

# Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

Theodor Baums

## **Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes**

Nr. 112



## Institut für Bankrecht

Arbeitspapiere

## Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes\*

Professor Dr. Dr. h.c. Theodor Baums

Frankfurt am Main

*Effiziente Zirkulationsmärkte für Wertpapiere sind wegen ihres Zusammenhanges mit den Emissionsmärkten für die Kapitalversorgung der Unternehmen ebenso unentbehrlich wie als Informationsquelle und Handelsplattform für institutionelle und private Investoren. Die juristische Aufarbeitung der Vorfälle am Neuen Markt weist deutlich auf Defizite des gegenwärtigen Systems hin. Eine überzeugende Ordnung der Sekundärmarktpublizität macht sich die mit einer richtig justierten Haftung verbundenen Anreize und die Privatinitiative betroffener Anleger als Regulierungsinstrument zunutze. Der nachstehende Beitrag greift Empfehlungen zur Verbesserung des Haftungsregimes für Falschinformation des Kapitalmarktes auf und erörtert Einzelfragen.*

---

\* Mit Fußnoten versehene und überarbeitete Fassung des Vortrages auf dem ZHR-Symposium am 17.1. 2003. Der Beitrag erscheint in ZHR 167 (2003), Heft 2.

## **I. Einleitung**

## **II. Die Information des Sekundärmarkts – Funktion und Regulierungsbedarf**

1. Ineffizienzen bei fehlender oder unzulänglicher Regulierung
2. Der bisherige Regulierungsansatz
3. §§ 37 b, c WpHG als Teillösung

## **III. Abgrenzungsfragen**

1. Geregelter und nicht geregelter Markt
2. Primärmarkt und Sekundärmarkt
3. Informationshelfer und -intermediäre

## **IV. Die Falschinformation**

1. Pflichtpublizität und freiwillige Veröffentlichungen
  - a) *Ad hoc-Mitteilungen, Zwischenberichte, Jahresabschluß und Lagebericht*
  - b) *Sonstige Pflichtmitteilungen und freiwillige Darstellungen*
2. „Wesentlichkeit“ der Angaben
3. Irreführung und Verschweigen
  - a) *Falsche Angaben; Beweislast*
  - b) *Unterlassen*
  - c) *Pflicht zur Korrektur*
4. Insbesondere: Prognosen

## **V. Adressaten**

1. Haftung des Emittenten
  - a) *Allgemeines*
  - b) *Schutz der Aktionäre*
  - c) *Schutz der Fremdkapitalgeber*
  - d) *Haftungshöchstgrenze*
2. Außenhaftung der verantwortlichen Organmitglieder
  - a) *Grundsatzfragen*
  - b) *Haftungshöchstgrenze*

## **VI. Anspruchsberechtigte**

1. Transaktionserfordernis
2. Erzwungene „Veräußerungen“

## **VII. Die haftungsbegründende Kausalität**

1. Informationsverarbeitung an Wertpapiermärkten
2. Rechtliche Folgerungen

## **VIII. Schaden**

1. Allgemeines
2. Restitution?
3. Kompensation?

## **IX. Verschulden**

## **X. Schlußbemerkung**

## I. Einleitung

Derzeit erleben wir die juristische Aufarbeitung von Aufstieg und Fall des Neuen Marktes. Die Entwicklung der Aktienkurse der Infomatec, Met@box, EM.TV, Comroad, Biodata, Refugium und weiterer Gesellschaften hat, von Wirtschaftspresse und gläubigem Publikum bejubelt, die Anlegerherzen höher schlagen lassen und breite Kreise der Bevölkerung auf das Parkett gelockt. Dort haben dann wenige sehr viel verdient, und die meisten sehr viel verloren. Zwischen März 2000 und März 2002 ist der Marktwert der Aktien am Neuen Markt um annähernd 200 Milliarden Euro geschrumpft<sup>1</sup>. Einige Unverdrossene (oder besonders Verdrossene) haben gleichwohl in der Folge versucht, über Schadenersatzklagen, nicht selten sekundiert durch strafrechtliche Ermittlungen und Verurteilungen, ihren Verlust wieder hereinzuholen. In diesen Verfahren ist denn auch festgestellt worden, daß

- übertreibende und falsche Ad hoc-Meldungen in die Welt gesetzt worden waren<sup>2</sup>;
- falsche Bilanzen, die gleichwohl mit uneingeschränktem Abschlußprüfertestat versehen waren, veröffentlicht worden waren<sup>3</sup>; und
- in sonstigen, gesetzlich nicht vorgeschriebenen Verlautbarungen der Vorstände eine von der Realität oft weit entfernte Wunderwelt gezeichnet worden war<sup>4</sup>.

Die wagemutigen Kläger erwartete vor den Zivilgerichten freilich eine weitere herbe Enttäuschung: Bis auf einen vereinzelt Sieg vor dem Landgericht Augsburg<sup>5</sup>, dessen Urteil vom Oberlandesgericht München gleich wieder kassiert worden ist<sup>6</sup>, sind, soweit ersichtlich, sämtliche Schadenersatzklagen, soweit sie bisher beschieden sind, abgewiesen worden<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> Deutsche Börse AG, Facts & Figures Neuer Markt – 2002, 13.3.2002.

<sup>2</sup> Z.B. LG Kassel DB 2002, 2151 (Biodata); OLG München ZIP 2002, 1989 f. (Infomatec).

<sup>3</sup> LG Bonn Die AG 2001, 484 f. (Refugium); zu Comroad s. etwa FAZ 23.11. 2002 S. 16; Handelsblatt 25.11.2002 S. 40; FAZ 23.11. 2002 S. 40.

<sup>4</sup> AG München WM 2002, 594 ff. (EM.TV; später korrigierte Prognosen in Quartalsberichten, Interviews, Vorträgen und auf Analystenveranstaltungen); LG Augsburg NZG 2002, 429 (Infomatec; Wiederholung falscher Ad hoc-Mitteilungen im Geschäftsbericht und in der Hauptversammlung).

<sup>5</sup> LG Augsburg NZG 2002, 429 = WM 2001, 1944 = ZIP 2001, 1881 m. abl. Anmerkungen von *Schwark* EWiR § 88 BörsG 1/01 und *Schäfer* WuB I G 7. - 8.01.

<sup>6</sup> OLG München Die AG 2003, 106 = DB 2002, 2430 = ZIP 2002, 1989 m. krit. Anm. *Möllers/Leisch* S.1995 ff.

<sup>7</sup> S. dagegen aus der reichsgerichtlichen Rechtsprechung bereits RG SeuffBl 73, 965: Haftung des Aufsichtsratsvorsitzenden einem Anleger gegenüber wegen wissentlicher Duldung falscher Darstellungen im

Analysiert man die Urteile der Instanzgerichte genauer, dann lassen sich verschiedene praktische und rechtliche Hürden ausmachen, von denen hier nur die wichtigsten benannt werden können<sup>8</sup>:

- Erstens, zahlreiche Schadensersatzprozesse gegen die Emittenten der Aktien selbst, also gegen die jeweilige Gesellschaft, wurden wegen zwischenzeitlich eingetretener Insolvenz unterbrochen bzw. Klagen gegen diese hätten sich wegen Vermögenslosigkeit als aussichtslos erwiesen (so in den Fällen Infomatec, Met@box und Biodata).
- Zweitens, das bisher geltende<sup>9</sup> Recht der Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarkts setzt entweder sittenwidrig-vorsätzliches Verhalten (§ 826 BGB) voraus (so in den Fällen falscher Ad hoc-Meldungen) oder knüpft an den Verstoß gegen tatbestandlich eng gefaßte Strafrechtsnormen an, die zugleich Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB sind (so bei falschen Jahresabschlüssen, Zwischenabschlüssen oder sonstigen falschen Darstellungen des Vermögensstands der Gesellschaft; vgl. §§ 400 AktG; 331 HGB)<sup>10</sup>. Die Anleger stehen hier vor hohen Beweishürden. Im Fall des Erwerbs aufgrund falscher Ad hoc –Mitteilungen zum Beispiel muß nicht nur dargelegt und bewiesen werden, daß die Ad hoc-Mitteilung falsch war, und daß die beklagten Vorstandsmitglieder dies gewußt haben und die Anleger zumindest bedingt vorsätzlich schädigen wollten<sup>11</sup>, sondern auch, daß die Kläger ihre Aktien im Vertrauen auf die falschen Angaben erworben haben<sup>12</sup>. Diese Beweise scheitern regelmäßig an dem einen oder anderen Punkt.

---

Geschäftsbericht der Gesellschaft; vgl. auch RG JW 1935, 3614 m. Anm. Lehmann (falsche Bilanz); RG SeuffArch. 93, 310 (falsche Bilanz).

<sup>8</sup> Wegen eingehenderer Analysen muß auf die reiche Literatur hierzu verwiesen werden. Vgl. außer den in Fn. 5 und 6 Genannten *Möllers/Leisch*, BKR 2001, 78 ff.; *dies.*, WuB I G 7. – 9.01; *Rodewald/Siems*, BB 2001, 2437 ff.; *Thümmel*, DB 2001, 2332 ff.; *Barnert*, WM 2002, 1473 ff.; *Fuchs/Dühn*, BKR 2002, 1063 ff.; *Groß*, WM 2002, 477 ff.; *Krause*, ZGR 2002, 799 ff.; *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857 ff.; *Pluskat*, Finanz Betrieb 2002, 235 ff.; *Reichert/Weller*, ZRP 2002, 49, 52 ff.; *Rieckers*, BB 2002, 1213 ff.; *Horn*, FS P. Ulmer, 2003, S. 817 ff.; *Möllers*, Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen, in : Horn/Krämer (Hrsg), RWS-Bankrecht, 2002 (im Druck); *Rössner*, AG-Report 2003, R 16 f.; *Rössner/Bolkert*, AG-Report 2003, R 60 f.; *Rützel*, Die AG 2003, 69 ff.

<sup>9</sup> Vor Inkrafttreten der §§ 37b, c WpHG am 1.7. 2002; vgl. dazu noch unten II. 3.

<sup>10</sup> In der Literatur ist umstritten, ob bei falschen Zwischenberichten und Ad hoc-Meldungen auch eine Haftung nach den Grundsätzen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung in Betracht kommt; Nachweise bei *Groß*, WM 2002, 477, 480; *v.Rosen/Gebauer*, in: Küting/Weber, Handbuch der Rechnungslegung. Einzelabschluss. 5. Aufl., 2. Lief. 2002, BörsG § 44b Rdz. 29.

<sup>11</sup> Vgl. dazu etwa LG Augsburg, ZIP 2002, 530, 531; OLG München ZIP 2002, 1989, 1993; zur Einsicht in Ermittlungsakten der StA in solchen Fällen (§ 406e StPO) BVerfG 2 BvR 742/02 vom 27. 5. 2002 und BVerfG ZIP 2002, 1986 ff. = WM 2002, 2207 ff. (Met@box).

<sup>12</sup> Vgl. dazu LG Bonn Die AG 2001, 484, 487 f.; LG Kassel DB 2002, 2151, 2152; AG München WM 2002, 594, 596; LG Augsburg NZG 2002, 429, 430; LG München ZIP 2001, 1814, 1817; OLG München ZIP 2002, 1989, 1992; OLG München ZIP 2002, 1727 ff. m. Anm. *Tilp*.

- Drittens, die Feststellung des Schadens der Anleger in diesen Fällen wirkt nicht nur praktisch erhebliche Probleme auf<sup>13</sup>, sondern setzt vor allem voraus, daß in rechtlicher Hinsicht Klarheit darüber besteht, welchen Schaden der Anleger am Sekundärmarkt bei Falschinformation seitens der Gesellschaft ersetzt verlangen kann. In diesem Punkt gehen die bisher vorliegenden Entscheidungen der Gerichte auseinander. Zum Teil wird angenommen, daß der Anleger – bei begründetem Anspruch – Ersatz seines Vertrauensinteresses fordern könne (Erstattung des von ihm gezahlten Kaufpreises Zug um Zug gegen Übereignung der noch vorhandenen Aktien; bei bereits vorgenommener Veräußerung Erstattung der Differenz zwischen Erwerbs- und Verkaufspreis)<sup>14</sup>. Nicht selten scheint denn auch in den Entscheidungsgründen das Unbehagen der Gerichte daran durch, dem Kläger könnte es bei Erfolg gelingen, auf dem Wege des Schadenersatzes das von ihm zu tragende Marktrisiko abzuwälzen<sup>15</sup>.
- Viertens, die für das Durchsetzen von „Streuschäden“ charakteristischen Probleme (Anreiz- und Koordinationsprobleme bei einer Vielzahl von Geschädigten mit individuell begrenzten Schäden; Prozeßführungsprobleme bei einer Vielzahl gleichartig betroffener Kläger<sup>16</sup>) sind gerade auch für die hier erörterten Anlegerschutzprozesse typisch<sup>17</sup>.

Die folgenden Bemerkungen verstehen sich nicht als Kommentar zu oder als Kritik an den Entscheidungen der Gerichte zur *lex lata*. Insoweit ist auf die umfangreiche Literatur hierzu zu verweisen<sup>18</sup>. Der angedeutete Befund verdeutlicht vielmehr nochmals die bereits von der Regierungskommission Corporate Governance<sup>19</sup> und vom Deutschen Juristentag<sup>20</sup> hervorgehobene Notwendigkeit, die Haftung für Falschinformation des Sekundärmarkts neu und internationalen Standards entsprechend zu ordnen. Die Bundesregierung hat in ihrem

---

<sup>13</sup> S. dazu noch unten VIII.

<sup>14</sup> LG Augsburg NZG 2002, 429, 431; anders aber OLG München Die AG 2003, 105; vgl. auch OLG München ZIP 2002, 1989, 1992 f.

<sup>15</sup> Vgl. insbesondere die Ausführungen in LG Bonn Die AG 2001, 484, 486 f., 488; LG Kassel, DB 2002, 2151, 2152; LG München ZIP 2001, 1814, 1817; OLG München Die AG 2003, 105, 106; OLG München ZIP 2002, 1989, 1993.

<sup>16</sup> So machte etwa im Fall EM.TV (LG Frankfurt/Main v. 17.1. 2003, 3-07 O 48/01; unveröffentlicht) der Kläger 880 Schadenersatzansprüche aus abgetretenem Recht geltend.

<sup>17</sup> Dazu m.w.Nachw. die Beiträge in dem von Basedow/Hopt/Kötz/Baetge herausgegebenen Sammelband „Die Bündelung gleichgerichteter Interessen im Prozeß (1999)“; Baums, Gutachten F zum 63. DJT, 2000, S. F 24 – F 39 und speziell für den vorliegenden Zusammenhang Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rdz. 188 – 190; Fleischer, Gutachten F zum 64. DJT, 2002, S. F 115 – F 118; Rössner/Bolkert, AG-Report 2003, R 62; Heß, Sammelklagen im Kapitalmarktrecht, Die AG 2003, Heft 3.

<sup>18</sup> Nachweise oben Fn. 8.

<sup>19</sup> Regierungskommission, a.a.O (Fn. 17), Rdz. 181 ff.

jüngst veröffentlichten 10-Punkte – Plan zum Anlegerschutz betont, daß dies noch in der gegenwärtigen Legislaturperiode versucht werden soll<sup>21</sup>. Die folgenden Ausführungen wollen dazu einen Beitrag leisten. Fragen der prozessualen Durchsetzung<sup>22</sup> können aus Platzgründen nicht behandelt werden.

## II. Die Information des Sekundärmarkts – Funktion und Regulierungsbedarf

### 1. Ineffizienzen bei fehlender oder unzulänglicher Regulierung

Die Beobachtung, daß Anlegerklagen auf Ersatz von Vermögensschäden gegen am Kauf und Verkauf der Wertpapiere auf dem Sekundärmarkt gar nicht beteiligte Dritte (Emittent; Organe des Emittenten; Abschlußprüfer) wegen falscher Informationen an den hohen Hürden des Deliktsrechts scheitern, besagt noch nicht, daß eine Fehlregulierung vorliegt, die repariert werden müßte. Auch der Hinweis auf die besonderen Anspruchsgrundlagen für fehlerhafte Kapitalmarktinformation auf dem Primärmarkt (§§ 44 BörsenG; 13 VerkprospG) hilft zumindest auf den ersten Blick nicht weiter, weil es dort offenbar vorrangig um die Förderung des Absatzes der neu eingeführten Wertpapiere seitens des haftpflichtigen Emittenten selbst und seiner Emissionshelfer geht<sup>23</sup>.

Am Sekundärmarkt verfügen typischerweise weder der Verkäufer noch der Käufer über hinreichende Informationen hinsichtlich der Ertragsaussichten bzw. des Risikos des Wertpapiers. Daher erlegt der Gesetzgeber den Emittenten als Legalobligation die Verpflichtung auf, durch einen ständigen Fluß von Pflichtinformationen und durch Zusatzinformationen bei besonderem Anlaß, insbesondere durch Ad hoc-Meldungen, den Beteiligten zu einer besseren Preisbildung zu verhelfen. Um hohe Informationskosten vieler Beteiligter zu ersparen, wird der Emittent in die Pflicht genommen, die notwendigen Informationen zur Verfügung zu stellen; er ist der „cheapest cost avoider“. Für den Emittenten steht diesem Aufwand eine Senkung seiner Kapitalkosten gegenüber, da das

---

<sup>20</sup> Beschlüsse des 64. DJT, 2002, Abteilung Wirtschaftsrecht, 1. Block sub d), e) und g).

<sup>21</sup> Bundesministerium der Justiz und Bundesministerium der Finanzen, Pressemitteilung Nr. 10/03 vom 25.2.2003.

<sup>22</sup> S. dazu die Nachweise in Fn. 17; ferner die Stellungnahme der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz vom 26. 8. 2002 zum 64. DJT S. 9 f. und der Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre vom 30.7.2002 S. 1.

<sup>23</sup> Näher zur unterschiedlichen Reichweite der Schutzzwecke der Normen zu Primär- und Sekundärmarktpublizität unten III.2. und VIII. 1.; zur Funktion und Dogmatik der Prospekthaftung insbesondere Köndgen, Die AG 1983, 85 ff.; 120 ff.; Assmann, Prospekthaftung, 1985; ders., in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl. 1997, § 7 I; Schönenberger, Ökonomische Analyse der Notwendigkeit und Effizienz des börsengesetzlichen Haftungsregimes, 2002; Fleischer, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 55 ff.; weitere Nachweise bei Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, 2002, S. 423.

Bestehen eines informierten und liquiden Sekundärmarktes positiv auf die Kapitalschöpfung am Primärmarkt zurückwirkt. Stockt nun dieser Informationsfluß oder sind die Informationen irreführend oder falsch, dann kommt es zunächst einmal zu „falschen“ Preisen und Vermögensverschiebungen zwischen den Beteiligten. Da einem getäuschten Anleger, von Ausnahmefällen abgesehen, gegen seinen Vertragspartner kein Schadenersatz – oder Bereicherungsanspruch oder Rücktrittsrecht zustehen wird, ganz abgesehen von den praktischen Schwierigkeiten der Durchsetzung bei gehandelten Wertpapieren, könnten sich die Anleger dagegen nur ex ante durch Fordern hoher, nicht adjustierter ausgleichender Risikoprämien oder durch Wegbleiben vom Markt schützen. Hieraus können echte Wohlfahrtsverluste entstehen: Ist die Kapitalmarktregulierung insuffizient, kann es also immer wieder zu nicht hinreichend sanktionierten Falschinformationen kommen, dann wird das Anlagekapital systematisch in andere, möglicherweise weniger ertragreiche Projekte gelenkt; die Allokationsfunktion des Kapitalmarkts wird beeinträchtigt. Denn von einer unzulänglichen Kapitalmarktregulierung werden alle Unternehmen negativ betroffen, nicht nur diejenigen, die Falschinformationen herausgeben, da die Anleger ex ante zwischen falschen und richtigen Informationen nicht hinreichend unterscheiden können. Falschinformationen durch einzelne Unternehmen bringen negative externe Effekte für die anderen mit sich. Es handelt sich um ein klassisches Marktversagensproblem, das eine Regulierung rechtfertigt<sup>24</sup>.

## 2. Der bisherige Regulierungsansatz

Das Pflichtprogramm der Sekundärmarktpublizität, soweit es hier interessiert, besteht aus den Elementen *Standardpublizität* und *anlaßbezogene Publizität*. Zur Standardpublizität rechnen insbesondere der Konzernabschluß und der Konzernlagebericht (§§ 290 ff HGB; der Einzelabschluß ist als Informationsquelle von geringerer Bedeutung) und die Zwischenberichte<sup>25</sup>. Zur Anlaßpublizität gehört insbesondere die Ad hoc-Publizität (§ 15 WpHG) einschließlich der Meldung wesentlicher Beteiligungen (§ 21 WpHG) und der directors' dealings (§ 15a WpHG). Neben diese Pflichten nach dem WpHG treten weitere

---

<sup>24</sup> Eingehend zu den ökonomischen Grundlagen der Regulierung der Kapitalmarktpublizität *Beaver*, in: Posner/Scott (Hrsg.), *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, 1980, S. 317 ff.; *Easterbrook/Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, S. 286 ff.; *Romano*, *The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation*, 2002, S. 12 ff. Weitere Nachweise zur Literatur bei *Merkt*, *Unternehmenspublizität*, 2001, S. 207 ff.; *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 17), S. F 22 ff. und S. F 100; *Köndgen*, FS Druey, 2002, S. 791, 793 ff.; *Baums*, *Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany*, *Giurisprudenza Commerciale* 2003, 53 ff.

anlaßbezogene börsenrechtliche Informationspflichten, die sich für den Emittenten börsengehandelter Wertpapiere als Zulassungsfolgen ergeben (vgl. §§ 39 Abs. 1 Nr. 3, 41 Abs. 2, 54 BörsenG; §§ 63 ff BörsenZulVO sowie die Börsenordnungen). In einem weiteren Sinne lassen sich hierher auch aktienrechtliche Informationspflichten, die gleichfalls Kapitalmarktwirkungen haben können<sup>26</sup>, und Publizitätspflichten bei öffentlichen Übernahmeangeboten<sup>27</sup> zählen; über die Einbeziehung in eine Haftungsvorschrift für Falschinformation des Sekundärmarkts ist mit dieser Kategorisierung freilich noch nichts entschieden. Die Rechtzeitigkeit, Vollständigkeit und Richtigkeit aller dieser auf den Sekundärmarkt bezogenen Informationen wurde bisher<sup>28</sup> vorrangig durch institutionelle Vorkehrungen (Jahres- und Konzernabschlüsse nebst Lageberichten: Abschlußprüfung gemäß §§ 316 ff HGB), durch verwaltungsrechtliche Instrumente (Befugnisse der BAFin gemäß WpHG; Aufgaben des Handelsregisters im Zusammenhang mit der Veröffentlichung von Abschlüssen gemäß §§ 325 ff HGB; börsenrechtliche Maßnahmen) und notfalls durch strafrechtliche Sanktionen sichergestellt<sup>29</sup>. Dieses vorrangig auf den Marktschutz angelegte und nur reflexiv anlegerschützende System der Sanktionierung fehlerhafter Marktinformation hat sich aber, wie die eingangs geschilderten jüngsten Erfahrungen belegen, nicht bewährt. Es ist deshalb – internationalem, insbesondere dem US-amerikanischen Vorbild entsprechend – um einen effektiven Schutz der Anleger durch Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes zu ergänzen. Es geht um eine Verbesserung der bisherigen Sekundärmarktpublizität, indem der Anreiz zu korrektem Verhalten durch eine glaubwürdigere Bedrohung mit Haftung und durch Einsatz privater Initiative<sup>30</sup> verstärkt wird.

### 3. §§ 37 b, c WpHG als Teillösung

Der Gesetzgeber hat allerdings, als sich der flächendeckende Mißbrauch von Ad hoc-Meldungen am Neuen Markt immer deutlicher abzeichnete<sup>31</sup>, noch vor den jetzt in den

---

<sup>25</sup> Halbjahresberichte gemäß § 40 Börsengesetz; bei einzelnen Indices und am Neuen Markt auch Quartalsberichte; ebenso jetzt § 63 der Börsenordnung der FWB vom 1.1.2003 für den „prime standard“.

<sup>26</sup> Dazu *Hommelhoff*, ZGR 2000, 748 ff.; zur Veröffentlichungspflicht gemäß § 161 S. 2 AktG und zu den damit verbundenen Haftungsfragen zuletzt *Abram*, ZBB 2003, 41 ff.

<sup>27</sup> S. §§ 10, 23, 35 WpÜG.

<sup>28</sup> Zu §§ 37 b, c WpHG s. sogleich unten 3.

<sup>29</sup> Näher dazu *Merkt* (Fn. 24), S. 467 ff.; *Noack*, Unternehmenspublizität. Bedeutung und Medien der Offenlegung von Unternehmensdaten, 2002, S. 62 ff.; *V. Jahr*, Transparenz- und Publizitätspflichten deutscher Unternehmen, 2002.

<sup>30</sup> Vgl. dazu bereits *Buxbaum*, Private Klage als Mittel zur Durchsetzung wirtschaftspolitischer Rechtsnormen, 1972.

<sup>31</sup> Vgl. die Jahresberichte des (damaligen) Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel 1999, S. 288 ff. (mißbräuchliche Ad hoc-Mitteilungen); Jahresbericht 2000, S. 27 ff.; Jahresbericht 2001, S. 32 ff.

