog. *Informationsintermediäre*, welche die vom Emittenten herausgegebenen Meldungen sammeln und analysieren, sowie darauf basierende Empfehlungen geben und letztlich damit auch einen Einfluss auf die Anlageentscheidung des Investors ausüben.

Falschinformationen des Emittenten, wie z.B. in Form von falschen Ad-hoc-Meldungen, können allerdings unabhängig davon, ob der Investor die Information selbst aufnimmt oder nicht, seine Entscheidung beeinflussen. Die Ursache hierfür ist in der Fähigkeit der Kapitalmärkte, Informationen des Emittenten innerhalb des vergangenen Marktgeschehens im *Preis der Wertpapiere* zu verarbeiten. Liegen nun Veröffentlichung der Falschinformation und Anlageentscheidung des Investors zeitlich nah beieinander, beruht der gezahlte oder geforderte Marktpreis bereits auf dieser Mitteilung.

b) Rechtliche Folgerungen

Von dem Vorliegen der haftungsbegründenden Kausalität zwischen falscher Ad-hoc-Meldung und einer darauf getroffenen Anlageentscheidung des Investors kann in der Folge zum einen dann ausgegangen werden, wenn dieser die Meldung selbst aufgenommen und seiner Entscheidung zugrunde gelegt hat.⁹⁴ Die Kausalität kann zum anderen aber auch dann angenommen werden, wenn der vom Investor gezahlte Marktpreis gerade aufgrund einer falschen, den Marktpreis beeinflussenden Ad-hoc-Meldung des Emittenten höher oder niedriger angesetzt wurde. Bei näherer Betrachtung unterliegt der Investor nämlich in beiden Fällen *demselben Irrtum*: Tätigt er den Kauf des Wertpapiers auf der Grundlage des durch die Falschinformation überhöhten Marktpreises ist er in der irrigen Annahme, dass

⁹³ Die folgenden Ausführungen basieren auf Baums, ZHR 2003, 139, 180 f.; Sauer, ZBB 2005, 24, 25.

⁹⁴ Hierzu ausführlich Baums, ZHR 2003, 139, 181 f.

der gezahlte Preis den Gegenwartswert der zu erwartenden Zahlungen wie Dividenden oder Verkaufserlös widerspiegelt. Hätten stattdessen in beiden Fällen richtige Informationen vorgelegen, wäre der Vertrag unter Umständen gar nicht erst zustande gekommen; der Aktionär hätte also ohne die falsche ad-hoc Meldung nicht gekauft. Zumindest wäre der Vertrag mit einem anderen Inhalt, hier zu einem anderen Preis, zustande gekommen, was für das Vorliegen einer haftungsbegründenden Kausalität zwischen Falschinformation und Anlageentscheidung des Aktionärs bereits ausreichend ist.

Festzuhalten bleibt nunmehr, dass in den Preisen auf öffentlichen Wertpapiermärkten alle Informationen über das vergangene Marktgeschehen und damit auch Ad-hoc-Mitteilungen enthalten sind.⁹⁵ Hier findet sich die Begründung des Vertrauens des Anlegers in eine korrekte Marktpreisbildung wieder. Es ist deshalb nicht ersichtlich, warum dieses Verhalten i.S.d. „Fraud-on-the-Market-Theory“ nicht schützwürdig sein soll.

3. Anlegerschutz und Anlegerleitbild

Wie bereits dargestellt, dient die Ad-hoc-Publizität auch dem Anlegerschutz und damit dem Schutz des *Vertrauens der Anleger in den Kapitalmarkt*.⁹⁶ In Anbetracht des Informationsgefälles zwischen dem Anleger, welcher in der Regel ein Informationsdefizit in Bezug auf Informationen über das Unternehmen und damit der Werthaltigkeit des Wertpapiers hat, und dem Unternehmen als Informationsmonopolisten, ist dies auch ohne weiteres verständlich; es ist dem Anleger schlichtweg nicht möglich sämtliche Informationen über das Unternehmen zu erhalten und diese auf ihre Richtigkeit zu prüfen.⁹⁷ Unterzieht man die Funktion des Anlegerschutzes nun einer näheren Betrachtung ergibt sich daraus folgendes: Informationsdefizite bergen zunächst die Gefahr des Entstehens von Insidergeschäften.⁹⁸ Diese wiederum können zur Bildung falscher Marktpreise führen. Aus diesem Grund dient die Ad-hoc-Publizität auch der Preiswahrheit.⁹⁹ Dies macht deutlich, dass der Schutz des Vertrauens der Anleger in den Kapitalmarkt folglich mit dem Schutz des Vertrauens der Anleger in Bezug auf die *Preiswahrheit* korreliert. Somit wäre ebenfalls im Anlegerschutz ein Ansatzpunkt für die „Fraud-on-the-Market-Theory“ gefunden, welche eben auf diesem Vertrauen basiert. So wäre auch aus Anlegerschutzgründen an eine Erleichterung des Kausalitätsnachweises zu denken.