Schadenersatzprozessen gewonnenen Erfahrungen bereits Konsequenzen gezogen und in dem am 1.7.2002 in Kraft getretenen Vierten Finanzmarktförderungsgesetz das Recht der Ad hoc-Meldung materiell neu gefaßt<sup>32</sup> sowie überdies in den §§ 37 b, c WpHG eine Haftungssanktion für vorsätzlich oder grob fahrlässig unterlassene und falsche Ad hoc-Meldungen vorgesehen. Dieser Schritt stellt aber nur eine Teillösung dar. Dies wird deutlich, wenn man die Erfahrungen aus den inzwischen entschiedenen Verfahren einbezieht und fragt, wie sich die neu eingeführten Haftungsvorschriften in diesen Verfahren ausgewirkt hätten<sup>33</sup>.

Da sich die neu geschaffenen Haftungsvorschriften (§§ 37b, c WpHG) ausschließlich gegen den Emittenten der Wertpapiere, dem auch die Pflicht zur Ad hoc-Meldung obliegt (§ 15 WpHG), richten, nicht dagegen auch gegen die hierfür verantwortlichen Organmitglieder, hätten diese Vorschriften in der großen Masse der Fälle (Infomatec, Met@box, Biodata), in denen Schadenersatzklagen wegen inzwischen eingetretener Insolvenz des Emittenten selbst nicht erhoben bzw. bereits rechtshängige Verfahren unterbrochen worden sind (§ 240 ZPO)<sup>34</sup>, insoweit nichts bewirkt. Dies wirft die Frage auf, ob de lege ferenda neben die Haftung des Emittenten eine entsprechend ausgestaltete Haftung der verantwortlichen Organmitglieder gestellt werden sollte<sup>35</sup>. Abgesehen davon bleibt die Frage, ob die in §§ 37 b, c WpHG angeordnete Schadensersatzhaftung des Emittenten, also der Gesellschaft selbst, ihren Anlegern gegenüber mit Rücksicht auf den Fremdkapitalgeberschutz, aber auch mit Rücksicht auf die übrigen Aktionäre, de lege ferenda nicht doch beschränkt oder gar ausgeschlossen werden sollte<sup>36</sup>.

Des weiteren ist zu sehen, daß die §§ 37 b, c WpHG nur einen – praktisch freilich sehr wichtigen – Teilbereich der Pflichtpublizität auf dem Sekundärmarkt, nämlich die Ad hoc-Meldungen gemäß § 15 WpHG, abdecken. Die weiteren Bausteine der Sekundärmarkt-Pflichtpublizität, insbesondere die Jahres- und Zwischenabschlüsse, bleiben aber ausgeblendet<sup>37</sup>. Ebenso werden sonstige unrichtige kapitalmarktbezogene Äußerungen und Verlautbarungen, zum Beispiel im nichtoffiziellen Teil des Geschäftsberichts, auf der Website, auf Pressekonferenzen oder Analystentreffen, in Hauptversammlungen oder

<sup>32</sup> Vgl. insbesondere § 15 Abs. 1 S. 3 – 5 WpHG n.F.

<sup>33</sup> Würdigung der neu eingeführten Haftungsvorschriften der §§ 37 b, c WpHG bei *Baums*, ZHR 166 (2002), 375, 379 f.; *Bayer*, in: Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer (Hrsg.), *Corporate Governance*, 2002, S. 137, 160 ff.; *Fleischer*, NJW 2002, 2977, 2979 ff.; *ders.*, BB 2002, 1869 ff.; *Hutter/Leppert*, NZG 2002, 649, 654 f.; *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857 ff.; *Möllers/Leisch*, BKR 2002, 1071 ff.; *Pluskat*, *Finanz Betrieb* 2002, 235, 242 f.; *Reichert/Weller*, ZRP 2002, 49, 54 f.; *Rieckers*, BB 2002, 1213, 1220 f.; *Horn*, a.a.O. (Fn. 8), S. 821 ff.; *Möllers/Leisch*, NZG 2003, 112 ff.; *Möllers*, in: *Horn/Krämer*, a.a.O. (Fn. 8), sub II. 4.

<sup>34</sup> S. nur die Mitteilungen in den Urteilen LG Kassel DB 2002, 2151; LG Augsburg NZG 2002, 428; LG Augsburg NZG 2002, 429.

<sup>35</sup> Dazu unten V. 2.

<sup>36</sup> Dazu unten V. 1.

<sup>37</sup> Vgl. dazu die oben in Fn. 3 angeführten Fälle.

Aktionärsbriefen, von den neuen Vorschriften nicht erfaßt<sup>38</sup>. Dies berechtigt zu der Frage, ob derartige falsche Verlautbarungen gleichwertig bewehrt werden sollten<sup>39</sup>.

Die Analyse der bisher erlassenen Urteile hat ferner gezeigt, daß die Anleger in Schadensersatzprozessen wegen falscher Ad hoc-Meldungen vor erheblichen Beweisführungsproblemen, z.B. hinsichtlich der haftungsbegründenden Kausalität (Beruhen des Wertpapierkaufs auf der falschen Ad hoc-Meldung) stehen<sup>40</sup>. Zumindest der Wortlaut des § 37 c Abs. 1 WpHG nimmt dem Anleger, der aufgrund der Falschmeldung „zu teuer“ gekauft hat, diesen Beweis nicht ab. Das ist kritisch zu hinterfragen<sup>41</sup>. Weitere im folgenden eingehender zu erörternde Fragen betreffen den Kreis der Anspruchsberechtigten<sup>42</sup> – die neue lex lata grenzt den Altaktionär, der im Vertrauen auf eine Falschmeldung seinen geplanten Verkauf verschoben hat, aus –; sie betreffen den in §§ 37 b, c WpHG gewählten Verschuldensmaßstab (Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit)<sup>43</sup> und vor allem auch den ersatzfähigen Schaden<sup>44</sup>. Zu erinnern ist schließlich daran, daß Anlegerschutzprozesse der hier erörterten Art besondere prozessuale Gestaltungsprobleme aufwerfen<sup>45</sup>. Die neuen §§ 37 b, c WpHG reichen Anlegern und Gerichten auch insoweit keine helfende Hand. Darauf kann allerdings an dieser Stelle nicht näher eingegangen werden<sup>46</sup>.

### III. Abgrenzungsfragen

#### 1. Geregelter und nicht geregelter Markt

Die erste Frage, die sich bei der Ausgestaltung einer Haftungsvorschrift für falsche Sekundärmarktinformation stellt, betrifft die Marktabgrenzung. Die §§ 37 b, c WpHG gelten nur für Wertpapiere<sup>47</sup>, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind. Mit Zustimmung des Emittenten in den Freiverkehr (vgl. § 57 BörsG) eingeführte Wertpapiere fallen damit ebenso aus dem Anwendungsbereich dieser Vorschriften heraus wie gemäß § 56

---

<sup>38</sup> Dazu die oben Fn. 4 angeführten Fälle.

<sup>39</sup> S. dazu unten IV. 1.

<sup>40</sup> Text zu Fn. 12.

<sup>41</sup> Unten VII.

<sup>42</sup> Dazu unten VI.

<sup>43</sup> Unten IX.

<sup>44</sup> Unten VIII.

<sup>45</sup> S. dazu Text zu Fn. 16, 17.

<sup>46</sup> S. Text zu Fn. 22.

<sup>47</sup> Der von der Regierungskommission Corporate Governance (vgl. Fn. 17) in Rdz. 186 mitgeteilte, freilich nicht von ihr empfohlene Regulierungsvorschlag betrifft dagegen nur Aktien und ist schon deshalb zu eng gefaßt.

BörsG in den geregelten Markt nur „einbezogene“ Wertpapiere<sup>48</sup>. Erst recht besteht nach den §§ 37 b, c WpHG keine Haftung für Falschinformation, wenn die Wertpapiere außerhalb der Börse, zum Beispiel im Internet, im Sinne von § 1 VerkprospG öffentlich angeboten worden sind und gehandelt werden. Für § 37 c WpHG erklärt sich diese Beschränkung einfach daraus, daß diese Vorschrift an das Unterlassen einer gemäß § 15 WpHG gebotenen Veröffentlichung einer börsenkursrelevanten Tatsache anknüpft. Die einschlägige Generalklausel des US-amerikanischen Rechts (Rule 10 b – 5 zum Securities Exchange Act)<sup>49</sup> kennt dagegen eine entsprechende Beschränkung nicht. Danach haftet jedermann, der in Bezug auf Wertpapiere „wesentliche“ falsche Angaben macht oder wesentliche Informationen unterdrückt, die er hätte veröffentlichen müssen. „Wesentlich“ sind diese Angaben aber nicht nur, wenn sie „wegen ihrer Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet sind, den *Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere* erheblich zu beeinflussen“ (vgl. § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG). Von einem „wesentlichen“ Umstand ist nach Rule 10 b – 5 vielmehr auszugehen, wenn eine bedeutende Wahrscheinlichkeit gegeben ist, daß ein verantwortlicher Anteilseigner die fragliche Information als wichtig ansehen und sie in seine Anlageentscheidung einbeziehen würde bzw. wenn diese Information das Gesamtgefüge aller verfügbaren Informationen signifikant ändert<sup>50</sup>. Dies hat Bedeutung vor allem auch für den außerordentlich bedeutsamen außerbörslichen over-the-counter-Markt<sup>51</sup> und für den zunehmenden Handel mit Wertpapieren bei Internet-Direktemissionen ohne Einschaltung von Market Makern oder Specialists<sup>52</sup>. Die im Verkaufsprospektgesetz angelegte Regulierung des öffentlichen *Angebots* nicht zum Handel an einer Börse zugelassener Wertpapiere, insbesondere die Haftung für falsche Prospektinformationen (§ 13 VerkprospG i.V. mit §§ 44 ff. BörsG), legt an sich eine entsprechende Fortschreibung auch für den *Handel* in solchen Papieren nach internationalem Vorbild nahe<sup>53</sup>. Will man funktionierende Märkte für den außerbörslichen öffentlichen Wertpapierhandel ermöglichen, dann kann auf eine Mindestregulierung, die über die Anforderungen des Verkaufsprospektgesetzes hinausgeht, wohl nicht verzichtet werden. Allerdings müßte dies auf der Grundlage eines umfassenderen Konzeptes geschehen, in das zum Beispiel auch Fragen des Ausnutzens von Insiderkenntnissen oder der Preismanipulation

---

<sup>48</sup> Möllers/Leisch, NZG 2003, 112, 113 f. befürworten in diesen Fällen eine analoge Anwendung der §§ 37 b, c WpHG.

<sup>49</sup> 17 CFR § 240.10b-5.

<sup>50</sup> TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 US 438 (1976).

<sup>51</sup> Lenzen, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, 2000, S. 138 ff., 140.

<sup>52</sup> Lotze, US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Internet, 2002, S. 352 ff., 356.

außerhalb von Falschinformationen einschließlich der Haftung hierfür<sup>54</sup> einbezogen werden müssten. Punktuelle Eingriffe empfehlen sich nicht.

## 2. Primärmarkt und Sekundärmarkt

Emissionsmärkte (Primärmarkt) und Zirkulationsmärkte (Sekundärmarkt) für handelbare Wertpapiere wirken vielfach aufeinander ein und überlagern sich teilweise. Dies hat in verschiedener Hinsicht auch Bedeutung für die Haftung.

Zunächst einmal senkt die Aussicht für die Anleger, erworbene Anteile an einem liquiden Sekundärmarkt zu einem im Markt gebildeten „informierten“ Preis ohne weiteres auch wieder veräußern zu können, auch die Kapitalkosten für das emittierende Unternehmen selbst, das seine Anteile am Primärmarkt anbietet<sup>55</sup>. Das rechtfertigt, dem Emittenten die Aufgabe der Pflichtveröffentlichungen am Sekundärmarkt aufzuerlegen; die Aufwendungen hierfür rechnen zu seinen Kapitalkosten. Der untrennbare Zusammenhang beider Märkte zeigt sich ferner und insbesondere dann, wenn eine Neuemission auf bereits am Sekundärmarkt gehandelte Wertpapiere aus einer Altemission trifft. In diesem Fall wirken sich die Informationen im Börsenprospekt nicht nur auf die Emission, sondern zugleich auch auf den bereits bestehenden Sekundärmarkt aus. Seit der Neufassung der Prospekthaftung (jetzt: §§ 44, 45 BörsG n.F.) durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz erstreckt sich deshalb mit Recht die Prospekthaftung auch auf die nicht von den neu emittierten Werten unterscheidbaren Papiere aus einer Altemission (§ 44 Abs. 1 S. 3 BörsG). Jedenfalls insoweit kennt das deutsche Kapitalmarktrecht bereits eine strenge Haftung für Falschinformation des Sekundärmarkts.

Drittens und vor allem ist die Prospekthaftung gemäß § 44 BörsG ohnehin, auch in Bezug auf die neu emittierten Wertpapiere, weitgehend eine Haftung für bereits umlaufende Wertpapiere. Denn sie setzt nicht etwa eine rechtsgeschäftliche Verbindung zwischen den Prospektverantwortlichen (Emittent; Emissionsbanken) und Anleger voraus, sondern knüpft an den Erwerb des Wertpapiers binnen 6 Monaten nach seiner erstmaligen Veröffentlichung an (§ 44 Abs. 1 S. 1 BörsG).

---

<sup>53</sup> Enger insoweit der von der Regierungskommission Corporate Governance (Fn. 17) unter Rdz. 186 mitgeteilte Regulierungsvorschlag, der nur Wertpapiere, die „zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen oder mit Zustimmung der Gesellschaft in den Freiverkehr einbezogen sind“, betrifft.

<sup>54</sup> Eine organisations- und aufsichtsrechtlich konzipierte Teilregulierung des Handels an börsenähnlichen Einrichtungen findet sich jetzt in § 59 BörsG i.d.F. des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes.

<sup>55</sup> *Baums*, FS Mestmäcker, 1996, S. 815, 816.

Gleichwohl rechtfertigen diese Zusammenhänge nicht, die durch die Prospekthaftung vorgezeichnete Linie ausziehen und zumindest Verstöße gegen das Pflichtprogramm der Sekundärmarktpublizität, also die Veröffentlichung falscher Abschlüsse oder Ad hoc-Meldungen, schlicht dem Haftungsregime der §§ 44 ff BörsG zu unterstellen. Der Prospekt ist Publizitätsinstrument und Absatzwerbung zugleich<sup>56</sup>. Daß sich auch Zweit- und Dritterwerber während der Sechsmonatsfrist, während deren die durch den Prospekt in den Markt gegebenen Informationen typischerweise im Sinne einer „Anlagestimmung“ fortwirken, auf die Prospekthaftung stützen können, fördert die Aufnahmebereitschaft des Marktes im Interesse des Absatzes der Wertpapiere. Denn eine Beschränkung der Prospekthaftung auf Erstkäufer, die von einer Emissionsbank oder direkt vom Emittenten erwerben, müßte von den Erstkäufern als eigenes Absatzrisiko in die Kaufpreisbildung eingerechnet werden. Läßt sich also das Erstrecken der Prospekthaftung in den Sekundärmarkt hinein noch mit dem Absatzinteresse des Emittenten rechtfertigen, so trägt diese Erwägung die Haftung für spätere falsche Informationen ausschließlich dem Sekundärmarkt gegenüber nicht mehr. Zwar läßt sich, wie bereits oben betont, ein allgemeines Interesse der Emittenten an einem liquiden Sekundärmarkt, auf dem Anleger auf die Richtigkeit der auf den Markt bezogenen Informationen der Emittenten vertrauen können, nicht leugnen. Gleichwohl ist aber der Schutzzweck der Normen der Sekundärmarktpublizität ein anderer als der der §§ 44 ff BörsG. Während der Prospekt auf das Einwerben von Anlegern durch den Emittenten abzielt, sollen die Vorschriften über die Sekundärmarktpublizität Dritten, den Anlegern, Informationen über Ertragsaussichten bzw. Risiken eines von ihnen zu kaufenden bzw. verkaufenden Wertpapiers liefern und damit zur Bildung eines „richtigen“ Preises beitragen<sup>57</sup>. Dieser Unterschied der Schutzzwecke der Normen über Prospektpflicht und -haftung einerseits und Sekundärmarktinformation und entsprechende Haftung andererseits ist insbesondere für die Frage bedeutsam, welcher Schaden dem Anleger in dem einen und in dem anderen Falle zu ersetzen ist. Während im Rahmen der Prospekthaftung der Anleger berechtigt ist, bei erheblichen Falschinformationen die erworbenen Wertpapiere gegen Erstattung des Kaufpreises zurückzugeben (§ 44 BörsG)<sup>58</sup>, ist im Bereich der Sekundärmarkthaftung der einem getäuschten Erwerber, der seinem Vertragspartner zu viel gezahlt hat, zu leistende

---

<sup>56</sup> *Köndgen*, Die AG 1983, 85, 88; *Kalss*, ÖBA, 2000, 641, 655; zum unterschiedlichen Haftungsgrund von Primär- und Sekundärmarkthaftung auch *Köndgen*, FS Druey (Fn. 24), S. 804 ff.

<sup>57</sup> Zur Informationseffizienz als Kriterium der Beurteilung der Leistungsfähigkeit eines Wertpapierhandelsmarktes *Rudolph/Röhr*, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997, S. 143, 181 f. m.w. Nachw.

<sup>58</sup> Einschränkung demgegenüber etwa *Fleischer/Kalss*, Die AG 2002, 329 ff.: Der Beklagte muß darlegen können, daß die Falschinformation keinen nachteiligen Kurseffekt gehabt hat; a.A. *Assmann*, FS H. Lange, 1992, S. 345, 368 f.

Schadenersatz jedenfalls im Ansatz auf die Differenz zwischen dem gezahlten Preis und dem Preis des Papiers, wie er sich ohne die falsche Information entwickelt hätte, zu beschränken. Das allgemeine Kursrisiko darf dem Anleger hier nicht abgenommen werden. Darauf, daß sich dies aus praktischen Gründen, wegen der Schwierigkeiten der Schadensberechnung, nicht ganz ausschalten läßt, ist unten zurückzukommen<sup>59</sup>. Dagegen erweisen sich zahlreiche andere Einsichten und Konzepte, die sich im Bereich der Prospekthaftung herausgebildet und bewährt haben, auch für die bisher unentwickelte Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarkts als fruchtbar, wie sich ebenfalls im Folgenden noch zeigen wird.

Eine letzte Frage gehört ebenfalls in den vorliegenden Zusammenhang. Nach US-amerikanischem Recht erstreckt sich die Generalklausel der Rule 10 b – 5 auch, neben der spezialgesetzlich geregelten strengeren Prospekthaftung (§ 11 Securities Act), auf den Primärmarkt und dient so als Auffangtatbestand für Fälle, in denen die Voraussetzungen der Prospekthaftung nicht eingreifen. Im deutschen Recht könnte mit einer vergleichbar weiten Formulierung einer Haftungsnorm für fehlerhafte Kapitalmarktinformation zum Beispiel klargestellt werden, wie für prospektbegleitende Erklärungen<sup>60</sup> oder prospektersetzende Informationsschriften und erweiterte Emissionsberichte, soweit sie nicht nach § 44 Abs. 4 BörsG in die Prospekthaftung einbezogen sind<sup>61</sup>, gehaftet wird. Darauf ist hier nur hinzuweisen.

### 3. Informationshelfer und – intermediäre

Die vorliegende Untersuchung beschränkt sich auf die Haftung des Emittenten<sup>62</sup> und seiner Organmitglieder<sup>63</sup>. Die Haftung von Informationshelfern, insbesondere des Abschlußprüfers, und von Informationsintermediären (Finanzanalysten; Ratingagenturen) für falsche oder irreführende Kapitalmarktinformation bleibt ausgeklammert<sup>64</sup>. Immerhin ist aber, was die Direkthaftung der Abschlußprüfer für falsche Testate (§ 322 HGB; vgl. auch § 332 HGB) oder falsche Bescheinigungen zur prüferischen Durchsicht (review) eines Zwischenberichts den Anlegern gegenüber anbetrifft, folgendes anzumerken: Die Rechtsprechung senkt die Anforderungen an einen „Sittenverstoß“ (§ 826 BGB) bei Verstößen gegen berufliche

---

<sup>59</sup> Unten VIII. 2., 3.

<sup>60</sup> Dazu m.w. Nachw. *Fleischer*, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 55 ff.; *Baums/Hutter*, FS P. Ulmer, 2003, S. 779, 789 ff.

<sup>61</sup> Dazu *Lenenbach*, a.a.O. (Fn. 23), S. 425 m.w. Nachw.

<sup>62</sup> Unten V. 1.

<sup>63</sup> Unten V. 2.

<sup>64</sup> Zur Haftung für falsche Finanzanalysen (Research Reports) und falsche Ratings bzw. verspätete „downgradings“ s. nur *Fleischer*, Gutachten a.a.O. (Fn. 17), S. F 131 f. und S. F 139 ff. m.w. Nachweisen.

Standards zwar sehr weit in Richtung grobfahrlässigen Verhaltens ab<sup>65</sup>. Es bleiben aber die weiteren Hürden, die § 826 BGB Anlegerschutzklagen entgegensetzt (haftungsbegründende Kausalität; Nachweis des bedingten Schädigungsvorsatzes usw.). Überzeugender wäre es, dem US-amerikanischen Vorbild zu folgen<sup>66</sup> und, entsprechend der hier vorgeschlagenen Organaußenhaftung<sup>67</sup>, eine Haftung auch der Abschlußprüfer für grobfahrlässiges Verhalten sowie sachgerechte Beweiserleichterungen zugunsten der Anleger vorzusehen, im Gegenzug aber die Haftung bei grobfahrlässigem Verhalten entsprechend dem Vorbild des § 323 HGB zu deckeln, um die Haftung zu begrenzen und einfach versicherbar zu machen. Diese Fragen können im einzelnen sachgerecht aber nur im Rahmen eines Gesamtkonzeptes, das auch die ungeklärte Verantwortlichkeit der Prospektprüfer und deren Haftung einzubeziehen hätte<sup>68</sup>, erörtert und geordnet werden. Die Fälle Comroad, Refugium und EM.TV weisen nachdrücklich auf den Reformbedarf hin<sup>69</sup>.

#### IV. Die Falschinformation

##### 1. Pflichtpublizität und freiwillige Veröffentlichungen

###### a) *Ad hoc-Mitteilungen, Zwischenberichte, Jahresabschluß und Lagebericht*

Im Vordergrund der gegenwärtigen Debatte und Gerichtsentscheidungen<sup>70</sup> stehen derzeit falsche *Ad hoc-Meldungen*, und hierauf hat der Gesetzgeber denn auch mit der Einführung der §§ 37 b, c WpHG reagiert<sup>71</sup>. Demgegenüber haben sich die Regierungskommission Corporate Governance und der Deutsche Juristentag, dem amerikanischen Vorbild folgend, für den

<sup>65</sup> Nachweise bei Zimmer, in: Ulmer (Hrsg.), HGB-Bilanzrecht, 2. Teilband, 2002, § 323 Rdz. 59 (leichtfertiges und gewissenloses Verhalten genügt; als Abschlußprüfer handelt sittenwidrig, wer auf unerläßliche Prüfungen bewußt verzichtet oder wer sich in einer wichtigen Frage allein auf die Feststellungen eines Gehilfen verläßt).

<sup>66</sup> Nachdem der Supreme Court 1994 die bis dahin bevorzugte Gehilfenhaftung für Verstöße gegen § 10 (b) Exchange Act aufgegeben hat, bejahen die Instanzgerichte seither eine täterschaftliche Haftung des Abschlußprüfers gem. Rule 10b-5 in geeigneten Fällen; Anixter v. Home-Stake Prod. Co., 77 F.3d 1215 (10th Cir. 1996); Shapiro v. Cantor, 123 F.3d 717, 720 (2nd Cir. 1997); Wright v. Ernst & Young LLP, 152 F.3d 169, 175 (2nd Cir. 1998); In re Rent-Way Securities Litigation, 209 F. Supp. 2d 493 (W.D.Pa., 2002); In re Software Tools Inc. 50 F.3d 615 (9th Cir. 1994); In re ZZZ Best Securities Litigation, 864 F.Supp 960, 970 (C.D.Cal. 1994); Adam v. Silicon Valley Bankshares, 884 F.Supp. 1398 (N.D.Cal., 1995); aus der Literatur Lowenfels/Bromberg, Liabilities of Lawyers and Accountants under Rule 10b – 5, 53 Bus.Law. 1157 (1998).

<sup>67</sup> Unten V. 2.

<sup>68</sup> Dazu m. Nachweisen Assmann, Prospekthaftung (Fn. 23), S. 350 ff.; Fleischer, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 66 – F 68; Förster, Die Prospekthaftung der organisierten und grauen Kapitalmärkte, 2002, S. 131 ff; zur österr. Lit. eingehend Kalss, ÖBA 2000, 641, 652 ff. (Prospektprüfer); 657 ff. (Abschlußprüfer und Sekundärmarkt).

<sup>69</sup> Zu Refugium und Comroad s. oben Fn. 3; zu EM.TV s. Fn. 16.

<sup>70</sup> Vgl. die Nachweise oben Fn. 2 ff.

<sup>71</sup> Dazu und zur Kritik an diesen Vorschriften oben II.3.

großen Wurf, für eine Generalklausel ausgesprochen, die zum einen sämtliche sekundärmarktbezogenen Pflichtveröffentlichungen und zum anderen auch freiwillige sekundärmarktbezogene Verlautbarungen (entsprechende Relevanz natürlich vorausgesetzt) in einen Haftungstatbestand für vorsätzlich oder grob fahrlässig veranlaßte falsche Sekundärmarktinformation einbeziehen solle<sup>72</sup>.

In der Tat hat der Gesetzgeber mit den auf unterlassene und falsche Ad hoc-Meldungen beschränkten Vorschriften der §§ 37 b, c WpHG nur ein Element aus dem sehr viel umfassenderen Pflichtprogramm der Sekundärmarktpublizität herausgegriffen. Für die Beeinflussung des Sekundärmarkts und die Preisbildung der gehandelten Wertpapiere und damit auch für den Anlegerschutz bedeutet es aber keinen Unterschied, ob ein angebliches größeres Einzelgeschäft im Rahmen einer falschen Ad hoc-Meldung (vgl. § 37 c WpHG) bekanntgegeben wird, oder ob sich aus Zwischenberichten und Jahresabschluß ein angebliches Umsatzwachstum mit entsprechenden Auswirkungen auf die Ertragslage der Gesellschaft ergibt. Für den im Börsengesetz (§ 40 BörsG i.V. mit §§ 53 ff. BörsZulVO) vorgeschriebenen *Zwischenbericht* ist der Sekundärmarktbezug evident<sup>73</sup>.

Dasselbe gilt für den *Jahresabschluß* (Konzernabschluß und Einzelabschluß) nebst *Lagebericht*, der sich an den oder die Zwischenberichte anschließt<sup>74</sup>. Daß auch nicht kapitalmarktorientierte Gesellschaften einen Jahresabschluß mit Lagebericht aufzustellen und zu veröffentlichen haben (§§ 264 ff., 325 ff. HGB), ändert an der besonderen Bedeutung des Rechnungslegungswerkes, insbesondere von Konzernabschluß und Konzernlagebericht, für die Sekundärmarktinformation bei kapitalmarktorientierten Gesellschaften nichts<sup>75</sup>. Der Gesetzgeber hat dies dadurch unterstrichen, daß kapitalmarktorientierte Gesellschaften ungeachtet ihrer Größe in vollem Umfang der Rechnungslegungs- und Offenlegungspflicht für große Gesellschaften unterliegen (§§ 267 Abs. 3 S. 2, 293 Abs. 5, 325 Abs. 2 HGB), und daß sie überdies ihren Jahresabschluß den Anlegern zur Verfügung stellen müssen (§ 65 BörsZulVO). Bestätigt wird dies durch die Rechtsprechung, die bereits de lege lata das Veröffentlichen falscher Bilanzen als Verstoß gegen Schutzgesetze (§ 823 Abs. 2 BGB) zugunsten der Anleger (§§ 331 HGB; 400 AktG) ansieht<sup>76</sup>, freilich mit den eingangs näher dargestellten Defiziten dieser Haftungsgrundlagen. Hinsichtlich der praktischen Bedeutung ist

---

<sup>72</sup> Regierungskommission, a.a.O. (Fn. 17), Rdz. 186; DJT, a.a.O. (Fn. 20), Beschlüsse zu 1.9 und 1.10.

<sup>73</sup> So auch *Fleischer*, Gutachten (Fn. 17), S. F 109 f., der in diesem Zusammenhang auf die Literatur hinweist, die bei falschen Zwischenberichten Schadenersatzansprüche des Anlegers aus bürgerlich-rechtlicher Prospekthaftung herleiten möchte (vgl. oben Fn. 10).

<sup>74</sup> Ebenso *Fleischer*, Gutachten (Fn. 17), S. F 110 f.

<sup>75</sup> Eingehend dazu *Merkt*, a.a.O. (Fn. 24), S. 316 ff.

<sup>76</sup> RG JW 1935, 3614; RG Seuff.Arch. 93, 310; LG Bonn Die AG 2001, 484, 486 m. Nachweisen zur Literatur.

wiederum insbesondere auf die Fälle Comroad und Refugium zu verweisen<sup>77</sup>, in denen Anleger durch falsche Abschlüsse getäuscht worden waren. Der neu eingeführte § 37 c WpHG, der ausdrücklich auf die Veröffentlichung in einer „Mitteilung über kursbeeinflussende Tatsachen“ abstellt, hilft in solchen Bilanzfälschungsfällen nicht weiter, und ein „Unterlassen“ einer an sich gebotenen Ad hoc-Meldung (§ 37 b WpHG) liegt bei falschen, zu positiven Angaben im Rechnungslegungswerk in aller Regel auch nicht vor.

Nur der Klarstellung halber sei angemerkt, daß das Einbeziehen z.B. des Jahresabschlusses in einen Haftungstatbestand für fehlerhafte Kapitalmarktinformation keineswegs heißt, daß nun jede unbedeutende Falschangabe im Rechnungslegungswerk der Gesellschaft eine Haftung auslösen könnte. Die Falschangabe muß vielmehr für die Beurteilung des Wertpapiers wesentlich sein; darauf ist noch zurückzukommen<sup>78</sup>.

#### b) *Sonstige Pflichtmitteilungen und freiwillige Darstellungen*

Es lassen sich durchaus Gründe dafür anführen, die Haftung wegen falscher Sekundärmarktpublizität auf Ad hoc-Meldungen, den im Gesetz vorgeschriebenen Halbjahresbericht und die Jahresabschlüsse nebst Lagebericht zu beschränken, andere Pflichtveröffentlichungen<sup>79</sup> oder gar freiwillige Verlautbarungen, mögen sie auch Kapitalmarktbedeutung haben, dagegen auszuklammern und die Anleger auf die allgemeine Deliktshaftung bzw. §§ 37 b, c WpHG zu verweisen<sup>80</sup>. Erreicht zum Beispiel der Kauf einer gemäß § 21 WpHG meldepflichtigen Beteiligung für die erwerbende Gesellschaft nicht die Schwelle, ab welcher sie selbst eine Ad hoc-Meldung gemäß § 15 WpHG herausgeben muß, weil der Kauf nicht geeignet ist, den Börsenpreis der von ihr emittierten Wertpapiere erheblich zu beeinflussen, dann, so könnte man geltend machen, besteht auch kein Anlaß, ihren Anlegern wegen des Unterlassens der Information gemäß § 21 WpHG einen Schadensersatzanspruch zu geben<sup>81</sup>. Ähnlich kann man argumentieren, wenn der Emittent zugelassener Wertpapiere es entgegen § 15a Abs. 3 WpHG unterläßt, directors`dealings zu veröffentlichen. Zweifelhaft wird dies aber, wenn es sich nicht um das *Unterlassen* gesetzlich

<sup>77</sup> Vgl. oben Fn. 3. Geradezu flächendeckende Verstöße gegen Rechnungslegungsstandards durch Neuer Markt-Unternehmen sind in einer Studie des DAI aufgedeckt worden (DAI, Rechnungslegung der Unternehmen am Neuen Markt. Studien des DAI, Heft 17, 2002); vgl auch die jährlich als Beilage veröffentlichten Berichte der Wirtschaftsprüferkammer über die Abschlusßdurchsicht, zuletzt für 2001 in der Beilage zu WPK-Mitt. Heft 4/2002.

<sup>78</sup> Unten 2.

<sup>79</sup> Zu den Einzelheiten Text oben zu Fn. 25 – 27.

<sup>80</sup> Zum folgenden s. auch die Erwägungen bei *Fleischer*, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 111 ff.

<sup>81</sup> Zum Verhältnis der Mitteilungspflichten gem. §§ 15, 21 WpHG zueinander *U.H. Schneider*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 2. Aufl. 1999, Vor § 21 Rdz. 28 ff. m.w. Nachw.

vorgeschriebener Mitteilungen, Berichte und Darstellungen, sondern um die Haftung für *aktiv unrichtige Darstellungen* handelt, die für die Beurteilung des betreffenden Wertpapiers wesentlich sind, und zwar gleich, ob es sich dabei um gesetzlich vorgeschriebene oder freiwillige Mitteilungen handelt. Für die Preisbildung am Sekundärmarkt ist es gleichgültig, ob sich die Falschangaben im börsengesetzlich vorgeschriebenen Zwischenbericht (§ 40 BörsG), in einem aufgrund öffentlich-rechtlicher Satzung vorgelegten Quartalsbericht (vgl. § 63 BörsenO der FWB vom 1.1.2003) oder in einem aufgrund privatrechtlicher Vereinbarung vorgelegten Quartalsbericht<sup>82</sup> finden. Ähnliches gilt für Angaben im Geschäftsbericht: Eine Unterscheidung zwischen falschen Angaben im inoffiziellen und im offiziellen Teil (Lagebericht) dürfte vom Kapitalmarkt kaum nachvollzogen werden. Nur in besonders gelagerten Einzelfällen (es werden falsche kursrelevante Angaben gemacht; aus Gründen der Umgehung der Haftung gemäß § 37 c WpHG wird aber nicht die Form der Ad hoc-Meldung gewählt) wird man hier mit einer entsprechenden Anwendung des § 37 c WpHG weiterhelfen können<sup>83</sup>.

Dagegen könnte man nun einwenden, daß der Gesetzgeber jedenfalls bisher z.B. obligatorische Quartalsberichte nicht vorschreibt, und diese gesetzgeberische Wertung auch unterschiedliche Haftungsfolgen rechtfertige. Im Ergebnis läuft dieses Argument darauf hinaus, daß der Kapitalmarkt, je nach der Formulierung des Haftungstatbestands und der Verankerung der Information (gesetzliche Pflichtveröffentlichung; untergesetzliche Pflichtveröffentlichung; freiwillige Darstellung), jeweils hinsichtlich der unterschiedlichen Verlässlichkeit unterscheiden können müßte. Auch wenn man an eine hohe Informationseffizienz der Wertpapiermärkte glaubt<sup>84</sup>, dürfte diese Differenzierungsleistung eher mißlingen und das Vertrauen in die Richtigkeit aller Angaben insgesamt beeinträchtigen. Davon abgesehen besagt das Argument, daß der Gesetzgeber den Unternehmen die Kosten eines Quartalsberichts (u.U. mit prüferischer Durchsicht), nicht auferlegen will, nichts dafür, daß er sie nicht davon abhalten sollte, solche Quartalsberichte oder andere Mitteilungen tunlichst korrekt zu erstellen, wenn denn ein Unternehmen dies freiwillig, z.B. durch Wahl eines bestimmten Börsensegments oder Index, auf sich nimmt.

Eine Einschränkung, die eine gewisse Plausibilität beanspruchen könnte, wäre die Beschränkung auf unrichtige oder irreführende *schriftliche* (einschließlich elektronischer, z.B. auf der Website der Gesellschaft) Darstellungen und Angaben, auch in veröffentlichten

---

<sup>82</sup> So die Quartalsberichte, die bisher nach dem Regelwerk für den Neuen Markt vorzulegen waren; zur Rechtsnatur des Regelwerks OLG Frankfurt/M., ZIP 2002, 803; eingehend *Plückelmann*, Der Neue Markt der Deutsche Börse AG, 2000.

<sup>83</sup> Dafür *Möllers/Leisch*, NZG 2003, 112, 115.

<sup>84</sup> Vgl. dazu nur *Brealey/Myers*, Principles of Corporate Finance, 7. Aufl. 2003, S. 351 ff.

Interviews, wobei interne, nicht für die Öffentlichkeit bestimmte Unterlagen und bloße Entwürfe keine Haftung wegen falscher Kapitalmarktpublizität auslösen können sollten. Falsche *mündliche* Äußerungen des Vorstands auf Bilanzpressekonferenzen, Analystentreffen oder in Hauptversammlungen<sup>85</sup> mögen zwar durchaus auch die Beurteilung eines Wertpapiers wesentlich beeinflussen können. Hier treten aber Abgrenzungsprobleme zu privaten Äußerungen am Rande und außerhalb offizieller Veranstaltungen – sollen auch solche Äußerungen erfaßt werden? – sowie Beweisprobleme (korrekte Wiedergabe in der Berichterstattung?) auf. Überdies kommt mündlichen Äußerungen, insbesondere spontanen Äußerungen ohne die notwendige Vorbereitung, auch in der Wahrnehmung des Publikums weniger Bedeutung zu, wenn sie keine Grundlage in den schriftlichen Unterlagen haben. Auch § 37 b WpHG setzt eine falsche Ad hoc-Meldung und damit eine schriftliche Verlautbarung (vgl. § 15 Abs. 3 WpHG) voraus. Für Umgehungsfälle mag man auf die §§ 826, 823 Abs. 2 BGB i.V. mit § 400 AktG verweisen, die auch nachweislich (vorsätzlich) falsche Angaben in Vorträgen und falsche Auskünfte in der Hauptversammlung betreffen. Nicht betont zu werden braucht, daß Presseberichte oder Analystenempfehlungen als solche dem Emittenten nicht zuzurechnen sind; es kommt auf die Veröffentlichungen des Emittenten selbst an<sup>86</sup>.

Werden auch freiwillige, vom Emittenten ausgehende Veröffentlichungen, die wesentliche Informationen für den Sekundärmarkt enthalten, vom Haftungstatbestand für falsche Sekundärmarktinformation erfaßt, dann steht nicht etwa zu befürchten, wie angefügt werden mag, daß künftig, um eine Haftung des Emittenten zu vermeiden, die Herausgabe jedes Presseartikels oder sonstigen schriftlichen Äußerung von einem Vorstandsmitglied kontrolliert werden müßte. Eine Haftung setzt vielmehr einen persönlichen Schuldvorwurf an ein Organmitglied, und zwar grobe Fahrlässigkeit, voraus. Dieser Vorwurf kann nur erhoben werden, wenn der Umstand, daß für den Kapitalmarkt wesentliche falsche Informationen verlautbart werden konnten, nicht einmal mehr den Anforderungen an ein Mindestmaß verantwortlicher, sorgfältiger Unternehmensorganisation genügt<sup>87</sup>. Das Erfordernis eines persönlichen Schuldvorwurfs an ein Organmitglied ermöglicht auch, hinsichtlich der in Rede stehenden Veröffentlichungen zu differenzieren und damit sicherzustellen, daß die gesetzliche Pflichtpublizität auch unternehmensintern anders vorbereitet und geprüft wird als beliebige

---

<sup>85</sup> Vgl. den – § 400 AktG nachgebildeten – von der Regierungskommission Corporate Governance (Fn. 17) erörterten Vorschlag, a.a.O. Rdz. 186.

<sup>86</sup> Insoweit zutreffend LG Bonn, Die AG 2001, 484, 487 r.Sp.

<sup>87</sup> Zum Verschuldensmaßstab der groben Fahrlässigkeit und seiner Bedeutung unten IX.

Werbeshriften, Presseartikel oder sonstige Veröffentlichungen, die Informationen über den Emittenten enthalten.

Insgesamt empfiehlt nicht nur der Blick auf das US-amerikanische Recht, das in Rule 10 b – 5 „any untrue statement of a material fact“ auch außerhalb gesetzlicher Pflichtveröffentlichungen erfaßt<sup>88</sup>, sondern auch die Analyse der eingangs mitgeteilten Urteile<sup>89</sup>, nicht bei einer Haftungsbewehrung von Ad hoc-Meldungen und Jahresabschlüssen stehen zu bleiben, sondern z.B. auch falsche Angaben in Quartalsberichten, Geschäftsberichten oder sonstigen veröffentlichten Unterlagen des Emittenten einzubeziehen, freilich immer nur unter der weiteren Voraussetzung, daß es sich um für die Beurteilung der Wertpapiere wesentliche falsche Angaben handelt<sup>90</sup>. Unter dieser Voraussetzung können auch nach Aktiengesetz, Umwandlungs- oder Übernahmegesetz zu veröffentlichende falsche Berichte gegebenenfalls eine Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes auslösen<sup>91</sup>. Zu beachten ist insoweit aber, daß den gegenwärtigen Aktionären gegenüber, die im Vertrauen auf eine Falschinformation ihre Aktien gerade nicht veräußert haben, eine kapitalmarktrechtliche Haftung ausscheidet<sup>92</sup>. Außerdem würde eine kapitalmarktrechtliche Haftung ein spezielles Regime nur für kapitalmarktorientierte Gesellschaften aufrichten<sup>93</sup>.

## 2. „Wesentlichkeit“ der Angaben

Nicht jede falsche Darstellung kann eine Haftung begründen. § 37 c WpHG, der an die falsche Ad hoc-Meldung anknüpft, umschreibt dies demgemäß wie folgt: „Veröffentlicht der Emittent ... eine unwahre Tatsache, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sein soll und nicht öffentlich bekannt ist und wegen ihrer Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den Geschäftsverlauf des Emittenten *geeignet ist, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen...*“<sup>94</sup>. Der von der

<sup>88</sup> S. die Rechtsprechungsnachweise zu Pressemitteilungen, Aktionärsbriefen und weiteren Berichten bei *Fleischer*, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 112 Fn. 581; s. auch die dort wiedergegebene Definition im vom American Law Institute entwickelten Federal Securities Code (sec. 1604): „(c) Publicity. It is unlawful for any company, or a person acting on its behalf, to ...make a misrepresentation in, a press release or other form of publicity (other than a filing), relating to the company if it is reasonably foreseeable that such conduct will induce other persons to buy, sell, or not to buy or sell securities of the company or of a controlling, controlled, or commonly controlled company.“

<sup>89</sup> Vgl. die Angaben oben Fn. 4.

<sup>90</sup> Dazu sogleich unter 2.

<sup>91</sup> Zum Spannungsverhältnis und zum Abstimmungsbedarf zwischen gesellschaftsrechtlichen Berichts- und Auskunftspflichten und kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten, z.B. der Ad hoc-Meldepflicht, eingehend m.w. Nachw. *Hommelhoff*, ZGR 2000, 748 ff.

<sup>92</sup> Zum Kreis der Anspruchsberechtigten unten VI.

<sup>93</sup> Dazu oben III. 1.

<sup>94</sup> Dazu *Feldhaus*, Die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung bei der Ad-Hoc-Publizität, 2003.

Regierungskommission Corporate Governance befürwortete umfassendere Haftungstatbestand soll dagegen nach ihrem Vorschlag an § 400 AktG anknüpfen und alle die Verhältnisse der Gesellschaft einschließlich ihrer Beziehungen zu verbundenen Unternehmen betreffenden falschen Darstellungen oder Übersichten über den Vermögensstand erfassen, fügt aber gleichfalls an „*sofern diese Darstellungen geeignet sind, den Börsen- oder Marktpreis der Aktien erheblich zu beeinflussen*“<sup>95</sup>. Eine solche Prognoseentscheidung bringt praktisch erhebliche Probleme mit sich, die nicht nur mit dem unbestimmten Rechtsbegriff der „erheblichen“ Preisbeeinflussung zusammenhängen, sondern auch darauf zurückzuführen sind, daß eine wirtschaftswissenschaftlich fundierte Prognose zum voraussichtlichen Kurseffekt bestimmter Veränderungen beim Emittenten offenbar nicht sicher gestellt werden kann<sup>96</sup>. Was die „Erheblichkeit“ der zu erwartenden Preisbewegung angeht, behilft man sich inzwischen mit Regelwerten<sup>97</sup>. Was die Eignung zur Preisbeeinflussung im allgemeinen betrifft, soll nach neuerer Auffassung darauf abgestellt werden, ob ein Investor, hätte er von der Tatsache Kenntnis, das fragliche Papier kaufen oder verkaufen würde<sup>98</sup>. Damit nähert sich die in §§ 15, 37 b, c WpHG gebrauchte Formel in ihrer Auslegung deutlich an die vom Gesetzgeber bei der Haftung für Falschinformation des Kapitalmarkts durch Prospekte (§ 44 BörsG) bereits gewählte Formulierung an: Einen Anspruch gemäß § 44 BörsG hat der Erwerber von Wertpapieren, die auf Grund eines Prospekts zum Börsenhandel zugelassen sind, in dem *für die Beurteilung der Wertpapiere wesentliche Angaben* unrichtig oder unvollständig sind<sup>99</sup>. Auf eine erhebliche Auswirkung auf einen im Markt bereits bestehenden Preis kann bei der Emission naturgemäß nicht abgestellt werden. Vielmehr sind hier solche Umstände „erheblich“, die ein durchschnittlicher verständiger Anleger „eher als nicht“ bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde<sup>100</sup>. Das Unterschlagen einer ungesicherten Großforderung im beigefügten Jahresabschluß zum Beispiel wird regelmäßig erheblich sein<sup>101</sup>.

Die Generalklausel des amerikanischen Wertpapierrechts (Rule 10 b – 5) setzt gleichfalls „Erheblichkeit“ voraus („any untrue statement of a material fact“). Der vom American Law

<sup>95</sup> Regierungskommission, a.a.O. (Rdz. 17), S. 201.

<sup>96</sup> S. Pellens/Fühlbier, DB 1994, 1381, 1384; Fürhoff/Wölk, WM 1997, 449, 455; weitere Nachweise bei Feldhaus, a.a.O. (Fn. 94), S. 113 ff.

<sup>97</sup> Jedenfalls bei zu erwartenden Kursausschlägen von mehr als 5% ist „Erheblichkeit“ zu bejahen; Einzelheiten, auch zu den Besonderheiten bei festverzinslichen Wertpapieren und Optionsscheinen, bei Geibel, in: F. Schäfer (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz, 1998, WpHG § 15 Rdz. 97; Kumpel, in: Assmann/U. H. Schneider, a.a.O. (Fn. 81), § 15 Rdz. 69b.

<sup>98</sup> S. die Nachweise bei Geibel, a.a.O., Rdz. 103.

<sup>99</sup> Vgl. dazu auch § 13 BörsZulVO sowie §§ 13 VerkprospG, 19 KAGG, 12 AusInvestG.

<sup>100</sup> Assmann, Prospekthaftung (Fn. 23), S. 319; ders., in: Assmann/Schütze, a.a.O. (Fn. 23), § 7 Rdz. 66 m. Nachw.

<sup>101</sup> OLG Frankfurt/M., Die AG 2000, 132, 133; s. auch BGHZ 139, 225, 231 ff.

Institute vorgelegte Federal Securities Code faßt die Rechtsprechung der Gerichte und die Praxis der S.E.C. hierzu<sup>102</sup> wie folgt zusammen: „...misrepresentation...if it is reasonably foreseeable that such conduct will induce other persons to buy, sell, or not to buy or sell securities of the company...“. Die Praxis stellt auf das vermutete Verhalten eines vernünftigen Investors ab. Angaben zu Tatsachen, deren Offenlegung gesetzlich gefordert ist, werden regelmäßig per se auch als erheblich angesehen. Desgleichen neigen die Gerichte bei Interessenkonflikten dazu, Erheblichkeit anzunehmen. Bei sonstigen Angaben wird oft ein quantitativer Test angewandt. Tatsachen, die Kursausschläge von mehr als 10% auslösen können, sind erheblich, ebenfalls Umsatzänderungen, Vermögensumschichtungen oder Gewinnänderungen in dieser Größe; solche unter 5% dagegen regelmäßig nicht. Dazwischen besteht eine Grauzone. Dieser Wechsel zwischen qualitativen und quantitativen Erwägungen je nach der Art der in Frage stehenden Information legt auch für das deutsche Recht nahe, in einem über die Haftung für falsche Ad hoc-Meldungen hinausreichenden Haftungstatbestand für fehlerhafte Sekundärmarktinformation eher an die Formulierung in § 44 BörsG anzuknüpfen als nur, wie in § 37 c WpHG, darauf abzustellen, ob die Angabe geeignet ist, den Marktpreis der Wertpapiere erheblich zu beeinflussen.

### 3. Irreführung und Verschweigen

#### a) *Falsche Angaben; Beweislast*

§ 44 Börsengesetz knüpft die Haftung daran an, daß wesentliche *Angaben* im Prospekt *unrichtig oder unvollständig* sind; § 37 c WpHG bezieht sich auf *unwahre Tatsachen* in Ad hoc-Meldungen, die im Tätigkeitsbereich der Gesellschaft eingetreten sein sollen. Die Strafvorschriften der §§ 331 HGB, 400 AktG sprechen von *unrichtiger Wiedergabe oder Verschleierung der Verhältnisse* im Jahresabschluß bzw. in sonstigen Darstellungen. Allen Formulierungen ist gemeinsam, daß positive und negative falsche Angaben ebenso gemeint sind wie unvollständige Mitteilungen, vollends erfundene ebenso wie auf Irreführung abzielende Übertreibungen oder Beschönigungen und auf das Erzeugen falscher Vorstellungen angelegte verwirrende, unübersichtliche Darstellungen. Die Judikatur bietet eindrucksvolle Beispiele zu allen Varianten<sup>103</sup>. In der amerikanischen Rechtsprechung haben

<sup>102</sup> Zur Auffassung der SEC s. SEC Staff Accounting Bulletin No. 99 – Materiality, Release No. SAB 99 (12. August 1999); aus der Literatur dazu eingehend *Jennings/Marsh/Coffee/Seligman*, Securities Regulation, 8. Aufl. 1998, S. 989 ff.; *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation, 4. Aufl. 2001, S. 537 ff.; aus der deutschen Literatur dazu *Feldhaus*, a.a.O. (Fn. 94), S. 141 ff.

<sup>103</sup> Eingehende Übersicht etwa bei *Möllers*, in: Horn/Krämer, a.a.O. (Fn. 8), unter III. 1. b).

falsche Dementis eine gewisse Rolle gespielt<sup>104</sup>; nach deutschem Recht kann in solchen Fällen bereits de lege lata eine Haftung wegen unterlassener Ad hoc-Mitteilung (§ 37 b WpHG) in Frage kommen.