⁹⁵ Sauer, ZBB 2005, 24, 26.

⁹⁶ Siehe oben Punkt B I.

⁹⁷ Möllers/Braun, Ad-hoc-Publizität, § 3 Rn. 30, Rn. 43.

⁹⁸ Möllers/Braun, Ad-hoc-Publizität, § 3 Rn. 30, Rn. 43.

⁹⁹ Hopt, ZHR 1995, 135, 147.

Wer verbirgt sich jedoch hinter einem durchschnittlichen Anleger, welcher Adressat der Ad-hoc-Publizität ist?¹⁰⁰ In der Praxis umfasst der Anlegerbegriff ganz unterschiedliche Arten von Investoren: institutionelle Investoren (Banken, Versicherungen und Investmentfonds) und Privat- und Kleinanleger.¹⁰¹ Ein einheitliches Anlegerleitbild lässt sich bereits aufgrund rechtsentwicklungsbedingter Unterschiede nicht herleiten. So hat sich im angelsächsischen Rechtsraum das Kapitalmarktrecht bereits frühzeitig verselbständigt, in Deutschland fand jedoch erst weitaus später eine Loslösung vom Gesellschaftsrecht statt.¹⁰² Folglich ist das Anlegerleitbild in Deutschland durch den *Publikumsaktionär* geprägt, dessen Interesse weniger auf die Vermögensbildung und -bewirtschaftung im Unternehmen gerichtet ist, als vielmehr auf die Vereinnahmung von Dividenden für den Konsum oder die Reinvestition.¹⁰³ Im Gegensatz dazu wird in den Ländern des angelsächsischen Rechtsraums der *Anleger als Marktteilnehmer* angesehen, der sich zum Zweck der Erwirtschaftung von Kursgewinnen am Aktienhandel beteiligt.¹⁰⁴ Die Schutzwürdigkeit des Anlegers, lässt sich allerdings für beide Anlegerleitbilder mit den gleichen Umständen begründen, welche ihn vom mehrheitlich beteiligten Gesellschafter unterscheiden: fehlender Einfluss auf das unternehmensinterne Geschehen aufgrund einer niedrigen Beteiligungsquote und eine kognitive oder fachliche Unterlegenheit, aufgrund derer der Anleger zumeist weniger gut informiert ist¹⁰⁵.

4. Die Rolle von ökonomischen Überlegungen bei der Rechtsanwendung

Die ökonomische Analyse des Rechts, in den USA populär geworden durch die Chicago School¹⁰⁶ wurde auch in Deutschland bereits rezipiert¹⁰⁷. Auch die „Fraud-on-the-Market-Theory“ basiert im Hinblick auf die Existenz effizienter Kapitalmärkte auf einer mikroökonomischen Theorie, jener „*efficient-capital-market hypothesis*“¹⁰⁸.

Hier ist eine Anwendungsschranke der „Fraud-on-the-Market-Theorie“ erkennbar. Es ist fraglich, ob ohne weiteres rechtliche Regelungen wie der Kausalitätsnachweis durch ökonomische Theorien ersetzt werden können, insbesondere in Anbetracht einer fraglichen Aussagekraft und Gültigkeit empirischer Untersuchungen.¹⁰⁹ So kaufen einige Anleger

¹⁰⁰ Siehe oben Punkt B.I.

¹⁰¹ Feldhaus, Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung, S. 69.

¹⁰² Feldhaus, Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung, S. 70.

¹⁰³ Wiedemann, Gesellschaftsrecht Bd. I, S. 103 ff., 475 ff.

¹⁰⁴ Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagesrechts, § 1 Rn. 28 m.w.N.

¹⁰⁵ Ekkenga, Anlegerschutz, S. 18

¹⁰⁶ Hierzu: Eidenmüller, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 67f.

¹⁰⁷ Hierzu: Schäfer/Ott, Lehrbuch der Ökonomischen Analyse des Zivilrechts.