Die Beweislast dafür, daß die mitgeteilte Tatsache falsch ist, soll nach dem von der Regierungskommission Corporate Governance mitgeteilten Vorschlag, allgemeinen Grundsätzen folgend<sup>105</sup>, dem Anleger obliegen, wobei ihm im Einzelfall Beweiserleichterungen zu Hilfe kommen mögen.

#### b) *Unterlassen*

Das Verschweigen einzelner nachteiliger Informationen ist nicht immer ein Unterlassen, sondern kann aktive Täuschung sein, wie sich z. B. im Unterlassen einer bilanzrechtlich gebotenen Rückstellung wegen eines großen drohenden Haftpflichtfalles im Jahresabschluß zeigt, weil dann der Posten „sonstige Rückstellungen“ zu niedrig und der Jahresüberschuß zu hoch angegeben wird. Im übrigen kann aber das bloße Verschweigen von Informationen den Emittenten oder dessen Organmitglieder nicht haftbar machen, auch dann nicht, wenn sie für den Kapitalmarkt von Bedeutung wären. Hinzu kommen muß vielmehr nach allgemeinen Regeln eine Pflicht zur Offenlegung. Für den Primärmarkt legen zunächst einmal *gesetzliche* Vorschriften über die Prospektpflicht fest, welche Informationen der Emittent zu veröffentlichen hat. Entsprechendes gilt für die Standardpublizität (Jahresabschluß; Zwischenbericht) und die Anlaßpublizität am Sekundärmarkt; hieran knüpft § 37 b WpHG für den Fall des Unterlassens einer Ad hoc-Meldung an. Solche Offenlegungspflichten können sich aber zum Beispiel auch aus *Vorschriften der Börsenordnung*<sup>106</sup>, aus *freiwillig übernommenen Verpflichtungen* oder aus der *Organstellung*<sup>107</sup> ergeben. Die Frage ist aber doch, wie weit das Unterlassen gebotener Information der aktiven Verbreitung und dem Nichtunterbinden der Verbreitung falscher Information durch Andere, obwohl Einschreiten geboten gewesen wäre, gleichgestellt werden kann. Die bloße Verspätung mit der Vorlage bestimmter Informationen, z. B. die Vorlage des Zwischenberichts oder Konzernabschlusses nach Ablauf der hierfür vorgesehenen Fristen (Ziff. 7.1.2 Deutscher Corporate Governance

<sup>104</sup> Vgl. nur Mitchell v. Texas Gulf Sulphur, 446 F.2d (10th Cir. 1971); Basic, Inc. v. Levinson, 485 US 224, 241 (1988).

<sup>105</sup> Zur Beweislast im Rahmen des § 44 BörsG insoweit *Hamann*, in: Schäfer, a.a.O. (Fn. 97), BörsG §§ 45, 46 a.F. Rdz. 92 m.w. Nachw.; zu §§ 37 b, c WpHG *Möllers*, in: Horn/Krämer, a.a.O. (Fn. 8), unter III. 1. d).

<sup>106</sup> Vgl. BGHZ 139, 225, 231.

<sup>107</sup> Vgl. BGH NJW 2001, 3622, 3624: Haftung von Vorstandsmitgliedern gemäß §§ 823 Abs. 2 BGB, 400 AktG, die der unwahren Darstellung des Vorstandsvorsitzenden nicht widersprochen haben; eingehend *Klussmann*, Geschäftsлагetäuschungen nach § 400 AktG, 1975, S. 70 ff..

Kodex), wird in der Regel keine Schlüsse auf positive oder negative Entwicklungen des Unternehmens zulassen. Soweit sich aus einem aufgestellten, aber noch nicht veröffentlichten Abschluß kursrelevante Tatsachen ergeben, greift ohnedies die Ad hoc-Publizität ein<sup>108</sup>. Im Hinblick darauf wird zu überlegen sein, ob auch de lege ferenda für schlichte Fälle des Unterlassens der Herausgabe wesentlicher Informationen mit einer Schadenersatznorm wegen verspäteter Ad hoc-Meldungen (vgl. § 37 b WpHG) auszukommen ist und es im übrigen wissenschaftlicher Literatur und Rechtsprechung überlassen bleiben sollte festzulegen, wann im Einzelfall das Unterlassen einer wesentlichen Information einer aktiven Täuschung des Kapitalmarkts gleichgestellt werden muß.

c) *Pflicht zur Korrektur*

Aus dem Recht der Prospekthaftung ist die Korrektur – und Nachtragspflicht bei unrichtigen bzw. unrichtig gewordenen Prospekten bekannt<sup>109</sup>. Für die Sekundärmarktpublizität ist bisher, soweit ersichtlich, eine umfassende Untersuchung der Pflicht zur Korrektur als falsch erkannter, für den Sekundärmarkt bestimmter Mitteilungen noch nicht unternommen worden. Für den Jahresabschluß wird zwar erörtert, wann und in welcher Form ein Bestätigungsvermerk (§ 322 HGB) zu widerrufen ist, wenn sich im nachhinein herausstellt, daß der Abschluß falsch ist<sup>110</sup>, aber dies betrifft nicht die Pflichten des Emittenten gegenüber dem Kapitalmarkt. Im amerikanischen Recht hat die Rechtsprechung im Rahmen der Generalklausel der Rule 10 b – 5 eingehende Regeln zur „duty to correct“ und zur „duty to update“ entwickelt<sup>111</sup>. Allerdings ist dies vor dem Hintergrund zu sehen, daß das amerikanische Kapitalmarktrecht bisher die Regelung der Ad hoc-Publizität weitgehend den Börsen überlassen hat. Nach deutschem Recht kann, wenn sich aufgrund einer Überprüfung eine im Sinne von § 15 WpHG relevante Fehlerhaftigkeit des Jahresabschlusses oder des Zwischenabschlusses herausstellt, dies eine Ad hoc-Meldepflicht auslösen; dasselbe gilt, wenn einmal an den Sekundärmarkt im Rahmen der Regelpublizität gegebene Informationen später unrichtig werden. Bedarf für gesetzgeberische Korrektur ist hier nicht ersichtlich.

<sup>108</sup> Bekanntmachung des BAWe zum Verhältnis von Regelpublizität und Ad hoc-Publizität vom 9. 7. 1996, BAnz. Nr. 133 vom 19. 7. 1996; dazu *Geibel*, in: Schäfer, a.a.O. (Fn. 97), § 15 WpHG, Rdz. 87 ff.; *Kümpel*, in: Assmann/U.H. Schneider, a.a.O. (Fn. 81), § 15 Rdz. 53 f.

<sup>109</sup> Vgl. §§ 52 Abs. 2 BörsZulVO; 11 VerkprospG; dazu BGHZ 139, 225, 232 f. m. Nachweisen zur Literatur; ferner *Lenenbach* a.a.O. (Fn. 23), S. 431 f.; *Foerster*, a.a.O. (Fn.68), S. 99 ff.; *Assmann*, FS Ulmer, 2003, S. 757 ff.; für die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung BGHZ 71, 284, 291; BGHZ 123, 106, 110.

<sup>110</sup> *Zimmer*, a.a.O. (Fn. 65), § 322 HGB Rdz. 30 ff.

<sup>111</sup> *Loss/Seligman*, a.a.O. (F. 102), S. 889 ff.

De lege ferenda bleibt aber, in diesem Zusammenhang auf folgendes hinzuweisen: Der von der Regierungskommission Corporate Governance erörterte Vorschlag einer Generalklausel für falsche Sekundärmarktinformation sieht, im Anschluß an die entsprechende Vorschrift der Primärmarktpublizität (§ 45 Abs. 3 Nr. 4 BörsG), eine Haftungsfreistellung für den Emittenten vor, wenn „vor dem Erwerbsgeschäft im Rahmen des Jahresabschlusses oder eines Zwischenberichts, einer Veröffentlichung nach § 15 des Wertpapierhandelsgesetzes oder einer vergleichbaren Bekanntmachung eine deutlich gestaltete Berichtigung der unrichtigen oder unvollständigen Angaben im Inland veröffentlicht wurde.“<sup>112</sup> Diesem Vorschlag der Regierungskommission sollte gefolgt werden. Denn die Korrekturmeldung geht sofort nach ihrer Publikation in die Preisbildung für das Wertpapier ein. Für den einzelnen Anleger, der nach der Korrekturmeldung ein Erwerbsgeschäft zu Marktpreisen tätigt, bedeutet dies, daß dieses Geschäft nicht mehr von der ursprünglichen Falschmeldung beeinflusst sein kann, auch wenn er selbst die Korrekturmeldung nicht gelesen hat. Ebenso wie im Rahmen der haftungsbegründenden Kausalität nicht darauf abgestellt werden sollte, ob der jeweilige Anleger vor seinem Erwerbsgeschäft die falsche Information gelesen und zur Grundlage seiner Entscheidung gemacht hat<sup>113</sup>, sollte es im Rahmen der Haftungsbefreiung nicht darauf ankommen, ob der Anleger persönlich die Korrekturmeldung kannte. Die Kausalität für das zeitlich später getätigte Erwerbsgeschäft wird jeweils über den Marktpreis vermittelt. Selbst wenn der Markt im Einzelfall eine entsprechende Informationseffizienz nicht aufweist oder der Anleger im Einzelfall im Vertrauen auf die ursprüngliche (falsche) Information einen über dem Marktpreis liegenden Preis gezahlt hat, erscheint es gerechtfertigt, in einem Haftungstatbestand für falsche Sekundärmarktinformation von einer typisierenden Betrachtung auszugehen und einen solchen Anleger auf die allgemeinen deliktsrechtlichen Anspruchsgrundlagen, die unberührt bleiben, zu verweisen. Es ist eines der Defizite des neu geschaffenen § 37 c WpHG, daß er keine entsprechende ausdrückliche Haftungsfreistellung für den Emittenten einer falschen Ad hoc-Mitteilung vorsieht, der diese noch vor dem Erwerbsgeschäft des Anlegers öffentlich korrigiert hat.

#### 4. Insbesondere: Prognosen

Der Preis des Wertpapiers wird von den im Markt gebildeten Ertragserwartungen einschließlich des Risikos bestimmt. Alle vergangenheitsbezogenen Informationen und bereits eingetretenen relevanten Tatsachen dienen nur als Basis für diese Einschätzung. Die

---

<sup>112</sup> Regierungskommission, a.a.O. (Fn. 17), S. 199.

Wahrscheinlichkeit des Eintritts bestimmter Entwicklungen hängt sicherlich auch von exogenen, vom Management nicht beeinflussbaren Faktoren ab, basiert aber zunächst einmal ganz wesentlich auf den gegenwärtigen Planungen des Managements und darauf, in welchem Maße es ihm gelingt, diese Planungen in einem sich ständig verändernden Umfeld zu realisieren. Das Management mag nun zwar hinsichtlich allgemeiner, von außen kommender, die Renditeerwartungen beeinflussender exogener Faktoren nicht sehr viel besser als der Kapitalmarkt insgesamt imstande sein, diese vorauszusehen oder die Wahrscheinlichkeit ihres Eintritts zu beurteilen. Läßt man diesen Vorbehalt aber einmal beiseite, dann sind die Angaben des Managements über die voraussichtliche Entwicklung der Ertragsaussichten einschließlich der sie bestimmenden Elemente für den Kapitalmarkt von entscheidender Bedeutung. Denn das Management verfügt nicht nur über die Informationen über die gegenwärtigen Planungen, sondern kann auch unternehmensinterne, endogene wie regelmäßig auch bereits erkennbare spezielle exogene Faktoren, die die Umsetzung der Planungen positiv oder negativ beeinflussen könnten, sehr viel besser einschätzen und gewichten.

Es liegt demnach im Interesse des Kapitalmarkts, das Management zu eigenen, vertretbaren Prognosen zu veranlassen; es darf nicht durch eine Haftungsbedrohung darüber hinweggegangen werden, daß sich die tatsächliche Entwicklung immer von der Prognose entfernen kann, ohne daß ein Verschuldensvorwurf zu erheben ist. Auf der anderen Seite müssen an Prognosen des Managements gerade deshalb, weil ihnen Bedeutung beigemessen wird, gewisse Anforderungen gestellt werden. Auch in diesem Punkt ist das deutsche Recht der Primärmarktpublizität weiter entwickelt als die Sekundärmarktpublizität<sup>114</sup>.

Nach §§ 29 Abs. 2 BörsZulVO, 7 Abs. 2 Nr. 3 VerkprospG hat der Emittent den Primärmarkt über seine „Geschäftsaussichten“ zu informieren. Seit der BuM-Entscheidung ist anerkannt, daß „falsche“ Prognosen zu einer Prospekthaftung führen können<sup>115</sup>. Prognosen müssen jedenfalls durch Tatsachen ausreichend gestützt und kaufmännisch vertretbar sein<sup>116</sup>. Die von der Deutschen Börse im April 2002 vorgelegten „Going Public-Grundsätze“<sup>117</sup> gehen einen Schritt weiter: Danach sollen zukunftsgerichtete Aussagen sprachlich eindeutig als solche erkennbar sein, und es soll dargestellt werden, auf Grund welcher Annahmen diese getroffen worden sind. Wenn darauf hingewiesen wird, daß sich die im Prospekt enthaltenen Prognosen

---

<sup>113</sup> Dazu unten VII. 2.

<sup>114</sup> Allgemein zur Prognosepublizität in Deutschland *Glöckle*, Die zukunftsbezogene Publizität von Kapitalgesellschaften in der Bundesrepublik Deutschland, 1996; *Dörner*, FS Ludewig, 1996, S. 217 ff.

<sup>115</sup> BGH NJW 1982, 2823, 2826; aus der Literatur *J. Hüffer*, Das Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz, 1996, S. 135 ff.; *Assmann*, in: Assmann/Schütze, a.a.O. (Fn. 23), Rdz. 87 ff. m. w. Nachweisen.

<sup>116</sup> BGH, a.a.O., 2826.

<sup>117</sup> Vorbereitend dazu aus der Lit. *Baums/Hutter*, a.a.O. (Fn. 60), S. 779, 796.

als falsch erweisen könnten, sollen die spezifischen Faktoren dargestellt werden, die zum Nichteintreffen der Prognose führen können.

Was die Sekundärmarktpublizität anbelangt, haben sich die Erläuterungen im Zwischenbericht, soweit möglich, auch auf die Aussichten des Emittenten für das laufende Geschäftsjahr zu erstrecken (§ 55 BörsZulVO). Im Lagebericht bzw. Konzernlagebericht ist auf die voraussichtliche Entwicklung der Kapitalgesellschaft bzw. des Konzerns sowie besonders auf die Risiken dieser Entwicklung einzugehen (§§ 289 Abs. 1, 2. Halbsatz; 289 Abs. 2 Nr. 2; 315 Abs. 1, 2. Halbsatz; 315 Abs. 2 Nr. 2 HGB); Lagebericht und Konzernlagebericht sind vom Abschlussprüfer darauf zu prüfen, ob sie insgesamt eine zutreffende Vorstellung von der Lage des Unternehmens bzw. Konzerns vermitteln und die Risiken der künftigen Entwicklung zutreffend dargestellt sind (§ 317 Abs. 2 HGB). Eine haftungs- oder aufsichtsrechtlich<sup>118</sup> gesteuerte Entwicklung von Grundsätzen ordnungsgemäßer Prognoseberichterstattung einschließlich deren Kontrolle im Einzelfall fehlt hier aber; dies gilt erst recht für Aussagen außerhalb der Abschlußpublizität, wie auch die jüngsten Erfahrungen wieder belegen<sup>119</sup>.

Die Einstellung des US-amerikanischen Rechts zu „soft information“ und „forward looking statements“ in Mitteilungen für Primär- und Sekundärmarkt hat im Verlauf der Jahre gewechselt; die einander folgenden Schritte von S.E.C., Gerichten und Gesetzgeber können an dieser Stelle nicht nachgezeichnet werden<sup>120</sup>. Der Private Securities Litigation Reform Act 1995 hat schließlich zur Einführung einer „safe harbor rule“ sowohl für den Bereich der Primärmarktpublizität (§ 27 A [c] Securities Act) als auch für die Sekundärmarktpublizität (§ 21 E [c] Securities Exchange Act) geführt. Prognosen können danach keine Haftung mehr auslösen, wenn sie als solche erkennbar sind und deutlich auf wichtige Umstände hingewiesen wird, die dazu führen könnten, daß die Prognosen nicht eintreffen. Außerdem ist bei Prognosen eine persönliche Haftung natürlicher Personen (insbesondere der Organmitglieder) ausgeschlossen, wenn diese nicht vorsätzlich gehandelt haben. Allerdings gilt diese safe harbor rule nicht für Prognosen im Jahresabschluß.

<sup>118</sup> Die jährliche Abschlußdurchsicht durch die Wirtschaftsprüferkammer bezieht sich zwar auch auf die Lageberichte, beschränkt sich insoweit aber auf formale Fragen (Vorhandensein der Risikoberichterstattung etc.), vgl. zuletzt Bericht der WPK über die Abschlußdurchsicht im Jahr 2001, Beilage zu WPK-Mitt. Heft 4/2002.

<sup>119</sup> S. insbesondere die Urteile i.S. EM.TV, AG München, WM 2002, 594; OLG München Die AG 2003, 105; LG Frankfurt/M. 17.01.2003, 3-07 O 26/01 (nicht veröffentlicht).

<sup>120</sup> Aus der Lit. dazu *Loss/Seligman*, a.a.O. (Fn. 102), S. 145 ff., 544 ff.; aus der deutschen Literatur knapp *Merkel*, a.a.O. (Fn. 24), S. 462 f.; *Fleischer*, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 59, F 114 f.; *Baums/Hutter*, a.a.O. (Fn. 60), S. 786 f.; eingehender *R. Schmitz*, Die Haftung des Vorstands gegenüber den Aktionären. Eine rechtsvergleichende Untersuchung nach deutschem und U.S.-amerikanischem Recht. Jur. Diss. Frankfurt/Main 2003, § 2 IV. 3.

Eine entsprechende Einschränkung der Haftung für Prognosen sollte auch für das deutsche Recht erwogen werden, und zwar für die Prospekthaftung wie für eine einzuführende Haftung für falsche Sekundärmarktinformation. Richtig ist zwar, daß auch die Rechtsprechung im Gefolge der BuM-Entscheidung<sup>121</sup> die dort angedeuteten Grundsätze weiter präzisieren und auch den Verschuldensmaßstab (Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit)<sup>122</sup> sachgerecht interpretieren könnte<sup>123</sup>. Gesehen werden muß freilich, daß bereits die *lex lata*<sup>124</sup> für den Verschuldensmaßstab eine Beweislastumkehr vorsieht, so daß hier künftig entweder eine Überabschreckung oder eine Klagenflut wegen nicht eingetretener Prognosen befürchtet werden könnte.

## V. Adressaten

### 1. Haftung des Emittenten

#### a) *Allgemeines*

Die Haftung für Falschinformation des Primärmarkts, genauer, die Prospekthaftung gemäß § 44 Börsengesetz, richtet sich vor allem gegen den Emittenten selbst. Von ihm geht „der Erlaß des Prospekts aus“ (§ 44 Abs. 1 Nr. 2 BörsG), mit dem er um Anleger wirbt. Eine Haftung des Emittenten dem Anleger am Sekundärmarkt gegenüber liegt nicht in gleicher Weise auf der Hand, da der Emittent an der Sekundärmarkttransaktion nicht unmittelbar beteiligt ist. Die rechtspolitischen Erwägungen hierzu sind bereits oben angedeutet worden: Der Emittent, nicht der an der Sekundärmarkttransaktion beteiligte Verkäufer oder Käufer, verfügt über die für die Einschätzung des Wertpapiers notwendigen Informationen. Um aufwendige Informationskosten vieler Beteiligter zu ersparen, wird der Emittent in die Pflicht genommen, die notwendigen Informationen zur Verfügung zu stellen. Die Pflichtpublizität, also Zwischen- und Jahresabschluß, Ad hoc-Publizität usw., ist dem Emittenten als Legalobligation auferlegt. Daraus ergibt sich das für den Sekundärmarkt charakteristische Beziehungsdreieck zwischen den Vertragsparteien einerseits und dem Emittenten andererseits. Allerdings kann – das ist festzuhalten – weder aus dem Interesse des Emittenten

<sup>121</sup> Vgl. Fn. 115.

<sup>122</sup> Vgl. § 45 Abs. 1 BörsG; zum gleichen Verschuldensmaßstab im Haftungstatbestand für falsche Sekundärmarktinformation unten IX.

<sup>123</sup> In diesem Sinne *Fleischer*, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 59 f.

<sup>124</sup> § 45 Abs. 1 BörsG; zur Haftung wegen falscher Sekundärmarktinformation insoweit einstweilen §§ 37 b Abs. 2, 37 c Abs. 2 WpHG.

an der Sekundärmarkteffizienz noch aus der Bezeichnung der Pflichtpublizität als Legalobligation etwas für eine Schadenersatzhaftung nach Vertragsgrundsätzen oder aus Vertrauensgesichtspunkten abgeleitet werden<sup>125</sup>. Eine solche Haftung wegen schuldhafter Verletzung der „kapitalmarktbezogenen Verkehrspflichten“<sup>126</sup> der Pflichtpublizität gegenüber dem Sekundärmarkt besteht nur im Rahmen des allgemeinen Deliktsrechts (§§ 826, 823 Abs. BGB) oder bei ausdrücklicher gesetzlicher Anordnung, wie sie bisher die §§ 37 b, c WpHG vorsehen. Die rechtspolitischen Gründe für eine Verbesserung der Sekundärmarktpublizität durch Bewehrung mit einer umfassenderen als der in §§ 37 b, c WpHG vorgesehenen Schadenersatzhaftung sind bereits oben eingehend dargelegt worden<sup>127</sup>. Zu fragen bleibt aber, ob einer Schadenersatzhaftung des Emittenten Einwendungen mit Rücksicht auf den Schutz der Aktionäre (unten *b*) und mit Rücksicht auf den Vorrang des Fremdkapitalgeberschutzes (unten *c*) entgegenstehen.

#### *b) Schutz der Aktionäre*

Grundsätzlich müssen es die Aktionäre einer Gesellschaft hinnehmen, wenn durch schuldhaft falsche Informationen seitens „ihrer“ Organe Schadenersatzansprüche entstehen, die anderen ehemaligen oder gegenwärtigen Aktionären zugute kommen<sup>128</sup>. Bedenken gegen eine Schadenersatzhaftung des Emittenten selbst aus dem Gesichtspunkt des Schutzes der übrigen Aktionäre wären zwar dann zu erheben, wenn ein gegen die Gesellschaft gerichteter Anspruch zwangsläufig das wirtschaftliche Risiko der Beteiligung auf die anderen Gesellschafter verlagern würde, die in gleicher Weise getäuscht sind<sup>129</sup>. Darum geht es hier aber aus

<sup>125</sup> Zum Begriff der „Legalobligation“ juristischer Personen und zur Entwicklung der Deliktshaftung juristischer Personen für die Verletzung ihrer „Legalobligationen“ *Kleindiek*, Deliktshaftung und juristische Person, 1997, S. 227 f.; 239. Demgegenüber nimmt *Kalss*, ÖBA 2000, 641, 656 ein Sonderrechtsverhältnis zwischen Emittenten und Anlegern am Sekundärmarkt an, dessen Verletzung eine Haftung nach vertragsrechtlichen Grundsätzen rechtfertige. – Im einzelnen geht es bei der Haftung der juristischen Person nicht nur um eine Haftung wegen Verletzung ihrer Legalobligationen im Rahmen der ihr auferlegten, von ihren Organmitgliedern zu erfüllenden Pflichtpublizität, sondern außerdem um eine „Mithaftung“ für die Delikte (§§ 826, 823 Abs. 2 BGB i. V. mit § 400 AktG) ihrer Organmitglieder bei freiwilligen falschen kapitalmarktbezogenen Darstellungen entsprechend § 31 BGB; auf diese Mithaftung wegen deliktischen Verhaltens der Organmitglieder ist hier aber nicht einzugehen. Zur persönlichen Außenhaftung der Organmitglieder wegen Verletzung der juristischen Person obliegender Legalobligationen s. unten 2.

<sup>126</sup> *Köndgen*, FS Druey, 2002, S. 791, 806 im Anschluß an *Assmann*, Prospekthaftung, a.a.O. (Fn. 23), S. 252 ff.

<sup>127</sup> Oben II.

<sup>128</sup> Kritisch insoweit allerdings *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857, 1863; *Hutter/Leppert*, NZG 2002, 649, 654; vgl. dazu auch *Köndgen*, FS Druey, 2002, S. 791, 804 sowie den Vorschlag von *Clark*, Corporate Law, 1986, S. 344 f.

<sup>129</sup> Vgl. zu entsprechenden Erwägungen im Recht der Publikumspersonengesellschaft *Hüffer*, JuS 1979, 457, 464; *Ulmer/Dopfer*, BB 1978, 461, 464; *Wiedemann/Schmitz*, ZGR 1980, 128, 138; eingehend dazu (Haftung der Gesellschaft wegen Eingriffs in die Mitgliedschaft gemäß § 823 Abs. 1 BGB) *Habersack*, Die Mitgliedschaft – subjektives und „sonstiges“ Recht, 1996, S. 21 ff. m. w. Nachweisen zu Rechtsprechung und Literatur; für die Haftung der Gesellschaft gegenüber dem einzelnen Gesellschafter gemäß § 823 Abs. 2 BGB auch *Baums*, Der

mehreren Gründen nicht: Zum einen ist im Rahmen der Haftung für falsche Sekundärmarktpublizität der Schadenersatz nach der hier vertretenen Auffassung gerade so zu beschränken, daß das wirtschaftliche Risiko der Anlage im übrigen weitestgehend beim Anleger verbleibt<sup>130</sup>, und zum anderen entsteht ein Schadenersatzanspruch nur zugunsten derjenigen Aktionäre oder Anleger, die unter dem Einfluß der Falschinformation eine nachteilige Transaktion getätigt haben<sup>131</sup>.

Ein weiterer gegen eine Emittentenhaftung vorgebrachter Einwand lautet, daß dann die getäuschten Anleger letzten Endes den Schadenersatz aus der eigenen Tasche zahlen<sup>132</sup>. Daran ist richtig, daß auch der getäuschte Aktionär selbst, der in den hier erörterten Fällen einen Schadenersatzanspruch gegen „seine“ Gesellschaft erwirbt und durchsetzt, einen weiteren Schaden erleiden kann, der ihm nicht unmittelbar persönlich ersetzt wird, nämlich insofern, als dadurch der Wert des Gesellschaftsvermögens geschmälert, und infolgedessen auch der Wert seiner Beteiligung sinken kann („Reflexschaden“). Insbesondere bei Schädigung zahlreicher Anleger mit durchsetzbaren Ansprüchen würde sich dies zeigen. Rechtspolitisch stichhaltig ist dieser Einwand freilich nur, wenn der so entstandene Reflexschaden des Aktionärs (und aller anderen Aktionäre) auch im Ergebnis nicht effektiv auf dem dafür vorgesehenen Wege kompensiert werden kann, nämlich durch Durchsetzen der Haftung der hierfür persönlich verantwortlichen Organmitglieder der Gesellschaft gegenüber<sup>133</sup>. Dazu ist hier nicht Stellung zu nehmen.

Ein letztes Bedenken gegen eine Emittentenhaftung schlägt ebenfalls nicht durch: Sind viele Anleger in gleicher Weise geschädigt, und reicht das Gesellschaftsvermögen nicht zur Befriedigung aller aus, dann kann ein Windhundrennen entstehen, bei dem die Langsameren leer ausgehen. Letzteres ist richtig, nur jedenfalls im Kapitalgesellschaftsrecht kein Einwand gegen eine Haftung, sondern ein Plädoyer dafür, rechtzeitig einen Insolvenzantrag zu stellen, der dann zu einer anteiligen Verteilung des Vermögens führt.

---

Geschäftsleitervertrag, 1987, S. 238 ff.; *Grunewald*, Die Gesellschafterklage in der Personengesellschaft und der GmbH, 1990, S. 103 f.

<sup>130</sup> Eingehender unten VIII.

<sup>131</sup> Zu dieser Beschränkung des Kreises der Anspruchsberechtigten unten VI. 1.

<sup>132</sup> *Horn*, FS Ulmer (Fn. 8), S. 827.

<sup>133</sup> Dazu *Baums*, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 224; F 239 ff.

c) *Schutz der Fremdkapitalgeber*

De lege lata ist die Abgrenzung der Schutzsphären der Fremdkapitalgeber und geschädigter Aktienkäufer und Aktionäre voneinander bekanntlich zweifelhaft und in den Einzelheiten umstritten<sup>134</sup>; darauf ist hier nicht einzugehen. *Rechtspolitisch* sind mehrere Lösungen dieses Konflikts denkbar: Ein völliger Ausschluß jeden Schadenersatzanspruchs, soweit er mit der Aktionärsstellung zusammenhängt; eine Beschränkung des Zugriffs auf das freie Vermögen jenseits von Grundkapital und gesetzlichen Rücklagen; ein Rangrücktritt in der Insolvenz (Nachrang i.S. von § 39 InsO); eine völlige Gleichbehandlung mit sonstigen Gläubigeransprüchen.

Was die Prospekthaftung gemäß § 44 BörsG angeht, hat sich der Gesetzgeber anlässlich der Neuordnung der § 44 ff BörsG durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz ausdrücklich für die zuletzt genannte Alternative entschieden<sup>135</sup>. Auch die neu eingeführten §§ 37 b, c WpHG sehen keine Einschränkung des Schadenersatzanspruchs vor, wenn die geschädigten Anleger Aktionäre des Emittenten sind oder waren<sup>136</sup>. Die rechtspolitische Frage ist, ob dies auch für den Fall der Einführung einer umfassenderen Schadenersatzhaftung des Emittenten wegen Falschinformation des Sekundärmarkts befürwortet werden sollte, oder ob umgekehrt die Entscheidung des Gesetzgebers, kapitalmarktrechtliche Schadenersatzansprüche auch dann uneingeschränkt den Fremdkapitalgeberforderungen an die Seite zu stellen, wenn es sich um Schadenersatzansprüche im Zusammenhang mit dem Erwerb und der Veräußerung von Aktien handelt, de lege ferenda korrigiert werden sollte<sup>137</sup>. Denn im Ergebnis besteht kein Zweifel, daß Gesellschaften, die mit geschönten Bilanzen oder falschen Ad hoc-Meldungen arbeiten, durch massenhafte Anlegerklagen zusätzlich in Liquiditätsprobleme und, bei entsprechenden Rückstellungen, leicht in die Überschuldung und damit in die Insolvenz geraten könnten<sup>138</sup>.

<sup>134</sup> Vgl. die umfassenden Nachweise hierzu bei *Henze*, in: Hopt/Wiedemann, AktG, Großkommentar, 4. Aufl. 15. Lieferung 2001, § 57 Rdz. 17 ff. und *Habersack*, a.a.O. (Fn. 129), S. 214 ff.

<sup>135</sup> BR-Drucksache 605/97 S. 78; zur Diskussion vor der Reform *Schwark*, FS Raisch, 1995, S. 269 ff.

<sup>136</sup> Eingehend dazu m.w. Nachweisen *Renzenbrink/Holzner*, BKR 2002, 434 ff. Zu beachten ist hier allerdings, daß Aktionäre, die durch eine Falschmeldung davon abgehalten wurden, ihre Aktien zu veräußern, keinen Anspruch gemäß § 37 c WpHG erwerben.

<sup>137</sup> Aus der Lit. hierzu *Gebauer*, Börsenprospekthaftung und Kapitalerhaltungsgrundsatz in der Aktiengesellschaft, 1999; *Fleischer*, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 73 ff.; F 100. sowie die folgenden Nachweise. Auch in der Schweiz wird dies eingehend diskutiert; zuletzt dazu *Böckli*, in: Bühler (Hrsg.), Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht, 2002, S. 87, 109 f. m. Nachweisen.

<sup>138</sup> Darauf weisen *Rudolph*, BB 2002, 1036, 1039 und *Hutter/Leppert*, NZG 2002, 649, 654 hin.

Sieht man einmal von dem Fall des originären Beteiligungserwerbs durch einen getäuschten Einleger, um den es hier nicht geht, ab<sup>139</sup>, dann erscheint ein völliger Ausschluß jedes Schadenersatzanspruchs gegen eine Gesellschaft mit freiem Vermögen<sup>140</sup> jedenfalls rechtspolitisch nicht sehr plausibel<sup>141</sup>. Denn nichts hindert die Gesellschaft, insbesondere Gewinnrücklagen aufzulösen, sie dem Bilanzgewinn zuzuführen und sodann im Wege eines Gewinnverwendungsbeschlusses an die Aktionäre auszuschütten<sup>142</sup>. Müssen die Fremdkapitalgeber dies aber hinnehmen, dann ist kein überzeugender Grund dagegen ersichtlich, Schadenersatzansprüche geschädigter Aktionäre im Grundsatz zuzulassen mit der Einschränkung, daß sie nur aus dem freien Vermögen jenseits des Grundkapitals und der gesetzlichen Rücklage befriedigt werden dürfen. Auf einem anderen Blatt steht, daß gerade die Gesellschaften des Neuen Marktes, um deren Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes es derzeit geht, bei ausreichenden Haftungsgrundlagen häufig nicht in der Lage wären, Anlegeransprüche aus freiem Vermögen zu befriedigen<sup>143</sup>.

Darüber hinaus erscheint sogar die Beschränkung auf das freie Vermögen der Gesellschaft jenseits des Grundkapitals und der gesetzlichen Rücklagen jedenfalls für Schadenersatzansprüche getäuschter Anleger, die ihre Aktien an einem geregelten Markt (vgl. §§ 44, 55 BörsG; 37 b, c WpHG) oder an einem Markt erworben haben, an den sich der Emittent mittels eines öffentlichen Angebots begeben hat (§§ 1, 13 VerkprospG), rechtspolitisch nicht zwingend geboten. Aufgabe des Grundkapitals ist es, den Fremdkapitalgebern einen „Verlustpuffer“ zu geben, der wie ein Selbstbehalt der Eigenkapitalgeber wirkt und als Sicherung dagegen dienen soll, daß die Eigenkapitalgeber allein auf das Risiko anderer (der Fremd-) Kapitalgeber mit festen Zinsansprüchen Projekte mit hohen Ertragsaussichten, aber auch hohem Risiko ins Werk setzen<sup>144</sup>. Auch wenn man von der Kritik an der Funktionstauglichkeit dieses Konzepts ganz absieht<sup>145</sup>, widerspricht es

<sup>139</sup> Dazu etwa *Henze*, a.a.O. (Fn. 134), Rdz. 22.

<sup>140</sup> Dafür Regierungskommission Corporate Governance, a.a.O. (Fn. 17), S. 201; dem zustimmend *Horn*, FS Ulmer (Fn. 8), S. 827; *Rieckers*, BB 2002, 1213, 1220; *Abram*, ZBB 2003, 41, 58.

<sup>141</sup> *Baums*, Geschäftsleitervertrag, a.a.O. (Fn. 129), S. 237 f. m. Nachweisen zur älteren Literatur; so auch *Zöllner/Winter*, ZHR 158, 1994, 59, 77 f.; *Schwark*, a.a.O. (Fn. 135), S. 288 f.; *Habersack*, a.a.O. (Fn. 129), S. 216 f., der allerdings S. 218 f. einen Anspruch gegen die Gesellschaft überhaupt verneint, wenn die Erfüllung aus den freien Rücklagen nicht möglich ist; *Bayer*, a.a.O. (Fn. 33), S. 161 f.; *Reichert/Weller*, ZRP 2002, 49, 56.

<sup>142</sup> *Habersack*, a.a.O. (Fn. 129), S. 217; eingehend zum System der Vermögensbindung in der Aktiengesellschaft *Lutter*, Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktien- und GmbH- Rechten der EWG, 1964; *Wilhelm*, FS Flume, Bd. 2, 1978, S. 337, 348 ff.

<sup>143</sup> Darauf weist *Reichert* in Hommelhoff u.a., Corporate Governance, a.a.O. (Fn. 33), S. 199 hin.

<sup>144</sup> S. nur *Lutter*, a.a.O. (Fn. 142), S. 38 ff.; *Kübler*, Gesellschaftsrecht, 5. Aufl. 1998, S. 153 f.; eingehend *Adams*, Eigentum, Kontrolle und beschränkte Haftung, 1991, S. 34 ff.

<sup>145</sup> Dazu unterschiedliche Auffassungen bei *Kübler*, Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, 1989, § 7; *Assmann*, in: AktG Großkommentar, a.a.O. (Fn. 134), 1. Lieferung 1992, Einl. Rdz. 480 ff.; *Escher-Weingart*, Reform durch Deregulierung im Kapitalgesellschaftsrecht, 2000, S. 235 ff.; *Schön*, ZHR 166, 2002, 1ff; je m. w. Nachweisen.

diesem Schutzzweck nicht, Anlegern, die ihre Aktien am öffentlichen Kapitalmarkt auf der Grundlage falscher Informationen gekauft oder verkauft haben, bei Täuschung Schadenersatzansprüche einzuräumen, selbst wenn dies den Verlustpuffer angreifen oder gar aufzehren sollte. Richtig ist nur, daß damit das Risiko für die Fremdkapitalgeber wächst, dem Aufbringung und Erhaltung des fixierten Kapitalbetrags gerade wehren sollen. Aber eine solche Minderung des gebundenen Kapitals kann sich auch aus anderen schädigenden Maßnahmen der Verwaltung ergeben, die von den Fremdkapitalgebern gleichfalls hinzunehmen sind. Natürlich ist es für die vorhandenen Fremdkapitalgeber günstiger, wenn entstandene Schadenersatzansprüche nicht das ihrem Haftungszugriff unterliegende Vermögen der Gesellschaft schmälern oder gar aufzehren. Rechtspolitisch darf der Fremdkapitalgeberschutz aber nicht ausschließlich *ex post* und bilanziell betrachtet werden. Eine bloße *ex post*-Betrachtung klammert auch die Anpassungsmöglichkeiten des Kapitalmarkts und vor allem die Verbesserung des Informationsniveaus für den Kapitalmarkt insgesamt aus, das auch den Fremdkapitalgebern zugute kommt<sup>146</sup>.

Diese Erwägungen besagen aber noch nichts dafür, daß auch dann, wenn die Insolvenz einmal eingetreten ist und die Gesellschaft abgewickelt werden soll, das zur Verteilung anstehende Vermögen gleichrangig unter die Fremdkapitalgeber und diejenigen Aktionäre verteilt werden sollte, die Schadenersatzansprüche aus Prospekthaftung oder wegen falscher Sekundärmarktinformation gegen den Emittenten erworben haben<sup>147</sup>. Es gehört zur Ausstattung des Eigenkapitaltitels „Aktie“, daß der Überschuß den Aktionären zusteht, daß sie aber auch – vor den Fremdkapitalgebern – das endgültige Ausfallrisiko tragen. Ob es sich dabei um die am öffentlichen Kapitalmarkt erstandene Aktie des Kleinanlegers handelt oder nicht, ist gleichgültig. Der zutreffende Hinweis auf vergleichbare Ordnungsprobleme von kapitalmarktgehandelter Aktie und Schuldverschreibung<sup>148</sup> kann diese grundlegenden Ausstattungsunterschiede ebenso wenig verwischen wie die Existenz hybrider Zwischenformen zwischen diesen Kapitalmarktpapieren. Auch der formale Gesichtspunkt, daß der Schadenersatzanspruch des Anlegers bereits vor der Insolvenz entstanden und ein von der Aktie rechtlich getrenntes Eigenleben geführt hat, überzeugt nicht. Vielmehr ist es bei endgültiger Verteilung des Gesellschaftsvermögens nur konsequent, daß sich nicht die Aktionäre zumindest einen Teil ihres Investments im Wege des Schadenersatzanspruchs zu Lasten der Fremdkapitalgeber zurückzahlen lassen können. Geltend gemacht wird auch, daß

---

<sup>146</sup> So überzeugend *Henze*, a.a.O. (Fn. 134), § 57 Rdz. 20.

<sup>147</sup> Anders etwa *Fleischer*, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 74, der sogar von einem Vorrang des Anlegerschutzes spricht; *Henze*, a.a.O. (Fn. 134), § 57 Rdz. 20.

<sup>148</sup> Dazu umfassend *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 1995.

ein Gleichrang von Schadenersatzforderungen der Anleger und Gläubiger die Bereitschaft der Fremdkapitalgeber zur Sanierung beeinträchtigen könne. Dies ist jedenfalls der Standpunkt des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts, das Schadenersatzansprüche geschädigter Aktienerwerber bzw. -verkäufer in der Insolvenz der Gesellschaft den vorrangigen Ansprüchen der Fremdkapitalgeber nachordnet („subordination“)<sup>149</sup>. Im deutschen Recht entspräche dem eine Einreihung der betreffenden kapitalmarktrechtlichen Ansprüche in die Gruppe der Ansprüche der nachrangigen Insolvenzgläubiger (§ 39 InsO). Dies sollte anlässlich der Regelung der Haftung des Emittenten für falsche Sekundärmarktinformation auch für die Prospekthaftung nochmals bedacht werden.

#### d) *Haftungshöchstgrenze*

Der Deutsche Juristentag hat, den Empfehlungen der Regierungskommission Corporate Governance folgend, bei der Organaußenhaftung<sup>150</sup> eine Haftungshöchstgrenze befürwortet, nicht dagegen bei der Emittentenhaftung<sup>151</sup>. Für eine solche Haftungsbeschränkung auch zugunsten des Emittenten<sup>152</sup> könnte man zunächst einmal anführen, daß sich eine gedeckelte Fahrlässigkeitshaftung leichter versichern läßt<sup>153</sup>. Allerdings kann eine solche Deckelung auch ohne gesetzliche Anordnung mit dem Versicherer vereinbart werden mit der Folge, daß der Emittent wegen des nicht abgedeckten Haftungsbetrages als Selbstversicherer auftritt. Eine gesetzliche Deckelung stellt eine Haftungsbeschränkung dar, die aus sich heraus gerechtfertigt sein muß. Sie läßt sich nicht mit der Begründung halten, daß der Vermögensabfluß zu Lasten der Gesellschaftsgläubiger in Grenzen gehalten werden sollte, wenn im Insolvenzfall, wie hier befürwortet, ein Rangrücktritt der Anleger vorgesehen wird<sup>154</sup>. Auch die Divergenz zwischen individuellen Anlegerschäden und echten Wohlfahrtsverlusten<sup>155</sup> dürfte kaum für eine feste Deckelung sprechen<sup>156</sup>. Denn die Wohlfahrtsverluste sind kaum zu berechnen und werden bei einem teilweisen Ausschluß der

<sup>149</sup> § 510 US Bankruptcy Code. Die 1978 eingeführte Vorschrift geht zurück auf den Aufsatz von *Slain/Kripke*, 48 N.Y.U.L.Rev. 261 (1973). Aus der Rspr. m. eingehenden Nachweisen In re *Telegroup, Inc.*, 281 F.3d, 133 (3rd Cir. 2002).

<sup>150</sup> Dazu sogleich unter 2.

<sup>151</sup> Vgl. Regierungskommission Corporate Governance, a.a.O. (Fn. 17), S. 201; Beschlüsse des 64. DJT, a.a.O. (Fn. 20), sub e) 1.12.

<sup>152</sup> Dafür *Fleischer*, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 105 f.

<sup>153</sup> *Fleischer*, a.a.O., S. F 105.

<sup>154</sup> Vgl. oben c); a.A. und von einem anderen Ausgangspunkt her (Gleichbehandlung von geschädigten Aktionären und sonstigen Gläubigern in der Insolvenz) konsequent *Fleischer*, a.a.O., S. F 105.

<sup>155</sup> Dazu oben II. 1.

<sup>156</sup> A.A. *Fleischer*, a.a.O., S. F 105 f.

Haftung für grobfahrlässig falsche Information, solange diese Kappung vom Kapitalmarkt noch als relevant wahrgenommen wird, nicht beseitigt.

## 2. Außenhaftung der verantwortlichen Organmitglieder

### a) Grundsatzfragen

Regierungskommission Corporate Governance<sup>157</sup> und Deutscher Juristentag<sup>158</sup> haben sich für eine (beschränkte) Außen- oder Direkthaftung der verantwortlichen Organmitglieder ausgesprochen; die Bundesregierung hat diese Empfehlung in ihrem 10 – Punkte-Papier aufgegriffen und beabsichtigt, sie umzusetzen<sup>159</sup>. Im Ausgangspunkt entspricht eine Außenhaftung der verantwortlichen Organmitglieder bereits insofern dem geltenden Recht, als sie jedenfalls nach §§ 826, 823 Abs. 2 BGB den geschädigten Anlegern für vorsätzliche falsche Kapitalmarktinformationen auf Schadensersatz haften. Es geht also nur um die Frage, ob diese Haftung tatbestandlich weiter ausgedehnt, durch Beweiserleichterungen schlagkräftiger gemacht, und ob sie auf Fälle grob fahrlässigen Verhaltens erstreckt werden sollte. Eine solche Verschärfung der Organaußenhaftung bedarf sorgfältiger Begründung und Beschränkung, um negative Effekte zu vermeiden. Das Für und Wider ist hier in knapper Form zu referieren<sup>160</sup> und zu ergänzen. Eingehende *rechtsvergleichende* Untersuchungen zur Organaußenhaftung bei falscher Sekundärmarktinformation liegen bislang, soweit ersichtlich, nicht vor. Ein kurzer Blick auf ausgewählte kontinentaleuropäische Rechtsordnungen zeigt aber, daß dort vorrangig die Haftung des Emittenten erörtert wird<sup>161</sup>, während sich die Generalklausel des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts (Rule 10 b – 5) grundsätzlich gegen jedermann und bei falschen Kapitalmarktinformationen neben der Gesellschaft insbesondere an die verantwortlichen Geschäftsleiter richtet<sup>162</sup>.

<sup>157</sup> A.a.O. (Fn. 17), S. 201.

<sup>158</sup> A.a.O. (Fn. 20), Beschlüsse zu e).

<sup>159</sup> A.a.O. (Fn. 21).

<sup>160</sup> Eingehend dazu die – zustimmenden – Stellungnahmen bei *Fleischer*, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 101 ff.; *Reichert/Weller*, ZRP 2002, 49, 52 ff.; *Horn*, FS Ulmer (Fn. 8), S. 828; *Hutter/Leppert*, NZG 2002, 649, 654; *Rieckers*, 2002, 1213, 1220 f.; s. auch *Abram*, ZBB 2003, 41, 56 ff.; eine weiter gehende Direkthaftung von Organmitgliedern dagegen ablehnend *Mülbert*, JZ 2002, 826, 831 f.; *Fuchs/Dühn*, BKR 2002, 1063, 1069 ff.; vgl. auch die Kontroverse *Fleischer/Meyer* in ZRP 2002, 532.

<sup>161</sup> Schweiz: *Dietzi/Latour*, Schweizerisches Börsenrecht, 2001, S. 127 f.; *Böckli*, a.a.O. (Fn. 137), S. 103 ff; Österreich: *Kalss*, ÖBA 2000, 641 ff.; Italien: *Sangiovanni*, Die Ad hoc-Publizität im deutschen und italienischen Recht, 2003, S. 217; Frankreich: *Fleischer/Jänig*, RIW 2002, 729, 734, 735.

<sup>162</sup> S. nur *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 382 (1983); *Musick, Peeler & Garrett v. Employers Insurance*, 507 US 286 (1993); *Baker v. Latham Sparrowbush Assocs.*, 72 F.3d 246 (2d Cir. 1995).

Ein nicht nur konstruktives Bedenken gegen eine Außenhaftung von Organmitgliedern bei falscher Kapitalmarktinformation ergibt sich daraus, daß diese zwar im Innenverhältnis, der Gesellschaft gegenüber, zur Erfüllung der der Gesellschaft obliegenden „Legalobligationen“ verpflichtet sind, daß solche Organpflichten aus dem Innenverhältnis aber nicht ohne weiteres in Pflichten Dritten gegenüber umgemünzt werden dürfen<sup>163</sup>. Sicher ist der Gesetzgeber anders als der Rechtsanwender frei, gesetzliche Verkehrs- oder „Berufspflichten“ zu statuieren; aber auch dabei sind allgemeine Zurechnungsgesichtspunkte im Auge zu behalten. Zu diesen Gesichtspunkten gehört zum einen, daß die Haftungsquelle – hier: die Versorgung des Kapitalmarkts mit falschen, verspäteten oder irreführenden Informationen – durch den oder die Verantwortlichen persönlich überhaupt *beherrschbar* ist. Anders gewendet: Eine persönliche Direkthaftung eines Organmitglieds kann nur in Betracht kommen, wenn es eine rechtzeitige und richtige Information überhaupt hätte veranlassen können. Zum anderen muß diese „Beherrschung“ auch zum *Aufgabengebiet* des in Anspruch genommenen Organmitglieds gehören, sei es kraft Geschäftsverteilung, sei es, weil es sich um eine zwingende, nicht delegierbare Aufgabe jedes Vorstandsmitglieds bzw. des Gesamtgremiums handelt<sup>164</sup>. Eine bloße Zurechnung des Fehlverhaltens von Mitarbeitern oder anderen Organmitgliedern muß ausgeschlossen sein. Des weiteren muß der *Schutz berechtigter Drittinteressen gerade eine Organaußenhaftung gebieten*, es darf also die Haftung der Gesellschaft mit Innenhaftung der Organmitglieder allein nicht ausreichen. Und schließlich müssen die *berechtigten Interessen des Organmitglieds wie der Gesellschaft* daran, daß keine übermäßige Inanspruchnahme durch Haftung angedroht und realisiert wird, bedacht werden. Auf die beiden zuletzt genannten Gesichtspunkte ist im folgenden näher einzugehen.

Zunächst einmal ist in *rechtstatsächlicher Hinsicht* an den eingangs geschilderten Befund zu erinnern, daß bisher sämtliche Anlegerklagen wegen falscher Sekundärmarktpublikationen sowohl gegen die Emittenten selbst als auch gegen deren Organmitglieder im Ergebnis abgewiesen worden sind. Die Gründe hierfür liegen teilweise in der tatbestandlichen Enge der Haftungstatbestände; insbesondere waren falsche oder unterlassene Ad hoc-Meldungen bisher nicht durch ein Schutzgesetz (§ 823 Abs. 2 BGB) sanktioniert; zum Teil hängt dies mit den

---

<sup>163</sup> Vgl. dazu *Kleindieck*, a.a.O. (Fn. 125), S. 368 ff.; *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, 2001, S. 844 ff.; zur Unterscheidung beider Pflichtenkreise *Baums*, Geschäftsleitervertrag, a.a.O. (Fn. 129), S. 164 ff.