¹⁰⁸ Jennings/Marsh/Coffee/Seligmann, Securities Regulations, S. 1151.

¹⁰⁹ Jennings/Marsh/Coffee/Seligmann, Securities Regulations, S. 1151.

Wertpapiere zu Spekulationszwecke gerade auch deshalb, weil der Preis eben nicht den konkreten Wert des Unternehmens wiedergibt.¹¹⁰ Dies allerdings steht im Widerspruch zur Annahme der „Fraud-on-the-Market-Theory“, wonach der Anleger sich nicht nur am Marktpreis orientiert, sondern auch in die Richtigkeit und Vollständigkeit des Preises vertraut.¹¹¹ Auch kann im US-amerikanischen Kapitalrecht die Überprüfung des Vorliegens effizienter Kapitalmärkte noch nicht überzeugen.¹¹²

Zudem ist umstritten, ob ökonomische Argumente nur dem Gesetzgeber oder aber auch dem Rechtsanwender oder Richter bei der Auslegung des Rechts zustehen.¹¹³ Des Weiteren ist hier zu berücksichtigen, dass mangelnde Kenntnisse diesbezüglich der Anwendung ökonomischer Theorien im Wege stehen könnten.

E. Zusammenfassende Schlussbetrachtung

Der BGH bleibt auch nach seiner Entscheidung zu „ComROAD“¹¹⁴ bei der restriktiven Ansicht, dem Anleger für die Transaktionskausalität grundsätzlich keine Beweiserleichterung zu gewähren, aufgrund der Gefahr einer uferlosen Ausweitung der zivilrechtlichen Haftung und nicht vorhersehbaren Konsequenzen.¹¹⁵

Gerade aber die Besonderheiten der Transaktionen auf einem offenen Markt, lassen Zweifel aufkommen, ob an dem strikten Kausalitätsnachweis, der aus dem klassischen schulrechtlichen Zwei-Personen-Verhältnis herrührt, festzuhalten ist oder zumindest eine Vereinfachung dessen vorgenommen werden sollte. Denn eine Vereinfachung des Tatbestandes der haftungsbegründenden Kausalität, so beispielsweise in Anlehnung an die US-amerikanische „Fraud-on-the-Market-Theory“ würde bei weitem keinen generellen Verzicht auf eine Transaktionskausalität darstellen. Vielmehr könne diese auf eine breitere Grundlage gestellt werden, indem allgemein auf die Beeinflussung des Anlegerpublikums oder die Marktpreisbildung Bezug genommen wird, und nicht ausschließlich auf den unmittelbaren Zusammenhang zwischen der falschen Ad-hoc-Meldung und der einzelnen Wertpapiertransaktion des Anlegers. Ein Kausalitätsnachweis in Anlehnung an die „Fraud-on-the-Market-Theory“ würde zudem in keinem Widerspruch zum Gang der Informations-

¹¹⁰ Jennings/Marsh/Coffee/Seligmann, Securities Regulations, S. 1151.

¹¹¹ Jennings/Marsh/Coffee/Seligmann, Securities Regulations, S. 1151.

¹¹² Jennings/Marsh/Coffee/Seligmann, Securities Regulations, S. 1152.

¹¹³ Ausführlich hierzu Eidenmüller, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 426 ff., 454 ff.; Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 16.

¹¹⁴ BGH, WM 2007, S. 1557 ff.

¹¹⁵ BGH, WM 2007, S. 1557, 1559

verarbeitung an den Wertpapiermärkten stehen sondern entspräche vielmehr dem Anleger-schutzgedanken.

Auch wenn dadurch eine Gefahr dahingehend empfunden wird, dass das vom Anleger zu tragende Marktrisiko auf den Emittenten verlagert wird, so ist dem entgegenzusetzen, dass er die Kausalitätsvermutung widerlegen kann. An dieser Stelle ist zudem die Rolle des Emittenten als Informationsmonopolist nochmals hervorzuheben. Schließlich ist er sich darüber bewusst, dass seine Aussagen von besonderem Gewicht sind und damit ein besonderes Vertrauen in seine Aussagen begründet wird.¹¹⁶ Berücksichtigt werden sollte allerdings die Tatsache, dass nicht jederzeit Kapitalmarkteffizienz vorliegt und dass die Rechtsanwendung der „Fraud-on-the-Market-Theorie“, gerade weil es sich nur um eine Theorie handelt, auch die angesprochenen Probleme in sich birgt.