<sup>164</sup> Die Einzelheiten zu den mit der Einzelverantwortung jedes Vorstandsmitglieds, dem Kollegialprinzip und der Delegation von Pflichtaufgaben verbundenen Fragen können hier nicht ausgearbeitet werden; ebensowenig die Unterschiede in der Verantwortlichkeit von Vorstand und Aufsichtsrat für die Richtigkeit der Jahresabschlüsse, die Entlastungsfunktion bei Einrichtung eines Audit Committee usw. Diese Fragen stellen sich unabhängig von der Frage der (Ausdehnung der) Organaußenhaftung, würden freilich bei einer entsprechenden Rechtsänderung u.U. praktische Bedeutung gewinnen.

nahezu unüberwindlichen Beweishürden zusammen, vor denen Anleger in solchen Fällen mangels hierauf in geeigneter Weise zugeschnittener spezieller Anspruchsgrundlagen, wie sie sich etwa im Bereich der Haftung für falsche Primärmarktinformation finden (§§ 44 ff. BörsG, § 13 VerkprospG, § 20 KAGG, § 12 AuslInvestG), stehen<sup>165</sup>. Die neu geschaffenen §§ 37 b, c WpHG für falsche Ad hoc-Meldungen haben diese Rechtslage nicht wesentlich verbessert<sup>166</sup>. Während dies nun durch eine sachadäquatere Ausgestaltung der Haftungsgrundlage der Emittentenhaftung de lege ferenda geändert werden könnte, muß rechtstatsächlich des weiteren beachtet werden, daß in der großen Masse der bisher aufgetretenen Fälle (Infomatec, Met@box, Biodata) die Schadenersatzklagen gegen die Emittenten wegen inzwischen eingetretener Insolvenz nicht erhoben bzw. bereits rechtshängige Verfahren unterbrochen worden sind (§ 240 ZPO)<sup>167</sup>. Der Hinweis auf die reguläre Systematik der Außenhaftung der Gesellschaft mit der Möglichkeit des Innenregresses gegen die verantwortlichen Organmitglieder<sup>168</sup> hilft den Anlegern gerade in solchen Fällen nicht weiter. Denn die Schadenersatzansprüche der Gesellschaft gegen ihre Organmitglieder müßten vom Insolvenzverwalter geltend gemacht werden, und geleisteter Ersatz wäre zur Masse zu ziehen. Der Blick auf die Rechtstatsachen beantwortet auch die Frage, ob das sonstige Instrumentarium, das Emittenten und deren Organmitglieder zu korrekter Kapitalmarktinformation anhalten soll, hinreichende positive und negative Anreize vermittelt.

Des weiteren ist hier folgendes zu beachten. Insbesondere in zwei Situationen bestehen für Manager starke Anreize zur Fehlinformation des Kapitalmarkts: Zum einen in der Krise des Unternehmens. Hier droht nicht nur der Verlust des Arbeitsplatzes, sondern auch der Verlust der persönlichen Reputation der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder und u. U. sogar rechtliche Sanktionen<sup>169</sup>. Zum anderen bestehen starke Anreize zu fehlerhafter Kapitalmarktinformation vor einem geplanten Anteilsverkauf bei erheblichem eigenem Anteilsbesitz des Managements oder bei Aktienoptionen oder ähnlichen Vergütungsinstrumenten, die wesentlich an die Kursentwicklung der eigenen Aktien der Gesellschaft anknüpfen<sup>170</sup>. Es

---

<sup>165</sup> Eingehend oben unter I.

<sup>166</sup> Dazu oben II. 3.

<sup>167</sup> S. oben Fn. 34.

<sup>168</sup> Darauf verweisen *Fuchs/Dünn*, BKR 2002, 1063, 1070 und *Meyer*, ZRP 2002, 532.

<sup>169</sup> Vgl. zu diesem „final period“ – Problem etwa *Gulati*, 46 UCLA L.R. 675 (1999) sowie *Fleischer*, Gutachten a.a.O. (Fn. 17), S. F 102.

<sup>170</sup> Zu den mit Aktien und Aktienoptionen vermittelten Anreizen für Manager allgemein *Baums*, FS Claussen, 1997, S. 6 ff., 12 f.; zu den Manipulationsgefahren S. 14 ff; zur Kursmanipulation S. 18; zu den neueren Bilanzfälschungsskandalen in den USA insoweit *J. Coffee*, „What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990’s“, Columbia Law School Working Paper Nr. 214, 2003, S. 35 ff.

werden dann falsche oder irreführende gute Nachrichten produziert, Risiken und Fehlentwicklungen dagegen versteckt. Beide Anreize bedürfen eines deutlichen Gegengewichts in Form einer Direkthaftung bei vorsätzlichem oder unverantwortungsvollem Verhalten, und zwar tunlichst in einer speziell hierfür geschaffenen Vorschrift, die den Betroffenen ihre Pflichten deutlich vor Augen hält und auf die der Rechtsberater, falls erforderlich, hinweisen kann. Auch hier darf wieder an die Rechtslage im Bereich der Primärmarktpublizität erinnert werden: Vorstandsmitglieder, von denen ein falscher Prospekt „ausgeht“, sollen jedenfalls bei Bestehen eines eigenen geschäftlichen Interesses an der Emission den Anlegern unmittelbar selbst prospekthaftpflichtig sein, wenn sie vorsätzlich oder grobfahrlässig gehandelt haben<sup>171</sup>. Allerdings empfiehlt sich hier ebenso wenig wie im Bereich der Prospekthaftung, dieses wenig konturierte Kriterium des eigenen geschäftlichen Interesses in den Haftungstatbestand aufzunehmen.

Sprechen demnach sämtliche angeführten Gesichtspunkte für eine vorsichtige Ausdehnung der Organaußenhaftung in dem hier erörterten Bereich (Erstreckung des Haftungstatbestands über §§ 37 b, c WpHG hinaus auf alle falschen veröffentlichten gesellschaftsbezogenen Darstellungen mit wesentlicher Bedeutung für die Anleger; noch zu erörternde Beweiserleichterungen; Haftung für vorsätzliches und grobfahrlässiges Verhalten, bei grober Fahrlässigkeit allerdings auf einen Höchstbetrag beschränkt<sup>172</sup>), so bleibt doch auf der anderen Seite zu fragen, ob mit einer solchen Direkthaftung die internen Schutzmechanismen, die gegen eine übermäßige Haftungsbedrohung von Organmitgliedern bestehen, überspielt werden könnten. Zu diesen Schutzvorkehrungen aus dem Recht des Innenregresses zählen:

- der Schutz vor Haftung bei Betätigung des unternehmerischen Ermessens („*business judgment rule*“) <sup>173</sup>;
- das Recht des Aufsichtsrats, auf die Inanspruchnahme des Vorstands trotz dessen prinzipiell gegebener Schadensersatzpflicht aus Gründen des Unternehmensinteresses im Einzelfall verzichten zu können <sup>174</sup>;

<sup>171</sup> Schwark, Börsengesetz, 2. Auflage 1994, §§ 45, 46 Rdz. 7; Assmann, in: Assmann/Schütze, a.a.O. (Fn.23), Rdz. 204; Fleischer, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 62 ff. m.w. Nachweisen; möglicherweise weiter gehend BGHZ 123, 106, 110: „Daß der Beklagte zu 1) als Vorstandsvorsitzender der H. F. AG und der für die Herausgabe des Prospekts und dessen Inhalt Verantwortliche zu den danach für Prospektmängel haftenden Personen gehört, bedarf unter den gegebenen Umständen keiner näheren Begründung“.

<sup>172</sup> Dazu unten b).

<sup>173</sup> BGHZ 135, 244, 253 f.

<sup>174</sup> BGHZ 135, 244, 245 Leitsatz d).

- die – allerdings zum Teil verfehlten<sup>175</sup> – Schutzvorkehrungen des § 147 AktG gegen Aktionärsklagen, die auf Ausgleich von Schädigungen der Gesellschaft gerichtet sind.

Sämtliche genannten Einwendungen sind freilich nicht einschlägig bzw. erscheinen unberechtigt, wenn die Organaußenhaftung auf Fälle vorsätzlichen oder grob fahrlässiger Falschinformation beschränkt wird, und es um die Durchsetzung von Eigenschäden der Anleger, nicht um den Ausgleich von Schäden der Gesellschaft geht.

Ein letztes Bedenken ergibt sich daraus, daß Manager auf Haftungsverschärfungen, die sich auf ihr persönliches Vermögen auswirken, risikoavers reagieren<sup>176</sup> und zu Absicherungsstrategien, mangelnder Risikobereitschaft oder aber – je nach Lage – zu unerwünscht riskantem Verhalten neigen<sup>177</sup>. Allerdings ist risikoaverses Verhalten in dem hier betrachteten Bereich weniger zu befürchten oder nachteilig, als dies in Bereichen echter unternehmerischer Entscheidungen der Fall wäre. Überdies wird, wenn der Gesetzgeber die Organaußenhaftung in dem hier behandelten Zusammenhang auf Fälle grob fahrlässigen Verhaltens erstreckt, hierfür praktisch von der Gesellschaft eine D&O-Versicherung genommen werden, so daß insoweit der mit einer Haftungsverschärfung möglicherweise verbundene negative Effekt entfällt. Im Ergebnis bedeutet dies, daß die Gesellschaft eine besondere Rücklage für entsprechende Haftpflichtfälle aufbaut. Um den durch eine D&O-Versicherung abgeschwächten negativen Anreiz zur Falschinformation nicht vollends zu konterkarieren, muß dafür gesorgt werden, daß ein angemessener Selbstbehalt beim haftpflichtigen Organmitglied verbleibt<sup>178</sup>. Richtig ist zwar, daß auch die Mittel hierfür letzten Endes von der Gesellschaft, durch eine Änderung der relativen Preise für Manager, getragen werden<sup>179</sup>. Wichtig ist aber, daß durch entsprechende Haftungsregeln diejenigen Manager herausgefiltert und zumindest mit einem Reputationsschaden belegt werden können, die in grober Weise gegen klar abgrenzbare und einzuhaltende Pflichten verstoßen.

---

<sup>175</sup> Ulmer, ZHR 163, 1999, 290 ff.; Baums, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 240 ff. mit zahlreichen weiteren Nachweisen; Beschlüsse des 63. DJT, in: Verhandlungen des 63. DJT 2000, Bd. II/2, 2001, S. O 226 ff.; Regierungskommission Corporate Governance, a.a.O. (Fn. 17), Rdz. 72 f.

<sup>176</sup> Vgl. Easterbrook/Fischel, a.a.O. (Fn. 24), S. 340 f.

<sup>177</sup> Mertens, in: Feddersen/Hommelhoff/U.H.Schneider (Hrsg.), Corporate Governance, 1996, S. 155, 158 ff.; Baums, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 246 f.

<sup>178</sup> Vgl. Deutscher Corporate Governance Kodex, Ziff. 3.8; Regierungskommission Corporate Governance, a.a.O. (Fn. 17), Rdz. 75.

b) *Haftungshöchstgrenze*

Sowohl die Regierungskommission Corporate Governance als auch der Deutsche Juristentag haben sich, was die Außenhaftung der Organmitglieder betrifft, für den Fall grobfahrlässigen Verhaltens für einen Haftungshöchstbetrag ausgesprochen<sup>180</sup>. Das ist zu befürworten, da eine der Höhe nach unbeschränkte Außenhaftung, die gegebenenfalls das gesamte Vermögen der Organmitglieder erfassen würde, aus *Präventionsgesichtspunkten* nicht geboten erscheint, sondern umgekehrt zu einer nachteiligen Überabschreckung führen könnte. Selbst wenn die Gesellschaft eine D&O-Versicherung nehmen und die Organmitglieder jenseits des versicherten Betrages im Innenverhältnis von der Haftpflicht freistellen könnte (vgl. aber § 93 Abs. 4 S. 3 AktG), hinge der Wert dieser Freistellung doch ganz von der Vermögenslage der Gesellschaft ab. Was den Schadensausgleich im Innenverhältnis zwischen Gesellschaft und nach außen nur beschränkt haftendem Organmitglied angeht, bliebe es freilich bei den allgemeinen Regeln (§§ 93, 116, 147 AktG). – Auch die *Kompensation* der Anlegerschäden ist durch eine Haftungshöchstgrenze, die nur zugunsten der Organmitglieder, nicht aber zugunsten der Gesellschaft selbst vorgesehen werden sollte<sup>181</sup>, nicht über Gebühr in Frage gestellt.

Regierungskommission und Juristentag haben sich in diesem Zusammenhang des weiteren dafür ausgesprochen, Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder zur Rückzahlung von auf der Grundlage falscher Bilanzen usw. bezogenen anreizorientierten Vergütungen und Abfindungen zu verpflichten<sup>182</sup>. Das deutsche Schadenersatzrecht kennt, von hier nicht einschlägigen Fällen abgesehen<sup>183</sup>, nicht die Abschöpfung des Verletzergewinns. Überlegt werden könnte aber, die Haftungshöchstgrenze um solche Gewinne anzuheben.

---

<sup>179</sup> *Easterbrook/Fischel*, a.a.O. (Fn. 24), S. 340.

<sup>180</sup> Regierungskommission Corporate Governance, a.a.O. (Fn. 17), S. 201; vgl. auch § 79 Abs. 5 des auf S. 199 mitgeteilten Entwurfs: Haftungshöchstgrenze von DM 5 Mio; Beschlüsse des 64. DJT, a.a.O. (Fn. 20), sub e) 1.12. – Das amerikanische Recht sieht als Haftungserleichterung bei grober Fahrlässigkeit keine gesamtschuldnerische Haftung wie bei Vorsatz, sondern nur eine anteilige Haftung vor; § 21 D (f) (2) (B) Securities Exchange Act.

<sup>181</sup> S. oben 1. d).

<sup>182</sup> Regierungskommission Corporate Governance, a.a.O. (Fn. 17), S. 201; Beschlüsse des 64. DJT, a.a.O. (Fn. 20), sub e) 1.13.

<sup>183</sup> Dazu *Köndgen*, *RabelsZ* 56, 1992, 698 ff.

## VI. Anspruchsberechtigte

Die Frage nach der Anspruchsberechtigung im vorliegenden Zusammenhang ist aufzufächern: Sollten nur Anleger, deren Schaden sich in einer Wertpapiertransaktion konkretisiert hat, anspruchsberechtigt sein? (1.). Und wie steht es mit Ansprüchen solcher Anleger, die aus Anlaß einer gesellschaftsrechtlichen Strukturänderung ihre Anteile verloren und dabei einen Schaden erlitten haben? (2.).

### 1. Transaktionserfordernis

Nach der neu geschaffenen Bestimmung wegen falscher Ad hoc-Meldungen (§ 37 c WpHG) kann einen Schadenersatzanspruch nur erwerben, wer im Vertrauen auf die falsche Information einen Wertpapierkauf oder -verkauf getätigt hat. Ebenso setzt § 37 b WpHG (Unterlassen einer Ad hoc-Meldung) voraus, daß ein Anleger im Vertrauen auf den falschen Informationsstand, der durch die Ad hoc-Meldung hätte korrigiert werden müssen, eine für ihn nachteilige Wertpapiertransaktion vorgenommen hat. Der „Altanleger“, der sich durch eine unrichtige positive Nachricht dazu bewegen läßt, den geplanten Anteilsverkauf zu verschieben, erwirbt also ebensowenig einen Anspruch nach diesen Vorschriften wie der an sich anlagewillige Investor, der wegen einer zu negativen falschen Nachricht doch vom Investment Abstand nimmt<sup>184</sup>. Der von der Regierungskommission Corporate Governance erörterte, freilich nicht empfohlene Regulierungsvorschlag sieht dagegen ausdrücklich von einem Transaktionserfordernis ab<sup>185</sup>. In der Literatur ist auf diese Divergenz denn auch bereits kritisch hingewiesen worden<sup>186</sup>. Der Schadenersatz bei Falschinformation des Anlegers aus fehlerhafter Anlageberatung setzt einen Verkauf der erworbenen Anlage nicht voraus<sup>187</sup>. Die Rechtsvergleichung bietet in dieser Frage ein geteiltes Bild<sup>188</sup>.

<sup>184</sup> Letzteres ist kein theoretischer Fall; vgl. *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 US 723 (1975). In diesem Fall behauptete der Kläger, die beklagten Direktoren einer neu gegründeten Gesellschaft hätten in einem Prospekt die Aussichten der Gesellschaft zu düster gemalt, um ihn von dem Erwerb der Aktien, die ihm aus kartellrechtlichen Gründen angeboten werden mußten, abzuhalten. Da es nicht zu einer Wertpapiertransaktion gekommen war, wurde ein Anspruch aus Rule 10 b – 5 verneint. Nach § 37 c WpHG erwirbt ferner keinen Anspruch, wer nach einer Falschinformation gekauft, und vor der Korrektur dieser Information wieder verkauft hat. Das beruht auf der Erwägung, daß dieser Anleger durch die Falschinformation nicht geschädigt ist.

<sup>185</sup> Vgl. § 79 Abs. 4 des dort mitgeteilten Entwurfs; Regierungskommission, a.a.O. (Rdz. Fn. 17), S. 199.

<sup>186</sup> *Reichert/Weller*, ZRP 2002, 49, 56; *Baums*, ZHR 166, 2002, 375, 379.

<sup>187</sup> *Assmann*, Schadenersatzanspruch fehlerhaft informierter Kapitalanleger, FS Hermann Lange, 1992, S. 345, 357 m. Nachweisen zur Rechtsprechung.

<sup>188</sup> S. zum französischen Recht *Fleischer*, BB 2002, 1869, 1870; kritisch zur „Birnbäum“-Rule aus der Sicht des Schweizer Rechts *Böckli*, a.a.O. (Fn. 137), S. 109; zum amerikanischen Recht s. den Text.

Das Transaktionserfordernis als Anspruchsvoraussetzung entstammt dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht („Birnbaum-Rule“<sup>189</sup>). Es sind im wesentlichen zwei Erwägungen, die für die Entwicklung dieser Doktrin Pate gestanden haben. Es entstünden, so das erste Bedenken, erhebliche Beweisprobleme und Beweiswürdigungsprobleme (insbesondere für die *jury*), wenn es in entsprechenden Verfahren nur darauf ankomme, welche Pläne ein Investor angeblich oder wirklich gehabt habe, ohne daß eine greifbare Transaktion zu einem feststehenden Zeitpunkt der Klage zugrunde liege. Zum anderen, und dies dürfte der gewichtigere Grund sein, könne der Verzicht auf das Erfordernis einer tatsächlichen Transaktion mißbräuchlich Handelnde dazu verleiten, nach der Korrektur einer Falschinformation eine Klage zu erheben mit der Behauptung, sie hätten im Vertrauen auf die zu positive Falschinformation (oder im Hinblick auf die unterlassene Gewinnwarnung) Wertpapiere gehalten, die sie an sich hätten verkaufen wollen, oder im Glauben an die zu negative Darstellung Wertpapiere nicht erworben, die sie an sich hätten kaufen wollen, und auf diese Weise zu versuchen, den oder die Beklagten zu einem Vergleich zu pressen. Es dürfe keine Einladung zum Betrug geben. Gegen die Birnbaum-Rule ist eingewandt worden, es dürften nicht diejenigen Anleger bevorzugt werden, die nach einer verspäteten Verlustmeldung immerhin noch verkauft hätten, während die übrigen Aktionäre, die der inzwischen insolventen Gesellschaft bis zum bitteren Ende die Treue gehalten hätten, leer ausgingen<sup>190</sup>. Man könnte ferner darauf hinweisen, daß die Beweiswürdigungsprobleme sich aus den Besonderheiten des US-amerikanischen Zivilprozeßrechts erklären mögen<sup>191</sup>. Insgesamt ist aber die Befürchtung, daß ohne ein Transaktionserfordernis zu erpresserischen Klagen eingeladen wird, doch wohl schwerer zu gewichten<sup>192</sup>.

Sieht der deutsche Gesetzgeber de lege ferenda in einem allgemeinen Haftungstatbestand für falsche Sekundärmarktinformation ein Transaktionserfordernis als Anspruchsvoraussetzung vor, dann wäre freilich folgendes zu bedenken: Aktionäre, die im Vertrauen auf eine zu negative Stellungnahme des Vorstands ihrer Gesellschaft gemäß § 27 WpÜG ein Übernahmeangebot nicht angenommen haben, könnten keinen Anspruch aus dieser kapitalmarktrechtlichen Anspruchsgrundlage erwerben, während Aktionären, die infolge einer

---

<sup>189</sup> Nach der grundlegenden Entscheidung *Birnbaum v. Newport Steel Corp.*, 193 F. 2d 461 (2d Cir. 1952), cert. denied, 343 US 956 (1952); aus der Literatur dazu etwa *Loss/Seligman*, a.a.O. (Fn. 102), S. 966 ff.

<sup>190</sup> *Böckli*, a.a.O. (Fn. 137), S. 109.

<sup>191</sup> Vgl. in diesem Zusammenhang auch die Ausführungen zu den Beweisanforderungen in OLG München, ZIP 2002, 1727, 1728 r. Sp. oben.

<sup>192</sup> Offen gelassen bei *Fleischer*, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), der als Alternative Beweislastverschiebungen erwägt.

zu positiven Stellungnahme verkauft haben, ein solcher Anspruch zustehen könnte<sup>193</sup>. Das US-amerikanische Recht enthält, um solche Wertungswidersprüche auszuschließen, eine spezielle Vorschrift für diesen Fall, die auch als Anspruchsgrundlage in Betracht kommt<sup>194</sup>.

## 2. Erzwungene „Veräußerungen“

Im amerikanischen Recht wird das Erfordernis einer „Transaktion“ als Anspruchsvoraussetzung weit interpretiert. Auch „erzwungene Veräußerungen“ („forced sales“) fallen hierunter, also zum Beispiel der Übergang von Aktien kraft Gesetzes im Rahmen einer Verschmelzung, gegen die sich der betreffende Aktionär ausgesprochen hatte<sup>195</sup>. Ein *Squeeze out* (vgl. §§ 327 a ff AktG) wäre ein weiteres Beispiel. Ob hier nach deutschem Recht neben den bereits im Gesetz vorgesehenen Abfindungsansprüchen und Schadenersatzansprüchen (vgl. z.B. §§ 25, 205 UmwG) noch Raum und Bedarf für speziell kapitalmarktrechtliche Ansprüche wäre, ist zweifelhaft, kann hier aber in den Einzelheiten nicht dargelegt werden.

## VII. Die haftungsbegründende Kausalität

### 1. Informationsverarbeitung an Wertpapiermärkten

Gibt der Vorstand einer Gesellschaft für die Investoren bedeutsame Nachrichten heraus, dann kann dies die Entscheidung eines Investors auf zweierlei Wegen beeinflussen: Es mag sein, daß der Investor die Nachricht unmittelbar selbst zur Kenntnis nimmt, also den Jahresabschluß analysiert, die Ad hoc-Meldungen verfolgt usw. und sich daraufhin zum Kauf des Wertpapiers entschließt. Das mag vor größeren Paketkäufen und Blocktransaktionen tatsächlich so stattfinden. Für den regulären Handel in öffentlich angebotenen und gehandelten Wertpapieren, insbesondere an der Börse oder in sonstigen professionellen Handelssystemen, dürfte eine eigene Analyse des Wertpapiers durch den institutionellen oder gar privaten Investor eher untypisch sein, jedenfalls was die Analyse des Jahresabschlusses anbetrifft. Auch Zwischenberichte und Ad hoc-Meldungen werden eher nicht systematisch verfolgt und ausgewertet. Zwischen institutionellem oder Privatinvestor stehen die

<sup>193</sup> Zur Haftung *de lege lata* in solchen Fällen *Grobys/Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG, 2002, § 27 Rdz. 45 ff.; *Hirte*, in: Hirte/v.Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2003, § 27 Rdz. 27 ff.; je m. w. Nachweisen.

<sup>194</sup> § 14 (e) Securities Exchange Act; dazu *R. Schmitz*, a.a.O. (Fn. 120), § 3 III. 2.

<sup>195</sup> Eingehend *Loss/Seligman*, a.a.O. (Fn. 102), S. 971.

Informationsintermediäre (Analysten und Ratingagenturen), Assetmanager und Anlageberater, die die vom Emittenten herausgegebenen Informationen systematisch sammeln und analysieren, daraus Schlüsse ziehen, Empfehlungen geben und so die Anlageentscheidungen mitbeeinflussen. Aber auch wenn der Investor die Informationen nicht selbst aufnimmt und in positiver Kenntnis einer konkreten Information seine Entscheidung trifft, wird diese Entscheidung doch von einer falschen Information seitens des Emittenten beeinflusst oder kann jedenfalls von ihr beeinflusst werden. Seit genau fünfzig Jahren erörtert und testet die Finanzökonomie die Fähigkeit der Kapitalmärkte, Informationen sofort zu verarbeiten<sup>196</sup>. Die ursprünglich sehr weitreichenden Annahmen der Informationseffizienz von Kapitalmärkten („efficient capital market hypothesis“) sind inzwischen in Teilen durch Analysen abnormaler Aktienkursverläufe und Erkenntnisse der Verhaltenslehre differenzierteren Beurteilungen gewichen<sup>197</sup>. Gleichwohl bleibt es bei der Aussage, daß in den Preisen auf öffentlichen Wertpapiermärkten alle Informationen über das vergangene Marktgeschehen (dazu gehören die vom Emittenten veröffentlichten Informationen) verarbeitet sind<sup>198</sup>. Die Anpassungsgeschwindigkeit hängt offenbar von der Art der Nachricht ab<sup>199</sup>.

Es läßt sich demnach folgendes festhalten:

Erstens, den Emittenten betreffende Informationen werden im Preis der Wertpapiere des Emittenten sofort verarbeitet<sup>200</sup>. Folgt die Anlageentscheidung der Veröffentlichung der Information zeitlich nach, dann beruht der gezahlte oder geforderte Preis, wenn es sich um den Marktpreis handelt, bereits auf der – richtigen oder falschen – Information. Zweitens, die Aufnahme der Information durch den Anleger erfolgt typischerweise nicht unmittelbar und sofort vor dem Restmarkt. Sondern typisch für die Investition an publikumsoffenen Sekundärmärkten ist die arbeitsteilige Aufnahme, Verarbeitung und Verteilung der relevanten

---

<sup>196</sup> Grundlegend *Kendall*, Journal of the Royal Statistical Society 96 (1953), 11 ff. Eingehende Darstellung etwa bei *Brealey/Myers*, a.a.O. (Fn. 84), S. 347 ff.; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 4. Aufl. 1999, S. 385 ff.; kurze Zusammenfassung etwa bei *Rudolph*, a.a.O. (Fn. 57), S. 181 f.

<sup>197</sup> Darstellung und Nachweise bei *Brealey/Myers*, a.a.O., S. 356 ff.

<sup>198</sup> *Brealey/Myers*, a.a.O., S. 364. *Clark*, a.a.O. (Fn. 128), S. 330 f. betont zu Recht, daß es für den juristischen Begründungszusammenhang (Vermutung der Kausalität von veröffentlichten Falschinformationen des Emittenten für den Marktpreis des Wertpapiers) nicht der Annahme *perfekt effizienter* Kapitalmärkte bedarf.

<sup>199</sup> Vgl. die bei *Brealey/Myers* S. 354 und S. 358 referierten Studien zur Ankündigung einer Übernahme einerseits und zu Gewinnankündigungen/-warnungen andererseits.

<sup>200</sup> Was nicht ausschließt, daß sich bereits vor der Veröffentlichung eine vorlaufende Kursreaktion ergibt und der Preiseffekt sich im Zeitablauf sogar noch verstärkt; vgl. *Brealey/Myers*, a.a.O., S. 357 f; und was selbstverständlich nicht bedeutet, daß jede neue Information auch eine Kursänderung zur Folge haben müßte; vgl. dazu noch den folgenden Text.

auf den Emittenten und das Wertpapier bezogenen Informationen durch Informationsintermediäre.

## 2. Rechtliche Folgerungen

Angesichts dieser Gegebenheiten ist es jedenfalls rechtspolitisch verfehlt, von einem durch eine falsche Information geschädigten Anleger die Darlegung und den Nachweis zu fordern, daß er selbst die Ad hoc-Mitteilung gelesen oder den Jahresabschluß analysiert, und dies zur Grundlage seiner Investitionsentscheidung gemacht hat. Ebendies wird aber jedenfalls *de lege lata* von den Instanzgerichten in den Urteilen zu den Neuer Markt-Unternehmen gefordert<sup>201</sup>. Ob dies geboten ist, wenn der Anleger geltend macht, er habe auf die konkrete falsche Information vertraut und nur im Hinblick darauf die Anlage getätigt, von der er jetzt wieder freikommen will, mag hier dahinstehen, weil es sich dabei nicht um das beschriebene typische Geschehen handelt<sup>202</sup>. An den Anforderungen an eine überzeugende Kapitalmarktregulierung gehen diese Erfordernisse jedenfalls dann deutlich vorbei, wenn es dem Anleger nicht alternativ einfach möglich ist darzutun, daß eine für den Kapitalmarkt bestimmte Darstellung des Emittenten, die eine für einen durchschnittlichen Investor wesentliche Information enthielt, falsch war, daß er daraufhin zu dem – von der Falschinformation beeinflussten<sup>203</sup> – Marktpreis gekauft bzw. verkauft hat und jetzt seinen Schaden ersetzt haben will<sup>204</sup>.

Die haftungsbegründende Kausalität zwischen Falschinformation und darauf beruhender Anlegerentscheidung ist zwar zweifellos gegeben, wenn der Anleger die Information selbst aufgenommen und zur Grundlage seiner Entscheidung gemacht hat. Sie ist aber auch dann gegeben, wenn der von ihm gezahlte Marktpreis deshalb höher oder niedriger ausgefallen ist, weil der Emittent eine Falschinformation publiziert hat, die den Marktpreis beeinflusst hat. In beiden Fällen wird durch die Falschinformation beim Investor der selbe Irrtum erregt: Kauft er ein Wertpapier auf der Basis eines durch die Falschinformation überhöhten Marktpreises, dann geht er – technisch gesprochen und falls er sich über den Kurs überhaupt Gedanken macht<sup>205</sup> – irrig davon aus, daß der gezahlte Preis den Gegenwartswert der zu erwartenden

---

<sup>201</sup> S. etwa LG Bonn Die AG 2001, 484, 487 (der Kläger hat nicht glaubhaft dartun können, wann und woher er den Jahresabschluß erhalten und woher er spezielle Analysekenntnisse gehabt haben will); AG München WM 2002, 594, 596 (der Kläger hat nicht bewiesen, daß er die Aktien im Vertrauen auf Äußerungen der Vorstandsmitglieder gekauft hat); ebenso OLG München ZIP 2002, 1727, 1728 sowie OLG München ZIP 2002, 1989, 1992.

<sup>202</sup> Vgl. aber z.B. das Beweisergebnis im Fall OLG München ZIP 2002, 1989, 1992.

<sup>203</sup> Zur Darlegungs- und Beweislast insoweit unten Text zu Fn. 213, 214.

<sup>204</sup> Zur Schadensberechnung im einzelnen noch unten VIII.

<sup>205</sup> S. dazu die Bekundungen des Anlegers in OLG München ZIP 2002, 1989, 1992.

Zahlungen (Dividenden bzw. Zinsen; Verkaufs- oder Liquidationserlös) darstellt<sup>206</sup>. Dieselbe Fehlvorstellung wird erzeugt, wenn er sich nach eigenem Studium der (falschen) Information zum Erwerb des Wertpapiers zum Marktpreis entschließt. Hat der Anleger die Information (Erteilung eines Großauftrages an die Gesellschaft) selbst aufgenommen, dann mag er einem *weiteren* Irrtum (nämlich daß der Großauftrag tatsächlich erteilt worden ist), unterliegen, und er mag sich gerade wegen dieses Irrtums zum Kauf entschlossen haben, während dieses Motiv bei dem Investor, der, ohne diese Information zu haben, nur aufgrund des überhöhten Preises kauft, keinen Ausschlag gegeben haben kann. In beiden Fällen wäre bei richtiger Information der Vertrag unter Umständen gar nicht (der Aktionär hätte ohne die falsche negative Nachricht vielleicht nicht verkauft), jedenfalls aber mit anderem Inhalt (zu einem anderen Preis) zustande gekommen. Letzteres genügt, um die haftungsbegründende Kausalität zwischen der Falschinformation und der Anlageentscheidung des Investors zu bejahen. Ob der Gesetzgeber dem Anleger dann auch in den Fällen, in denen er nicht im konkreten Vertrauen auf die fehlerhafte Information, sondern „nur“ zum falschen Preis eingekauft hat, das Recht gibt, sich von seiner Anlage ganz zu lösen, oder ihn auf den Ersatz seines Interesses am unverfälschten Preis beschränkt, ist eine Frage der Schadensberechnung, auf die noch einzugehen ist<sup>207</sup>.

Auch in diesem Punkt lohnt ein Blick auf die Haftung für falsche Primärmarktpublizität. Werden bei einer Emission die Wertpapiere nach Veröffentlichung des Prospekts gekauft, dann wird ein ursächlicher Zusammenhang zwischen den Prospektangaben und dem Erwerb der Papiere vermutet. Diese Vermutung basiert auf der Annahme einer durch den Prospekt erzeugten „Anlagestimmung“ und ist selbst dann nicht als widerlegt anzusehen, wenn nachgewiesen werden kann, daß der Anleger den Prospekt nicht kannte<sup>208</sup>. „Ausschlaggebend ist, daß der Bericht die Einschätzung eines Wertpapiers in Fachkreisen mitbestimmt und damit eine Anlagestimmung erzeugt“<sup>209</sup>. Diese bereits vom Reichsgericht entwickelte Figur der „Anlagestimmung“<sup>210</sup> findet, wie dargelegt, in den Erkenntnissen der modernen Finanzökonomie ihre Erklärung und Bestätigung und ist seit dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz auch im Börsengesetz verankert: Der Emittent haftet bei

---

<sup>206</sup> Dabei handelt es sich auch dann um einen Irrtum, wenn er vor Aufdeckung der Falschinformation wieder verkauft. Nur erleidet er in diesem Fall keinen Schaden, da er den – noch durch die Falschinformation beeinflussten – Marktpreis erzielt.

<sup>207</sup> Dazu unter VIII.

<sup>208</sup> BGH WM 1982, 867 f.; OLG Frankfurt/M. WM 1994, 291, 298; OLG Frankfurt/M. WM 1996, 1216, 1219; zusammenfassend BGHZ 139, 225, 233 f.

<sup>209</sup> BGHZ 139, 225, 233.

<sup>210</sup> Vgl. RG HoldhMonatsschrift 1904, 253 f.; RG LZ 1922, 155 f.; RGZ 80, 196, 204 f.

Herausgabe eines falschen Prospekts, es sei denn, daß er dartun und beweisen kann, daß die Wertpapiere nicht aufgrund des Prospekts erworben wurden (§ 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG). Hinter diesen den Gegebenheiten am Kapitalmarkt entsprechenden Stand fällt jetzt aber § 37 c WpHG deutlich zurück, wenn er im haftungsbegründenden Tatbestand fordert, daß der Anleger „auf die Richtigkeit der (falschen) Tatsache vertraut“ haben muß. In der Literatur wird denn auch bereits erörtert, ob dem Anleger insoweit mit Beweiserleichterungen oder einer Beweislastumkehr analog § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG zu helfen ist<sup>211</sup>. Nicht überzeugt insoweit jedenfalls die Erwägung, anders als ein Prospekt könne eine Ad hoc-Meldung keine positive „Anlagestimmung“ erzeugen. Es geht im vorliegenden Zusammenhang nicht um eine gute Stimmung, sondern um die Erkenntnis, daß richtige wie falsche Informationen in den Marktpreis, zu dem der Anleger einkauft oder verkauft, eingearbeitet sind.

Selbstverständlich ist auch denkbar, daß eine (falsche) Information, die aus der Sicht eines Investors ex ante betrachtet von wesentlicher Bedeutung und deshalb ad hoc meldepflichtig ist, auf den Kurs keinen Einfluß hat<sup>212</sup>, im „Rauschen des Marktes“ untergeht und nicht zu einer meßbaren Kursänderung führt. In diesem Fall hat die Falschinformation den Marktpreis nicht beeinflußt. Insoweit ist aber nicht von jedem Anleger in jedem Prozeß aufs Neue zur Überzeugung des Gerichts (§ 286 ZPO) darzutun und durch Sachverständigengutachten zu beweisen, daß die Falschinformation einen Kurseffekt gehabt hat. Nach den vorstehenden Überlegungen ist dies vielmehr bei wesentlichen Falschinformationen, um die es hier geht, grundsätzlich zu vermuten. Umgekehrt muß es aber dem Beklagten offen stehen, das Ausbleiben einer Kursreaktion darzutun und zu beweisen und damit seine Haftung auszuschließen, wie dies § 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG für die Prospekthaftung vorsieht<sup>213</sup>. Der von der Regierungskommission Corporate Governance erörterte Vorschlag eines Haftungstatbestandes für falsche Sekundärmarktinformation sieht überzeugend vor, die Darlegungs- und Beweislast entsprechend dem prospekthaftungsrechtlichen Vorbild zu ordnen<sup>214</sup>.

<sup>211</sup> Dazu *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857, 1860 f.; *Möllers*, in: Horn/Krämer, a.a.O. (Fn. 8), III. 3.; *Möllers/Leisch*, BKR 2002, 1071, 1077.

<sup>212</sup> Vgl. *Rössner*, AG – Report, R 16, R 17.

<sup>213</sup> Dies kann mittels einer Ereignisstudie erfolgen, in der der unternehmensspezifische Teil der Rendite des Wertpapiers (jener Teil der Kursentwicklung, der nicht auf die Veränderung der allgemeinen Marktentwicklung zurückgeführt werden kann), isoliert wird. Das Residuum kann dann noch nicht zwingend dem Informationsereignis zugerechnet werden, da außer der Falschinformation weitere spezielle, nichtkonnexe Einflußfaktoren den Kurs beeinflußt haben können. Die unternehmensspezifische Rendite muß deshalb in einem weiteren Schritt auf statistische Signifikanz geprüft werden. Besondere Schwierigkeiten treten naturgemäß auf, wenn z.B. in einer Ad hoc-Meldung mehrere, u.U. gegenläufige Informationen verpackt sind. Vgl. etwa *Jennings/Marsh/Coffee/Seligman*, a.a.O. (Fn.102), S. 1382 ff. - Für hilfreiche Auskünfte danke ich Herrn Professor B. Rudolph, München.

<sup>214</sup> Regierungskommission Corporate Governance, a.a.O. (Fn. 17), S. 199 (§ 80 des Entwurfs), dem zustimmend *Bayer*, a.a.O. (Fn. 33), S. 162; *Fleischer*, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 104 f.

Dies alles entspricht seit langem auch der Rechtslage im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht, insbesondere der ständigen Rechtsprechung zu Rule 10 b – 5. Der Kläger kann hier dartun und beweisen, daß er sich auf die Falschinformation verlassen hat, braucht dies aber nicht. Seit einer Entscheidung aus dem Jahr 1975 ist in der Rechtsprechung die „fraud-on-the-market“ – Theorie verankert<sup>215</sup>. 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”<sup>216</sup>.

Die Vermutung ist widerlegbar, zum Beispiel wenn die Presse mittlerweile, vor der fraglichen Transaktion, herausgefunden hatte, daß die Information erlogen war<sup>217</sup>. In illiquiden Märkten kann nicht von einer sofortigen Verarbeitung von Informationen im Marktpreis ausgegangen werden<sup>218</sup>.

Besonderheiten gelten beim Unterlassen für die Anleger wesentlicher Informationen. Hier muß eine pflichtgemäße Offenlegung hinzugedacht werden; eine aktuelle negative oder positive Beeinflussung des Marktpreises scheidet aus. Sache des Beklagten ist es, in diesen Fällen nachzuweisen, daß der Investor dieselbe Entscheidung zum selben Preis getroffen hätte, wenn die Tatsache ordnungsgemäß veröffentlicht worden wäre<sup>219</sup>.

## VIII. Schaden

### 1. Allgemeines

Hat ein Anleger im Vertrauen auf eine bestimmte Information ein Investment getätigt und war diese Information falsch, dann kann er grundsätzlich, sofern die Anspruchsvoraussetzungen im übrigen erfüllt sind, verlangen, so gestellt zu werden, als hätte er die aufgrund der mangelhaften Information veranlaßte Investition nicht getätigt. Das gilt für vertragliche Ansprüche (sofern nicht sogar eine Garantie für einen konkreten Anlageerfolg übernommen

<sup>215</sup> Blackie v. Barrack, 524 F. 2d 891 (9th Cir. 1975); eingehend dazu *Loss/Seligman*, a.a.O. Fn. 102), S. 1204 ff.

<sup>216</sup> Basic, Inc. v. Levinson, 485 US 224, 241 – 249 (1988).

<sup>217</sup> In re Apple Computer Sec. Litig., 886 F. 2d 1109 (9th Cir. 1989); Einzelheiten zur Widerlegung der Vermutung bei *Clark*, a.a.O. (Fn. 128), S. 331.

<sup>218</sup> Freeman v. Laventhol & Horwath, 915 F. 2d 193 (6th Cir. 1990).

<sup>219</sup> *Jennings/Marsh/Coffee/Seligman*, a.a.O. (Fn. 99), S. 1163; *Clark*, a.a.O. (Fn. 128), S. 332.

wurde) ebenso wie für Ansprüche aus culpa in contrahendo und deliktische Ansprüche<sup>220</sup>. Das bedeutet, daß der Schädiger verpflichtet ist, den Geschädigten von der Kapitalanlage zu befreien und den gezahlten Kaufpreis zu ersetzen („Restitution“)<sup>221</sup>. Darauf, ob der geschädigte Anleger im Sinne der Differenzhypothese einen bezifferbaren Vermögensschaden erlitten hat, kann es insoweit nicht ankommen, auch wenn die Anlage, isoliert betrachtet, ihren Preis wert ist. Denn es mag sich zum Beispiel um einen risikoaversen Investor handeln, der die erworbene Anlage wegen ihrer Risikostruktur, wäre ihm diese bekannt gewesen, nicht erworben hätte. Bei falscher Information des Sekundärmarktes, etwa durch eine unzutreffende Ad hoc-Meldung, mag ebenfalls der Fall gegeben sein, daß ein Investor gerade im Vertrauen auf diese Information und nur im Hinblick darauf die Anlage getätigt hat; in seinem solchen Fall kommt nach den allgemeinen Vorschriften (§ 826 BGB; je nach Schutzgesetz auch gemäß 823 Abs. 2 BGB)<sup>222</sup> ebenfalls Restitution in Betracht<sup>223</sup>.

Hat der Anleger aber, wie in den von uns betrachteten Fällen typisch, nicht nachweislich im Vertrauen auf die konkrete Falschmeldung investiert, sondern hat er nur „zu teuer“ gekauft bzw. „zu billig“ verkauft, dann liegt zumindest rechtspolitisch nicht nahe, Restitution als Rechtsfolge anzuordnen<sup>224</sup>. Das Anlegerinteresse gebietet in diesem Fall nur, die Differenz zwischen gezahltem (bzw. erzielt) Preis und wahren Wert der Anlage zu ersetzen („Kompensation“). Kompensation oder Ersatz des Differenzschadens als Rechtsfolge entspricht auch eher dem Schutzzweck der Normen zur Sekundärmarktpublizität als eine Restitution. Denn Restitution hat zur Folge, daß der Schadenersatzpflichtige das Risiko der Anlage in vollem Umfang, bis zum Zeitpunkt der Schadensermittlung, trägt, während bei Kompensation nur derjenige Betrag als Schaden ermittelt und ersetzt wird, um den das Wertpapier deshalb teurer oder billiger ist, weil und soweit der Marktpreis durch eine Falschinformation beeinflusst zu hoch oder zu niedrig am Kapitalmarkt bewertet wird. Die gesetzlichen, auf den Sekundärmarkt bezogenen Publizitätsvorschriften sollen aber, anders als z.B. ein Börsenprospekt, nicht Anleger einwerben, sondern in erster Linie zu einer besseren Preisqualität beitragen, indem sie die Unternehmen zu standardisierten Informationen veranlassen, die den Marktteilnehmern eine Einschätzung der mit dem Wertpapier

<sup>220</sup> Eingehend mit Nachweisen zu Rechtsprechung und Literatur *Assmann*, FS H. Lange, 1992, S. 345, 350 ff.

<sup>221</sup> *Assmann*, a.a.O., S. 355.

<sup>222</sup> Für die neu eingeführten Vorschriften der §§ 37 b, c WpHG ist umstritten, ob Restitution möglich oder grundsätzlich nur Kompensation geschuldet ist; Nachweise dazu bei *Rützel*, Die AG 2003, 69, 75 ff.

<sup>223</sup> A.A. *Fuchs/Dühn*, BKR 2002, 1063, 1068 f.

<sup>224</sup> So (für §§ 37 b, c WpHG) auch *Fleischer*, BB 2002, 1869, 1871.

verbundenen Ertragsaussichten und des spezifischen Risikos ermöglichen<sup>225</sup>. Dagegen sollen sie nicht dem Anleger das gesamte Risiko für Anlagen abnehmen, die sie, basierend auf durch falsche Informationen verzerrten Preisen, zu teuer oder zu billig gekauft haben.

Natürlich steht es aber dem Gesetzgeber frei, als Sanktion für Falschinformation des Sekundärmarktes, wie bei falschen Prospekten (§ 44 BörsG), auch Restitution anzuordnen oder auch beides alternativ zuzulassen, sei es aus Gründen stärkerer Schadensprävention, sei es aus praktischen Erwägungen. Darauf ist im folgenden einzugehen.

## 2. Restitution?

Für und gegen eine Restitution sprechen insbesondere folgende Gesichtspunkte:

Erstens sollte, wenn man Restitution in Erwägung zieht, als Regel vorgesehen werden, daß sie, anders als in § 44 Börsengesetz vorgesehen, nicht in natura erfolgt, das heißt unter Herausgabe der Wertpapiere aller geschädigten Anleger an den Emittenten Zug um Zug gegen Zahlung des vom getäuschten Anleger gezahlten Kaufpreises, auch wenn unter dem Gesichtspunkt der Vermögensbindung (§§ 57, 71 ff AktG) keine größeren Bedenken gegen eine Rücknahme von marktgängigen Aktien gegen Auszahlung des Erwerbspreises bestehen mögen als gegen eine Auszahlung der Differenz in bar<sup>226</sup>. Da es sich um marktgängige Wertpapiere handelt, sollte in bar abgerechnet werden, wobei es freilich darauf ankommt, den Schaden überzeugend zu erfassen und zu kompensieren. Sind die Wertpapiere inzwischen veräußert, kommt ohnehin nur eine Barabrechnung in Betracht. Bei Abrechnung in bar auf den Zeitpunkt oder Zeitraum unmittelbar nach der Korrektur der Falschinformation<sup>227</sup> erledigt sich auch die Debatte, ob der Anleger die Wertpapiere nicht hätte sofort veräußern müssen, um weitere Verluste auszuschließen (§ 254 Abs. 2 BGB)<sup>228</sup>. Entsprechendes müßte für den umgekehrten Fall gelten, in dem ein Aktionär eine Aktie aufgrund einer Falschinformation zu billig verkauft hat; auch ihm sollte aus praktischen Gründen kein Anspruch auf Belieferung mit neuen oder eigenen Aktien der Gesellschaft eingeräumt werden<sup>229</sup>.

Zweitens würde eine zeitlich nicht beschränkte Restitutionsmöglichkeit den Anleger zur Spekulation zu Lasten des Haftpflichtigen einladen: Steigt der Kurs des Wertpapiers nach der

<sup>225</sup> Dazu bereits oben III. 2.

<sup>226</sup> Zur Diskussion dieser Frage zu §§ 37 b, c WpHG *Möllers/Leisch*, BKR 2002, 1071, 1076; *Reichert/Weller*, ZRP 2002, 49, 55; zum Konflikt des Schadenersatzanspruchs von Aktionären mit Fremdkapitalgeberinteressen oben V. 1. c).

<sup>227</sup> Dazu im Folgenden.

<sup>228</sup> Dazu (zu §§ 37 b, c WpHG und § 44 BörsG) m.w. Nachweisen *Thümmel*, DB 2331, 2333; *Fleischer/Kalss*, Die AG 2002, 329, 354 ff.; *Maier/Reimer/Webering*, WM 2002, 1857, 1860; *Rützel*, Die AG 2003, 69, 77 f.

Aufdeckung der Falschinformation über den Kaufpreis, dann wird der Anleger das Wertpapier behalten und mit ihm den Kursgewinn; fällt dagegen der Kurs unter den Einkaufspreis, dann wird er dieses Risiko auf den Schuldner abwälzen. § 376 HGB schließt für die Berechnung des Schadensersatzes wegen Nichtbelieferung mit börsengängigen Waren solche Spekulation zum Nachteil des Schuldners überzeugend aus. Dagegen läßt § 44 Börsengesetz bei fehlerhaftem Prospekt eine solche Spekulation, allerdings nur in begrenztem Zeitrahmen, zu und wird deshalb kritisiert<sup>230</sup>.

Würde man diesen beiden Bedenken Rechnung tragen, also als Grundsatz eine Abrechnung in bar vorsehen und eine Spekulation zum Nachteil des Schuldners ausschließen, dann scheint die Restitutionslösung vor der Kompensation, die eine Berechnung des „wahren“ Wertes des Wertpapiers erfordert, jedenfalls auf den ersten Blick den unschlagbaren praktischen Vorteil zu bieten, daß sie auf Marktpreise zurückgreifen kann: Der getäuschte Anleger, der zuviel bezahlt hat, stellt als seinen Schaden die Differenz zwischen gezahltem Kaufpreis und niedrigerem Marktpreis nach Aufdecken der Falschinformation in Rechnung; der Anleger, der wegen einer negativen Falschmeldung zu billig verkauft hat, verfährt entsprechend. Es bleibt das Bedenken, daß bei dieser Lösung der Schuldner das gesamte Anlagerisiko bis zum Zeitpunkt der Schadensabrechnung trägt, auch soweit es nicht auf der Falschinformation beruht: Hat sich im Fall des „zu teuren“ Einstiegs der Markt anschließend insgesamt nach unten bewegt, oder hat sich der Kurs des betreffenden Wertpapiers aus Gründen, die nichts mit der Falschinformation zu tun haben (nichtkonnexe Faktoren), nach unten entwickelt, dann ist bei einer Restitutionslösung auch dies vom Schädiger zu ersetzen.