Letztlich bleibt es allerdings vorerst dabei, dass auch Kleinanleger in der Regel einen konkreter Kausalzusammenhang zwischen der fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung und der persönlichen Anlageentscheidung nachweisen müssen, dies aber kaum darlegen können, da sie fast nie die Ad-hoc-Meldungen eines Unternehmens nachverfolgen und darauf ihre Kaufentscheidung stützen. In der Folge könnte allerdings das Anlegervertrauen schwinden und zu einem Abfluss von Kapital von den Wertpapierbörsen führen, was fatale Folgen für die Selbigen hätte – so, wie es bereits an den Vorgängen auf dem Neuen Markt in der Vergangenheit erkennbar war.

¹¹⁶ Möllers/Braun, Ad-hoc-Publizität, § 15 Rn. 49.

LITERATURVERZEICHNIS

Amchen, Steven / Cordova, Jessica / Cicero, Paul: Securities Fraud, in: American Criminal Law Review 2002, S. 1038 – 1101.

Assmann, Hans-Dieter / Schneider, Uwe H.: Wertpapierhandelsgesetz; bearbeitet von Assmann, Hans-Dieter u.a., 4. Auflage, Köln 2006.

(zit.: Assmann/Schneider/Bearbeiter, WpHG)

Barber, Brad M. / Griffin, Paul. A. / Lev, Baruch: The Fraud on the Market Theory and The Indicators of Common Stocks' Efficiency, in: J. Corp. L., Vol. 19 (1994), S. 285-312.

Baums, Theodor: Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes, in: ZHR 2003, S. 139 – 192.

Black, Barbara: Fraud on the Market: A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Vertain Open Market Transactions, in: N.C.L. Rev. Vol. 62 (1984), S. 435 – 473.

Clark, Robert Charles: Corporate Law, Boston, Toronto 1986.

Eidenmüller, Horst: Effizienz als Rechtsprinzip, 3. Auflage, Tübingen 2005.

Ekkenga, Jens: Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt, Tübingen 1998.

(zit.: Ekkenga, Anlegerschutz)

Elsing, Siegfried H. / Van Alstine, Michael P.: US-amerikanisches Handels- und Wirtschaftsrecht, 2. Auflage, Heidelberg 1999.

Feldhaus, Heiner: Die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung bei der Ad-hoc-Publizität, Frankfurt a. M. 2003.

(zit.: Feldhaus, Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung)

Fleischer, Holger: Zur deliktischen Haftung der Vorstandsmitglieder für falsche Ad-hoc-Mitteilungen, in: DB 2004, S. 2031 – 2034.

Fleischer, Holger: Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, in: ZIP 2005, S. 1805 – 1812.

Fleischer, Holger: Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, in: NJW 2002, S. 2977-2983.

Fülbier, Rolf Uwe: Regulierung der Ad-hoc-Publizität, Wiesbaden 1998.

Hopt, Klaus J.: Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz – insbesondere Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität, in: ZHR 1995, S. 135 – 163.

Jennings, Richard W. / Marsh, Harold / Coffee, John C. / Seligman, Joel: Securities Regulation – Cases and Materials, New York 1998.

(zit.: Jennings/Marsh/Coffee/Seligmann, Securities Regulation)

Kort, Michael: Neuere Entwicklungen im Recht der Börsenprospekthaftung (§§ 45 ff. BörsG) und der Unternehmensberichtshaftung (§ 77 BörsG), in: AG 1999, S. 9-21.

Kümpel, Siegfried: Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, Köln 2004.

Lenzen, Ursula: Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, Frankfurt a.M., Berlin u.a. 2000.

Loss, Luis / Seligman, Joel: Fundamentals of Securities Regulations, New York 2004.

Merkt, Hanno / Goethel, Stephan R.: US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Auflage, Frankfurt a.M. 2006.

Möllers, Thomas M.J. / Braun, Franz: Ad-hoc-Publizität: Handbuch der Rechte und Pflichten von börsennotierten Unternehmen und Kapitalanlegern, München 2003.

(zit.: Möllers/Braun, Ad-hoc-Publizität)

Möllers, Thomas M. J. / Leisch, Clemens: Haftung von Vorständen gegenüber Anlegern wegen fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen nach § 826 BGB, in: WM 2001, S. 1648 – 1662).

Müller-Michaels, Olaf / Wecker, Johannes: Vorstandshaftung für Falschinformation des Kapitalmarkts – Neues zur Informationsdeliktshaftung, in: ZCG 2007, S. 207-210.

Musielak, Hans-Joachim: Zivilprozessordnung; bearbeitet von Ball, Wolfgang u. a., 5. Auflage, München 2007.

Palandt, Otto: Bürgerliches Gesetzbuch; bearbeitet von Bassenge, Peter u. a., 67. Aufl., München 2008.
(zit.: Palandt/*Bearbeiter*, BGB)

Rebmann, Kurt/Säcker, Franz Jürgen/Rixecker, Roland: Münchner Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 5: Schuldrecht - Besonderer Teil III; bearbeitet von Habersack, Mathias, u.a., 4. Auflage, München 2004.
(zit.: Rebmann/Säcker/Rixecker/*Bearbeiter*, BGB)

Reimann, Mathias: Einführung in das US-amerikanische Privatrecht, 2. Auflage, München 2004.

Sauer, Knut: Haftung für Falschinformation des Sekundärmarktes, Frankfurt a.M. u.a. 2004.

Sauer, Knut: Kausalität und Schaden bei der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen, in: ZBB 2005, S. 24 – 35.

Schäfer, Hans-Bernd / Ott, Claus: Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. Auflage, Berlin 2005.

Unzicker, Ferdinand: Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen – Aktuelle Bestandsaufnahme drei Jahre nach „Infomatec“, in: WM 2007, S. 1596 – 1602.

Van de Voorde, Marc: The Fraud on The Market Theory and the Efficient Markets Hypothesis: Applying a consistent Standard, in: J. Corp. L. Vol. 14 (1989), S. 443-494.

ENTSCHEIDUNGSVERZEICHNIS

RG Urt. v. 11.4.1901 VI 443/00, RGZ 48, 114 – 124;

RG Urt. v. 11.10.1912 II 106/12, RGZ 80, 196 – 204;

BGH, Urt. v. 14.7.1998 XI ZR 173/97, BGHZ 139, 225 – 235;

BGH, Urt. v. 19.7.2004 II ZR 402/02, WM 2004, 1721 – 1725;

BGH, Urt. v. 19.7.2004 II ZR 217/03, WM 2004, 1726 – 1731;

BGH, Urt. v. 9.5.2005 II ZR 287/02, NJW 2005, 2450 – 2454;

BGH, Urt. v. 4.6.2007 II ZR 147/05, WM 2007, 1557 – 1560;

BGH, Urt. v. 4.6.2007 II ZR 173/05, WM 2007, 1560 – 1562;

BGH, Urt. v. 16.7.2007 II ZR 3/04, ZIP 2007, 1552 – 1560;

OLG Frankfurt a.M., Urt. v. 1.2.1994 (5 U 213/92), WM 1994, 291 - 299;

OLG Frankfurt a.M., Urt. v. 27.3.1996 (21 U 92/95), WM 1996, 1216 – 1219;

OLG Frankfurt a.M., Urt. v. 17.3.2005 (1 U 149/04), WM 2005, 1266 – 1269;

OLG München, Urt. v. 14.5.2002 (30 U 1021/01), ZIP 2002, 1727 – 1729;

OLG München, Urt. v. 1.10.2002 (30 U 855/01), ZIP 2002, 1989 – 1995;

OLG München, Urt. v. 14.5.2002 (30 U 1021/01), NZG 2002, 1111 – 1113;

OLG München, Urt. v. 21.4.2005 (19 U 4671/04), WM 2005, 1311 – 1312;

LG Bonn, Urt. v. 15.5.2001 (11 O 181/00), AG 2001, 484 – 489;

AG München, Urt. v. 23.8.2001 (191C 9970/01), WM 2002, 594 – 597;

Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975);

Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976);

Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 231 (1988);

Mitchell v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 90 (1971);

Blackie v. Barrack, 524 F. 2d 891 (9th Cir. 1975);

Folger Adam Comp. v. PMI Industries, Inc., 938 F. 2d 1529, 1533 (1991);

Finkel v. Docutel/Olivetti Corp., 817 F. 2d 356, 360 (5th Cir. 1987).

Peil v. Speiser, 806 F. 2d 1154, Fn. 10 (3rd Cir. 1986).

Cammer v. Bloom, 711 F. Supp. 1264, 1286 f. (D. N. J. 1989).

Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States, 406 U.S. 128 (1972).