Aber auch wenn man davon absieht, stellen sich bei näherem Zusehen doch weitere Probleme. Will man das angedeutete Spekulationsrisiko ausschließen oder einschränken, dann muß ein Zeitpunkt fixiert werden, auf den die Schadensberechnung vorzunehmen ist (vgl. auch § 376 Abs. 2, 3 HGB). Dieser Zeitpunkt ist nicht leicht zu bestimmen<sup>231</sup>. Denn erstens bilden sich neue (Korrektur-)Informationen nicht selten bereits vorlaufend im Kurs ab, bevor

---

<sup>229</sup> Für §§ 37 b, c WpHG ebenso *Reichert/Weller*, ZRP 2002, 49, 55; a.A. *Möllers/Leisch*, BKR 2002, 1071, 1077.

<sup>230</sup> Zuletzt und eingehend *Fleischer/Kalss*, Die AG 2002, 329 ff. Wie § 44 BörsG in diesem Punkt auch der von der Regierungskommission Corporate Governance, a.a.O. (Fn. 17), S.198 f. erörterte Entwurf (§ 79 Abs. 2).

<sup>231</sup> Zum *Unterlassen* kursrelevanter Meldungen siehe oben Text zu Fn. 108. Für die Schadensberechnung wäre demzufolge bei ad hoc meldepflichtigen *negativen* Tatsachen auf den Zeitpunkt des Bekanntwerdens (vgl. § 37 Abs. 1. Nr. 1 WpHG) abzustellen, wenn der Anleger das Wertpapier nach dem Zeitpunkt des Unterlassens der gebotenen Ad hoc-Mitteilung erworben hat und bei Bekanntwerden der Tatsache noch Inhaber der Wertpapiere ist. Hatte der Investor die Wertpapiere vor dem Eintritt einer *positiven*, ad hoc meldepflichtigen Tatsache erworben und sie veräußert, ohne daß die Tatsache gemeldet oder bekanntgeworden wäre, muß gleichfalls auf den Zeitpunkt nach Bekanntwerden der Tatsache abgestellt werden; zur Schadensberechnung im einzelnen s. den Text.

sie offiziell mitgeteilt werden<sup>232</sup>. Insbesondere wird eine Falschinformation nicht immer durch eine offizielle, auf einen bestimmten Tag zu fixierende Korrekturmeldung des Emittenten richtiggestellt, sondern z.B. durch Presseberichte vorweggenommen, die den Kurs bereits vor einer Korrekturmeldung drücken. Zweitens verarbeitet der Marktpreis negative wie positive Nachrichten nicht immer in ihrem vollen Umfang sofort, am selben Tag, wie die empirische Kapitalmarktforschung zeigt<sup>233</sup>. Insbesondere kann eine Korrekturmeldung dazu führen, daß nicht nur der bloße Informationsgehalt der betreffenden Nachricht sich im Kurs niederschlägt, sondern sich des weiteren eine negative, sich verstärkende Kursentwicklung daraus ergibt, daß die Anleger mutmaßen, es würden weitere negative Nachrichten verheimlicht.

Sämtliche vorgetragenen Erwägungen sind auch dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht bekannt und werden seit langem erörtert. Die Gerichte betrachten dort Rule 10b-5 als Schutzgesetz zugunsten der Anleger, das aber selbst nicht festlegt, welchen Schaden der Anleger ersetzt verlangen kann. In Betracht kommen auch hier sowohl Restitution („rescission“) als auch Kompensation („damages“)<sup>234</sup>, wobei bei Restitution gleichfalls nicht die Wertpapiere zurückgegeben bzw. geliefert werden, sondern bar abgerechnet werden kann („rescissionary damages“)<sup>235</sup>. Welche Art des Schadenersatzes gewährt wird, liegt im Ermessen des Gerichts. Wegen der angedeuteten Probleme der Schadensberechnung hat der Gesetzgeber 1995 die Regel eingeführt, daß, wenn Schadenersatz in Geld gewährt wird, der Betrag des zugesprochenen Schadenersatzes nicht höher sein darf als die Differenz zwischen dem (zu hohen) Kaufpreis des Investors (bzw. dem zu niedrigen Verkaufspreis) und dem durchschnittlichen Börsenkurs des betreffenden Wertpapiers binnen 90 Tagen nach Korrektur der Falschinformation am Markt. Sind die Wertpapiere während des Laufs der 90 Tage-Frist veräußert worden, verkürzt sich diese Frist entsprechend<sup>236</sup>. Den Anfangstermin legt das Gesetz also nicht präzise fest, sondern überläßt dies dem Vortrag der Parteien und der Feststellung durch das Gericht. Die Vorschrift soll sicherstellen, daß die Korrekturmeldung in vollem Umfang im Kurs verarbeitet ist, und daß sich Überreaktionen der Anleger unmittelbar nach einer Korrekturmeldung auspendeln. Kritisiert wird, daß die Vorschrift kurzerhand ausblendet, daß die Kursentwicklung nach der Veröffentlichung der Korrektur nicht nur

<sup>232</sup> Vgl. *Brealey/Myers*, a.a.O. (F. 84), S. 357 f.

<sup>233</sup> *Brealey/Myers*, a.a.O., S. 358.

<sup>234</sup> *Jennings/Marsh/Coffee/Seligman*, a.a.O., (Fn. 102), S.1210 ff.; kurze Darstellung auch bei *Fleischer*, BB 2002, 1869, 1871 f.

<sup>235</sup> *Jennings/Marsh/Coffee/Seligman*, a.a.O., S.1357.

<sup>236</sup> § 21 D (e) Securities Exchange Act.

hierauf, sondern auch auf die allgemeine Marktentwicklung und nicht mit der Falschinformation zusammenhängende, nichtkonnexe unternehmensspezifische Faktoren zurückzuführen sei<sup>237</sup>. Es handelt sich also um nichts anderes als um eine Form der Schadenspauschalierung.

Wollte man eine solche Schadenspauschale auch im deutschen Recht einführen, sie aber wegen ihres Charakters als grobes Hilfsmittel nicht als letztes Wort hinnehmen, dann müßte erwogen werden, dem geschädigten Anleger nachzulassen, das Entstehen eines weiteren Schadens geltend zu machen und im Streitfall – in der Regel durch Vorlage eines von ihm beizubringenden Sachverständigengutachtens – zu beweisen. Darauf, daß auch dem Beklagten der Nachweis offen stehen sollte, darzutun und notfalls zu beweisen, daß ein Schaden durch eine Falschinformation nicht (oder in einem geringeren Umfang) entstanden ist, wurde bereits oben hingewiesen<sup>238</sup>.

### 3. Kompensation?

Die bloße Kompensationslösung hat gegenüber der Restitutionslösung den Vorteil, besser auf den Schutzzweck der Sekundärmarktpublizität abgestimmt zu sein und die Vergrößerungen der Restitutionslösung zu vermeiden. Ihre Anwendung sieht sich freilich ähnlichen intrikaten Problemen gegenüber. Zunächst einmal ist der Zeitpunkt für die Schadensermittlung festzulegen. Hierfür kann nicht auf den Zeitpunkt des Erwerbs bzw. der Veräußerung abgestellt werden<sup>239</sup>, weil sich der Schaden später, nach Aufdecken der Wahrheit, noch vergrößern kann, z.B. auch durch Überreaktion der Anleger<sup>240</sup>. Hinzu kommt, daß der Anleger vor Aufdeckung der Wahrheit noch keinen im Sinne der Differenzhypothese meßbaren Schaden hat, da er ja das Wertpapier ohne weiteres zum Marktpreis verkaufen (bzw. wieder anschaffen) kann, ohne sich für die Unwahrheit der Information einen Abzug (Aufschlag) gefallen lassen zu müssen. Konsequentermaßen versagt demgemäß § 37 c WpHG demjenigen Anleger einen Schadenersatzanspruch, der nach der Falschmeldung kauft, vor der Korrektur aber wieder verkauft hat.

Kommt es demnach für die Schadensberechnung nach der Differenzhypothese allein auf den Zeitpunkt der Korrektur der Falschmeldung an, dann stellen sich ähnliche Probleme wie bei

<sup>237</sup> *Loss/Seligman*, a.a.O. (Fn. 102), S. 1317.

<sup>238</sup> Text zu Fn. 213.

<sup>239</sup> A.A. *Fleischer*, BB 2002, 1869, 1872; wie hier (zu §§ 37 b, c WpHG) *Reichert/Weller*, ZRP 2002, 49, 55; *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857, 1861.

<sup>240</sup> Allgemein zu den zeitlichen Grenzen der Schadensberechnung *H. Lange*, *Schadenersatz*, 2. Aufl. 1990, § 1 IV.

der Schadensermittlung nach Restitutionsgrundsätzen ein: Welcher Zeitpunkt ist für die Schadensberechnung festzusetzen, wann sind die Korrekturmeldungen und Folgeaktionen der Anleger vollends eingepreist? Auch der sachverständige Gutachter wird hier letzten Endes mit mehr oder weniger willkürlichen Annahmen arbeiten müssen<sup>241</sup>. Hinzu kommt folgendes: Für die Ermittlung der Schadenshöhe gilt zwar § 287 ZPO. Auch für die Ausübung dieses Ermessens muß aber der Kläger – das wäre in unserem Zusammenhang jeder einzelne geschädigte Anleger – die konkreten Ausgangs- und Anknüpfungstatsachen liefern, die dem Richter ermöglichen, sein Schätzungsermessen auszuüben. Hierfür dürfte nicht genügen, einfach auf die Kursentwicklung des Wertpapierkurses nach Veröffentlichung der Korrekturmeldung hinzuweisen und dies als Beleg für den durch die Falschmeldung verursachten Minderwert zu nehmen. Denn die Kursentwicklung nach der Fehlerkorrektur kann auf exogenen wie auf firmenspezifischen nichtkonnexen Faktoren beruhen, für die der Schädiger nach der Differenzhypothese nicht einzustehen hat. Da der Richter sich im Rahmen des § 287 ZPO keine Sachkunde zutrauen darf, über die er tatsächlich nicht verfügt, wird häufig, wenn nicht in der Regel, ein Sachverständigengutachten eingeholt werden müssen<sup>242</sup>. Demgegenüber erscheint eine Schadenspauschalierung auf der ersten Stufe, wie oben dargestellt, mit der Möglichkeit für beide Parteien, diese Pauschale ihrerseits durch andere Darlegungen in Frage zu stellen, vorzugswürdig.

## IX. Verschulden

Regierungskommission Corporate Governance<sup>243</sup> und Deutscher Juristentag<sup>244</sup> empfehlen, hinsichtlich der vorgeschlagenen Organaußenhaftung bei fehlerhafter Sekundärmarktinformation als Verschuldensmaßstab Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit vorzusehen. Der selbe Verschuldensmaßstab gilt für die Haftung des Emittenten bei unterlassenen oder falschen Ad hoc-Mitteilungen (§§ 37 b, c WpHG) und bei der gesetzlichen Prospekthaftung (§ 45 BörsG), hier jeweils kombiniert mit einer Beweislastumkehr zu Lasten des Haftpflichtigen<sup>245</sup>.

Das amerikanische Kapitalmarktrecht sieht demgegenüber nach der Rechtsprechung des Supreme Court zu Rule 10 b – 5 als Haftungsmaßstab nur „scienter“ vor<sup>246</sup>. Die

<sup>241</sup> Insbesondere durch Schneiden des „Kursfensters“ um den betrachteten Termin.

<sup>242</sup> Dazu auch OLG München Die AG 2003, 105, 106 i. S. EM.TV.

<sup>243</sup> Bericht, a.a.O. (Fn. 17), S. 200.

<sup>244</sup> Beschlüsse, a.a.O. (Fn. 20), zu 1.12.

<sup>245</sup> Kritisch zu diesem Verschuldensmaßstab bei der Ad hoc-Publizität *Köndgen*, FS Druey, 2002, S. 791, 807 ff.; zur Prospektpublizität *Fleischer*, Gutachten, a.a.O. (Fn. 17), S. F 60 ff.

<sup>246</sup> „Scienter“ wird definiert als „a mental state embracing intent to deceive, manipulate, or defraud“ (Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 US 185, 193, fn. 12 [1976]).

Berufungsgerichte lassen allerdings durchweg „recklessness“ genügen<sup>247</sup>, was zwischen Vorsatz und grober Fahrlässigkeit liegt und am ehesten mit bewußter Fahrlässigkeit („böswiches Verhalten“ im Sinne der alten, inzwischen geänderten Vorschrift zur Prospekthaftung<sup>248</sup>) übersetzt wird. Dies steht in deutlichem Gegensatz zum Verschuldensmaßstab bei der Prospekthaftung, die das Gesetz als unbedingte Einstandspflicht ausgestaltet hat, von der sich der Beklagte nur durch den Nachweis befreien kann, daß ihm nicht einmal einfache Fahrlässigkeit vorzuhalten ist (§§ 11 [a], 11 [b] [3] Securities Act). Der Unterschied im Verschuldensmaßstab bei der Prospekthaftung einerseits und der Haftung wegen falscher Sekundärmarktpublizität andererseits erklärt sich aus folgendem: Hinsichtlich der Prospekte, ihrer Gliederung, ihres Inhalts, dort enthaltener Angaben bis hin zu Prognosen kennt das amerikanische Kapitalmarktrecht detaillierte Anforderungen und Vorgaben, die minutiös abgearbeitet werden müssen, um den Anlegern eine zuverlässige Beurteilung des Investments zu ermöglichen. Demgegenüber erfaßt der Tatbestand der Haftung für falsche Sekundärmarktpublizität nicht nur gesetzlich geforderte Informationen wie Jahresabschlüsse und Zwischenberichte, sondern auch jede freiwillige Kommunikation mit dem Kapitalmarkt bis hin zu mündlichen Äußerungen. Wäre hier als Verschuldensmaßstab leichte Fahrlässigkeit vorgesehen, dann wäre zu befürchten, daß nicht mehr richtige Informationen, sondern tunlichst keinerlei Informationen außerhalb der gesetzlichen Publizität mehr an den Kapitalmarkt gelangen würden.

Wird ein Haftungstatbestand für falsche Sekundärmarktinformation, wie auch hier befürwortet, über die Pflichtpublizität hinaus auf freiwillige Veröffentlichungen mit für den Kapitalmarkt wesentlichen, falschen Mitteilungen erstreckt<sup>249</sup>, dann verbietet sich aus den angedeuteten Gründen in der Tat, als Verschuldensmaßstab leichte Fahrlässigkeit zu wählen. Ob dies bei einer Beschränkung der Haftung auf die gesetzliche Pflichtpublizität anders zu beurteilen wäre<sup>250</sup>, mag hier offen bleiben. Eine Differenzierung zwischen der Haftung für Pflichtpublikationen und freiwilligen Veröffentlichungen<sup>251</sup> in diesem Punkt würde kaum überzeugen und könnte mißverstanden werden. Bei einer Vorsatzhaftung sollte es auf der

---

<sup>247</sup> Offengelassen von Ernst v. Hochfelder, a.a.O. Zu “recklessness” vgl. United States v. Bailey, 444 US 394, 404 (1980): “The different levels in this hierarchy are commonly identified, in descending order of culpability, as purpose, knowledge, recklessness, and negligence”.

<sup>248</sup> Vgl. § 45 Abs. 1 S. 2 BörsG a. F.; vgl. auch jetzt noch § 52 GenG.

<sup>249</sup> S. oben IV. 1.

<sup>250</sup> Dafür (zur Ad hoc-Publizität) Köndgen, a.a.O. (Fn. 245).

<sup>251</sup> Auch das amerikanische Kapitalmarktrecht kennt neben Rule 10 b – 5 weitere Spezial-Haftungstatbestände (Überblick bei Schmitz, a.a.O. [Fn. 120], §§ 2 – 5), darunter § 18 Securities Exchange Act, wonach für falsche gesetzlich geforderte sekundärmarktbezogene Darstellungen (Jahresabschlüsse und Zwischenberichte) gehaftet wird. Die Haftung hiernach scheint aber neben Rule 10 b – 5 keine bedeutsame Rolle zu spielen; vgl. Knepper/Bailey, Liability of Corporate Officers and Directors, 6. Auf. 1998, S. 568.

anderen Seite gleichfalls nicht bewenden. Anders als bei bloßer Vorsatzhaftung ermöglicht es der Maßstab der (groben) Fahrlässigkeit, Anforderungen an ein *Mindestmaß verantwortlichen, sorgfältigen Umgangs* mit den an den Kapitalmarkt gerichteten Informationen zu formulieren, die von den von der Haftung potentiell Betroffenen dann auch antezipiert werden. Das Erfordernis eines persönlichen Schuldvorwurfs an ein Organmitglied ermöglicht ferner, hinsichtlich der in Rede stehenden Veröffentlichungen zu differenzieren und damit sicherzustellen, daß die gesetzliche Pflichtpublizität auch unternehmensintern anders vorbereitet und geprüft wird als beliebige Werbeschriften, Presseartikel oder sonstige Veröffentlichungen, die Informationen über den Emittenten enthalten.

## **X.    Schlußbemerkung**

Die voranstehenden Überlegungen dürften mehreres deutlich gemacht haben. Die gegenwärtige Ordnung der Sekundärmarktpublizität weist deutliche Defizite im Bereich der Haftung für falsche Information auf. Diese Defizite können nur in Teilbereichen in zufriedenstellender Weise durch die Rechtsprechung gelöst werden. Die neu geschaffenen Vorschriften der §§ 37 b, c WpHG stellen nur eine – in mehreren Punkten durchaus überarbeitungsbedürftige – Teillösung dar. Einzelne Gesichtspunkte, die bei einer Neuordnung der Haftung für falsche Sekundärmarktpublizität zu bedenken wären, sind hier vorgetragen und – vor allem im Lichte der sehr viel breiteren Erfahrungen des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts in diesen Fragen – erörtert worden. Mit den hier diskutierten Punkten hat es freilich nicht sein Bewenden. Die materiellrechtliche Seite der Haftung für Falschinformation des Sekundärmarktes muß vielmehr ergänzt werden durch Überlegungen zur effektiven prozessualen Durchsetzung. Nur beides zusammen kann bewirken, daß die Anreize zu korrekter Kapitalmarktinformation, die ein solches System vermitteln soll, tatsächlich entstehen.

Arbeitspapiere(internet: <http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums/>)(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere  
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- 1 Theodor Baums Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany  
(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],  
Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993, S. 151 ff.)
- 2 Theodor Baums Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993 S. 1 ff.)
- 3 Theodor Baums Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German Perspective.  
(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financierwezen 1992, S. 249 ff.)
- 4 Theodor Baums Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen aus  
deutscher Sicht
- 5 Theodor Baums The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and  
Corporate Governance  
(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.], The Japanese Main Bank System, Oxford  
1994, S. 409 ff.)
- 6 Theodor Baums Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs. Continental AG
- 7 Theodor Baums/  
Michael Gruson The German Banking System - System of the Future?  
(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])
- 8 Philipp v. Randow Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 23 ff.)
- 9 Theodor Baums Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994 S. 1 ff.)
- 10 Markus König Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.  
Eine empirische Untersuchung
- 11 Theodor Baums Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and Policy  
Issues
- 12 Christian Fraune Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA  
(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994 S. 126 ff.)
- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den  
Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages -  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)

- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen ("earn-outs")  
(publ. in: Der Betrieb 1993 S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments  
(publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance [Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe  
(publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance: The German Experience and a New Approach  
(publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and Aktiengesellschaften  
(publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1 S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten  
(publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
- 20 Theodor Baums/  
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft. Eine empirische Untersuchung  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen  
(publ. in: ZIP 1995 S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/  
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 173 ff.)
- 24 Theodor Baums Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG  
(publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)
- 25 Philipp v. Randow Rating und Regulierung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995, S. 140 ff.)
- 26 Theodor Baums Universal Banks and Investment Companies in Germany  
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design: Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
- 27 Theodor Baums Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)

- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen  
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996, S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996 S. 11 ff.)
- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende  
Betrachtung  
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für Mestmäcker  
[1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und  
kapitalmarktrechtliche Studie -  
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996  
S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/  
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des  
AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996 S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law  
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7 [1996]  
S. 318 ff.)
- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of  
Convergence - Crafoord Lecture -
- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996 S. 1725 ff.)
- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German  
Perspective  
(publ. in: European Financial Services Law 1996 S. 302 f.)
- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche  
Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1996 S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder  
(publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)

- 42 Theodor Baums/  
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen  
und aktuelle Reformfragen  
(publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff [1997],  
S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/  
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market  
Value of the Firm  
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997 S. 699 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für den  
Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages  
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift Die  
Aktiengesellschaft 1997 S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer mittels  
"Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1997 S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung  
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler Aufgabenerfüllung  
[1998], S. 145 ff.)
- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung des Finanzplatzes  
Deutschland  
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1942 ff.)
- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht
- 51 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern  
(publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der  
Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligavereine und Börse  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1901 ff.)
- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union:  
A Comparative Study  
(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance - The State  
of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998, S. 545 ff.)
- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme für den  
Finanzausschuß des Deutschen Bundestages

- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche *equity note*?  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998 S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein Beitrag  
zum deutschen Gesetz zur Umstellung von Schuldverschreibungen -  
(publ. in.: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des  
"kalten Delisting"  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998 S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften  
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/  
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option  
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/  
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -
- 64 Malte Schindhelm/Ingo  
Rogge/Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -
- 65 Theodor Baums/  
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/  
Erik Theissen Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen  
(publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I,  
Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung  
[1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und  
Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/  
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler  
case  
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999,  
Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)

- 69 Marco Becht/  
Ekkehart Boehmer Transparency of Ownership and Control in Germany  
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“  
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128
- 70 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -  
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi  
recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71 Ekkehart Boehmer Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/  
Fleming Moos Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und  
Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung  
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden  
Lebensversicherungen“  
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.)
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen  
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur  
Reformdiskussion -  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)
- 76 Theodor Baums/  
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany  
(publ.: in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights  
and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.)
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:  
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung  
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter  
Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler-Chrysler  
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre Universität  
Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000, S. 112 ff.)

- 83 Theodor Baums/  
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets and  
Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum, 2000, 33)
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation  
(publ. u.d.T. „Reform des Rechts zur Verhinderung der  
Börsenkursmanipulation  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2000, S. 1131 ff.)
- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel/  
Maja Tacheva Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual  
Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges  
(publ. in: University of Pennsylvania Journal of International  
Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
- 88 Government Panel on Corporate Governance  
– Summary of Recommendations –
- 89 Theodor Baums Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte  
(publ. in: Corporate Governance, Hrsg. Hommelhoff/Lutter/Schmidt/  
Schön/Ulmer – Gemeinschaftssymposium der Zeitschriften ZHR/ZGR,  
Heidelberg 2002, S. 13 ff.)
- 90 Theodor Baums/  
Mathias Stöcker Rückerberwerb eigener Aktien und WpÜG  
(publ. in: Festschrift für Herbert Wiedemann, 2002, S. 703 ff.)
- 91 Stefan Berg/  
Mathias Stöcker Anwendungs- und Haftungsfragen zum  
Deutschen Corporate Governance Kodex  
(publ. in: aktualisierter Vers. in: Wertpapier-Mitteilungen, 2002, S. 1569 ff.)
- 92 Michael Gruson Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding Companies
- 93 Theodor Baums/  
Stephan Hutter Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)  
(publ. in: Festschrift für Peter Ulmer, 2003, S. 779 ff.)
- 94 Michael Gruson Supervision of Financial Holding Companies in Europe: The Proposed  
EU Directive on Supplementary Supervision of Financial Conglomerates
- 95 Ulrich Segna Vereinsrechtsreform  
(publ. in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2002, S. 1048 ff.)
- 96 Michael Adams Vorstandsvergütungen  
(publ. in: Festschrift für Carl Christian von Weizsäcker, 2003, S. 295 ff.)

- 97 Hans-Gert Vogel Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG (publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2002, S. 1421 ff.)
- 98 Jeffrey N. Gordon Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegesetz aus amerikanischer Perspektive
- 99 Theodor Baums Anlegerschutz und Neuer Markt (publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2002, S. 375 ff.)
- 100 Theodor Baums Company Law Reform in Germany
- 101 Ursula Lenzen Das neue Recht der Kursmanipulation (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2002, S. 279 ff.)
- 102 Theodor Baums Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany
- 103 Theodor Baums General Meetings in Listed Companies – New Challenges and Opportunities
- 104 David C. Donald US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Corporate Governance nach Enron
- 105 Theodor Baums Die Corporate Governance-Empfehlungen des Winter II-Papiers aus deutscher Perspektive
- 106 Alessandra Daccò Die Zentralisierung des Konzern-Cash-Managements in Italien
- 107 Ronald J. Gilson Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience
- 108 Jeffrey N. Gordon An International Relations Perspective on the Convergence of Corporate Governance: German Shareholder Capitalism and the European Union, 1990-2000
- 109 Jan Liersch Nachteile für den Finanzplatz durch außerbörsliche Wertpapiergeschäfte
- 110 Wolfgang Drobetz/  
Andreas Schillhofer/  
Heinz Zimmermann Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany
- 111 Mark Devlin/  
Stephan Hutter U.S. Laws and Regulations Applicable to Research Reports
- 112 Theodor Baums Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes

