

Die Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation in Deutschland und den U.S.A.

stud. jur. David Eckner, Universität Düsseldorf

I. Einleitung

„Well, we are against fraud, aren't we?“ brachte Sumner Pike im Jahr 1942 vor die SEC, womit die U.S.A. erstmalig eine allgemeine Kapitalmarktinformationshaftung einführte. Mehr als 50 Jahre später ringen die Obergerichte und der BGH um die Nachwehen des Neuen Marktes, die nicht nur den Finanzplatz Deutschland, sondern auch die Anleger in ihrem Vertrauen auf die Integrität des Kapitalmarktes erheblich negativ beeinflusst haben. In einer Zeit, in der eine spezialgesetzliche Kapitalmarktinformationshaftung in Deutschland am nötigsten gebraucht wurde, hat die Rechtsprechung auf allgemeine Haftungsgrundsätze zurückgreifen müssen.

Durch die Implementierung der §§ 37b, 37c WpHG hat der Gesetzgeber nunmehr eine Anspruchsgrundlage für fehlerhafte Ad-hoc-Meldungen geschaffen, der sich auch die Rechtsprechung in Zukunft bedienen soll. Wie dies geschehen soll und auf welche Probleme die Gerichte sowie Kläger- und Beklagtenvertreter stoßen werden, ist Gegenstand dieses Beitrags.

Der Beitrag analysiert die für den Sekundärmarkt entwickelten Regelungen des WpHG (II.) für Schadensersatzleistungen aufgrund fehlerhafter Kapitalmarktinformationen und skizziert anschließend in einer rechtsvergleichenden Umschau das U.S.-amerikanische Haftungssystem (III.). Daraufhin werden Anregungen für die Rezeption sowie die Gemeinsamkeiten der Kapitalmarktinformationshaftungen aufgezeigt (IV.).

II. §§ 37b, 37c WpHG als Nukleus der Kapitalmarkt- informationshaftung auf dem Sekundärmarkt

Dem kapitalmarktinformationsrechtlichen Haftungssystem ist eine überaus nennenswerte Komplexität inhärent, die sich insbesondere durch eine Vielzahl konkurrierender Anspruchsgrundlagen auszeichnet. Diese Ausgangslage macht eine Standortbestimmung erforderlich, die auf die Einordnung der Kapitalmarktinformationshaftung nach §§ 37b, 37c WpHG abzielt.

1. Entstehungsgeschichte und Regelungsziel

Die Haftungstatbestände §§ 37b, 37c WpHG wurden durch das am 1. Juli 2002 in Kraft getretene 4. FMFG als eigenständige Anspruchsgrundlagen in das WpHG eingepflegt.¹

Ausgangspunkt für die Schaffung einer spezialgesetzlichen Norm der Kapitalmarktinformationshaftung auf dem Sekundärmarkt waren die zunehmend fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen am Neuen Markt in den Jahren 2000 und 2001, sowie die materielle und prozessuale Problematik für Anleger, Schadensersatz geltend zu machen.² Der fehlgeschlagene Versuch der Einführung eines KapInHaG, das eine allgemeine Erklärungs haftung vorsah³, führte jedenfalls dazu, dass die bis dato umstrittenen §§ 37b, 37c WpHG beibehalten wurden.⁴ Eine

¹ BT-Drs. 14/8017, S. 2, 64; *Sethe*, Assmann/Schneider, §§ 37b, c Rn. 2 f.

² Dies v.a. aufgrund des § 15 Abs. 6 a.F. WpHG; *Sethe*, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 5; *Tilp*, ZIP 2002, 1727, 1729; *Zimmer*, KMRK §§ 37b, c WpHG Rn. 2.

³ *Sethe*, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 26 f.

⁴ *Tilp*, ZIP 2002, 1727, 1729.

Fortentwicklung erfuhren die Normen dann jedoch durch die Marktmissbrauchs-Richtlinie bzw. das AnSVG vom 28. 10. 2004, welche eine redaktionelle Anpassung wegen der Änderung des § 15 WpHG erforderlich machte.⁵

Das Regelungsziel der Anspruchsgrundlagen §§ 37b, 37c WpHG ist das Interesse des Anlegers an eine ordnungsgemäße Erfüllung der Publizitätspflicht des Emittenten nach § 15 WpHG in Anknüpfung an einen Schadensersatz im Falle der Verletzung zu schützen.⁶ Damit knüpfen die Tatbestände der Haftungsnormen an die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG. § 15 WpHG dient wiederum der informationellen Chancengleichheit sowie der Verhütung von Insiderhandel i.S.v. §§ 12 ff. WpHG. Damit zielt die Ad-hoc-Publizitätspflicht jedoch primär auf die Funktionsfähigkeit des Marktes und damit nicht auf die individuellen Interessen der Marktteilnehmer respektive Anleger.⁷ §§ 37b, 37c WpHG sollen jedoch gerade einen erheblichen Beitrag zum Anlegerschutz leisten.⁸ Diese Indifferenz will durch die Beziehung der Normen zueinander behoben werden.⁹ Der ausdrückliche Verweis möglicher Schadensersatzansprüche des Anlegers im Falle einer fehlerhaften Ad-hoc-Meldung in § 15 Abs. 6 S. 1 WpHG führt zu Tage, dass der Anleger nunmehr unmittelbar und nicht mehr nur reflexartig geschützt ist.¹⁰ Damit konstituiert sich das Regelungsziel der Normen durch das 4. FMFG deutlicher und dem Bedarf eines reformierten Anlegerschutzes ist augenscheinlich Rechnung getragen.

Der darin zum Ausdruck kommende Grundgedanke lässt sich im Hinblick auf § 15 WpHG weitergehend darstellen. Verspätete oder unterlassene Ad-hoc-Meldungen führen zu einer fehlerhaften Preisbildung am

⁵ Die Europäische Richtlinie 2003/6/EG v. 28. 01. 2003 wurde durch das AnSVG umgesetzt; *Sethe*, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 2.

⁶ *Buck-Heeb*, KMR, § 4 Rn. 207; *Sethe*, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 3.

⁷ *Fischer zu Cramburg/Royé*, AktR und KMR, § 15 WpHG Rn. 1 f.; *Zimmer*, KMRK, §§ 37b, c WpHG Rn. 5; *Sethe*, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 3, 9.

⁸ BT-Drs. 14/8017, S. 62 f.

⁹ So auch *Sethe*, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 9.

¹⁰ *Renzenbrink/Holzner*, BKR 2002, 434, 434; *Sethe*, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 9.

Kapitalmarkt, die sich wiederum kursintensiv auf die Werte der Anleger auswirken können.¹¹ Das bislang vorherrschende Sanktionsdefizit, dass für den geschädigten Anleger bei Verletzungen des § 15 WpHG, soll daher durch die §§ 37b, 37c WpHG beseitigt werden.¹² Damit konzentriert sich der Schutzzweck der Normen auf die Entschädigung solcher Anleger, die aufgrund einer fehlerhaften Ad-hoc-Meldung ihre Finanzinstrumente zu teuer gekauft oder zu billig verkauft haben.¹³

2. Systematisierung der Schadensersatzleistungen und Kapitalmarktinformationen

Die Unterteilung von Informationspflichten und Rechtsfolgen der Verletzung von Informationspflichten kann in Anbetracht der Segmente des Kapitalmarktes unternommen werden. Dahingehend unterscheidet man spezielle Informationen und Schadensersatzansprüche auf dem Primär- und Sekundärmarkt.

Der Primärmarkt bezeichnet einen Kapitalmarkt, an dem erstmalig Wertpapiere an Anleger begeben werden.¹⁴ Primärmarktinformationen erfolgen über den Börsenzulassungsprospekt.¹⁵ Die Kapitalmarktinformationshaftung auf dem Primärmarkt ist auf die Börsenprospekthaftung der §§ 44 ff. BörsG i.V.m. §§ 13, 13a VerkProspG konzentriert. § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG stellt dem Anleger von am Markt zugelassenen Wertpapieren, für deren Beurteilung wesentliche Informationen unrichtig oder unvollständig sind, gegenüber dem Emittenten zwei Kompensationsmöglichkeiten anheim.¹⁶

Der Sekundärmarkt ist dadurch gekennzeichnet, dass die bereits emittierten Kapitalmarktpapiere nunmehr in börsenorganisierten oder

¹¹ Vgl. nur *Sethe*, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 12.

¹² Allg. A., *Sethe*, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 15 f. m.w.N.

¹³ BT-Drs. 14/8017, S. 93 f.; *Zimmer*, WM 2004, 9, 10.

¹⁴ *Bruski*, BankR-Hdb. Vor § 104 Rn. 20; *Kümpel*, Bank- und KMR, Rn. 8.174.

¹⁵ *Krämer*, Hbd. Managerhaftung, §26 Rn. 4; *Mülbert/Steup*, Unternehmensfinanz., §26 Rn. 8.

¹⁶ *Assmann*, Hdb. KapAnIR, § 6 Rn. 245; *Buck-Heeb*, KMR, § 12 Rn. 500.

außerbörslichen Märkten gehandelt und zirkuliert werden können.¹⁷ Insoweit trifft den Emittenten nach der Zulassung am Primärmarkt eine Reihe an Publizitätsfolgepflichten am Sekundärmarkt.¹⁸ In Betracht kommen Informationspflichten aus den einzelnen Börsenordnungen (z.B. §§ 62 bis 66 BörsO FWB), dem WpHG (z.B. §§ 15, 15a, 26, 30a-c, 37v-y) und WpÜG (z.B. §§ 10 Abs. 1 S. 1, 11 Abs. 1 S. 1) sowie aktienrechtliche Publizitätspflichten (§ 161 AktG).

Eine der zentralen und überaus bedeutsamen Informationspflichten besteht nach § 15 WpHG.¹⁹ § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG i.V.m. § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG konstituiert für börsennotierte Gesellschaften die Pflicht zur Veröffentlichung von nicht öffentlich bekannten Informationen, die sie selbst unmittelbar betreffen und bei nicht unverzüglicher Veröffentlichung geeignet sind, den Wert des Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen. Diese sog. Ad-hoc-Publizität findet erstmals seit Inkrafttreten des 4. FMFG eine zentrale und eigenständige Anspruchsgrundlage bei Verletzungen seitens des Emittenten in §§ 37b, 37c WpHG, wie § 15 Abs. 6 S. 1 WpHG ausdrücklich vorsieht. Insoweit ergänzen die §§ 37b, 37c WpHG für den Sekundärmarkt die Börsenprospekthaftung der §§ 44 ff. BörsG am Primärmarkt.²⁰ Erwähnenswert ist neben den vorbenannten Haftungsgrundlagen noch die Einstandspflicht des Emittenten bei fehlerhafter Regelpublizität seitens seiner Organmitglieder. Diese Haftung ist auf deliktische Anspruchsgrundlagen, v.a. §§ 823 Abs. 2 (i.V.m. §§ 331 Nr. 1,2, 334 HGB, § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG), 826 BGB i.V.m. § 31 BGB analog konzentriert.²¹ Die Ad-hoc-Publizität ergänzt damit die Regelpublizitätspflichten und sonstige Informationen²², in dem sie den

¹⁷ *Buck-Heeb*, KMR; § 2 Rn. 68; *Kümpel*, Bank- und KMR, Rn. 8.182.

¹⁸ *Krämer*, Hdb.Managerhaftung, §26 Rn. 6; *von Rosen*, Hdb. KapAnlR, §2 Rn. 197 ff., 213 f.

¹⁹ *Buck-Heeb*, KMR, § 4 Rn. 175 f.; *Fischer zu Cramburg/Royé*, AktR und KMR, § 15 WpHG Rn. 1 f.; *Hopt*, BankR-Hdb., § 107 Rn. 79.

²⁰ *Zimmer*, KMRK § 37b, 37c WpHG Rn. 10, 16.

²¹ *Fleischer*, Hdb.KapAnlR, §7 Rn.59 ff.; *Mülbert/Steup*, Unternehmensfinanz., §26 Rn.164 ff.

²² *Kümpel*, Bank- und KMR, Rn. 16.212; *Zimmer*, KMRK, § 15 WpHG Rn. 12 f.

Emittenten von Finanzinstrumenten zur Veröffentlichung von kurserheblichen, anlassbezogenen Meldungen verpflichtet.²³

3. Der haftungsbegründende Tatbestand der §§ 37b, 37c WpHG

§§ 37b Abs. 1, 37c Abs. 1 WpHG entsprechen weitestgehend dem Tatbestand der Ad-hoc-Publizitätspflicht, weshalb im Folgenden vereinzelt auf die Voraussetzungen des § 15 WpHG eingegangen werden muss.

a) Anspruchsberechtigter und Anspruchsgegner

Die Entstehungsgeschichte der §§ 37b, 37c WpHG hat gezeigt, dass die Ansprüche zum Schutz von Anlegern vor fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen existieren. Anspruchsinhaber ist folglich, wer durch die verwirklichten Tatbestandshandlungen der §§ 37b Abs. 1, 37c Abs. 1 WpHG einen Schaden erlitten hat. Nach den Gesetzesmaterialien ist dies der Fall, wenn ein Anleger aufgrund der Fehlinformation „zu teuer“ gekauft oder „zu billig“ verkauft hat.²⁴ Insoweit werden erwerbende Neuanleger, die infolge der tatbestandsmäßigen Handlungen des Emittenten das Finanzinstrument erworben haben und noch besitzen, sowie veräußernde Altanleger, die bereits vor der tatbestandsmäßigen Handlung Inhaber waren und infolge der Fehlinformation das Kapitalmarktpapier veräußert haben, erfasst.²⁵ Sonstige Anspruchsberechtigte kommen nicht in Betracht. Insbesondere scheiden potentielle Neuerwerber und Altanleger, die durch falsche Informationen von einer geplanten Veräußerungen zurückgetreten sind, aus.²⁶ Beiden Anlegergruppen fehlt insoweit die Aktivlegitimation.²⁷ Dies ist damit zu begründen, dass die vorbenannten Anleger gerade keine, für §§ 37b, 37c WpHG zwingend erforderliche

²³ Kümpel, Bank- und KMR, Rn. 16.210.

²⁴ BT-Drs. 14/8017, S. 93; vgl. auch Baums, ZHR (2003), 177 f.; Möllers/Leisch, KK-WpHG, §§ 37b, c Rn. 193; dies., Ad-hoc-Publ., § 14 Rn. 42 ff.

²⁵ Mülbart/Steup, Unternehmensfinanz., § 26 Rn. 133 ff.

²⁶ Fleischer, Hdb. KapAnIR, Rdnr. 51; Maier-Reimer/Webering, WM 2002, 1859.

²⁷ Fleischer, Hdb. KapAnIR, § 7 Rn. 51; Möllers/Leisch, Ad-hoc-Publ., § 14 Rn. 56.

Transaktionsentscheidung getroffen und damit regelmäßig auch keinen Schaden erlitten haben.²⁸

Nach dem gesetzlichen Wortlaut der §§ 37b Abs. 1, 37c Abs. 1 WpHG richten sich die Ansprüche gegen den Emittenten von Finanzinstrumenten, die an einer inländischen Börse zugelassen sind.²⁹ Nach dem Wortlaut der Normen ist also ausschließlicher Haftungsadressat der Emittent. Den §§ 37b, 37c WpHG ist das Auswirkungsprinzip inhärent. Danach werden nicht nur Emittenten, die einen Sitz im Inland haben, erfasst, sondern auch ausländische Gesellschaften, deren Finanzinstrumente im Inland zugelassen sind.³⁰ Problematisch ist indes eine Haftung der Verwaltungsmitglieder des Emittenten gem. §§ 37b, 37c WpHG. Einige Vertreter der Sonderdeliktstheorie wollen die Haftungstatbestände des WpHG über § 830 Abs. 1 S. 1 BGB auf die Organe des Emittenten ausweiten.³¹ Grundsätzlich müssen die tatbestandsmäßigen Handlungen des Vorstands dem Emittenten über § 31 BGB analog zugerechnet werden. Dies folgt daraus, dass der Emittent als juristische Person nicht handlungsfähig ist und die Verwaltungsmitglieder gem. §§ 76, 78, 111 Abs. 1 AktG die kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten des Emittenten wahrnehmen.³² Dies mag jedoch noch keine Haftung aus §§ 37b, 37c WpHG begründen. Im Ergebnis ist eine Haftung der Verwaltungsmitglieder als Mittäter (§ 830 Abs. 1 S. 1 BGB), Anstifter (§ 830 Abs. 2 Var. 1 BGB) oder Gehilfe (§ 830 Abs. 2 Var. 2 BGB) abzulehnen, da sie weder Adressat der §§ 37b, 37c WpHG sind, noch einen gemeinsamen Tatentschluss mit dem Emittenten unterhalten oder gar einen Tatentschluss der Gesellschaft wecken können.³³ Indes bestehen über die aktienrechtliche Innenhaftung gem. § 93 Abs. 2 AktG, den Regress gem.

²⁸ *Fleischer*, Hdb. KapAnIR, § 7 Rn. 51; *Möllers/Leisch*, Ad-hoc-Publ., § 14 Rn. 57.

²⁹ Der persönl. Anwendungsbereich entspricht insoweit § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG.

³⁰ *Möllers/Leisch*, KK-WpHG, §§ 37b, c Rn. 77; *Sethe*, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 41.

³¹ *Buck-Heeb*, KMR, § 4 Rn. 208 f.; *Rieckers*, BB 2002, 1220 m.w.N.

³² *Casper*, BKR 2005, 86; *Zimmer*, KMRK, §§ 37b, c WpHG Rn. 21.

³³ *Mayer-Reimer/Webering*, WM 2002, 1864, die zu Recht von einer „Überstrapazierung der Tatbestände“ sprechen; *Möllers/Leisch*, KK-WpHG, §§ 37b, c Rn. 80; *Veil* ZHR 167 (2003), 396 f.; *Zimmer*, KMRK, §§ 37b, c WpHG Rn. 130.

§§ 37b Abs. 6, 37c Abs. 6 WpHG sowie eine deliktische Außenhaftung (v.a. § 826 BGB) ausreichende Mittel für eine persönliche Haftung zur Verfügung.³⁴ Mit der überwiegenden Ansicht sind die §§ 37b, 37c WpHG somit ausschließlich auf den Emittenten und nicht auf dessen Verwaltungsmitglieder anzuwenden.³⁵

Weitere Voraussetzung ist, dass der Emittent ein Finanzinstrument begeben hat. Gem. § 2 Abs. 2 b WpHG wird nunmehr aufgrund des rapide wandelnden Kapitalmarktes jedwedes Finanzinstrument, wie z.B. Klima/Wetterderivate oder CDS erfasst.³⁶

Schließlich müssen die Finanzinstrumente des § 2 Abs. 2 b WpHG an einer inländischen Börse, mithin am Amtlichen oder Geregelten Markt zugelassen sein.³⁷ Aufgrund des gleichen Schutzbedürfnisses werden weitergehend auch solche Finanzinstrumente umfasst, bei denen lediglich der Zulassungsantrag erfolgt ist.³⁸ Solche Kapitalmarktpapiere, die gem. §§ 49 Abs. 1, 56 BörsG nur in den Geregelten Markt bzw. den Freiverkehr einbezogen werden (§§ 49 ff. BörsG), unterliegen nicht den §§ 37b, 37c WpHG. Diesen Papieren fehlt zum einen die Zulassung gem. §§ 30 ff., 49 ff. BörsG und zum anderen können auch Dritte die Einbeziehung beantragen.³⁹

Eine analoge Anwendung der §§ 37b, 37c WpHG kommt grundsätzlich nicht in Betracht.⁴⁰ Mit Inkrafttreten des § 15 Abs. 6 S. 1 WpHG durch das 4. FMFG hat der Gesetzgeber erkennbar gemacht, dass eine Haftung nur auf bestimmte Fälle zu konzentrieren ist und damit die Haftungsfallen für die Emittenten überschaubar zu halten sind.⁴¹

³⁴ Krämer, Hdb. Managerhaftung, § 26 Rn. 43; Veil, ZHR 167 (2003), 397 f.

³⁵ H.M., Fleischer, AG 2008, 268 f.; ders., Hdb. KapAnIR, § 7 Rn. 6; Sethe, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 34, 131; Krämer, Hdb. Managerhaftung, § 26 Rn. 41 f.

³⁶ Vgl. Holzborn/Israel, NJW 2008, 792; Fischer zu Cramburg/Royé, AktR und KMR, § 37b, c WpHG Rn. 3; BAFin, Emittentenleitfaden, S. 15 f.

³⁷ Möllers/Leisch, NZG 2003, 113; Sethe, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 36.

³⁸ Sethe, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 39.

³⁹ Fleischer, Hdb. KapAnIR, § 7 Rn. 41; Möllers/Leisch, KK-WpHG, §§ 37b, c Rn. 94.

⁴⁰ Möllers/Leisch, KK-WpHG, §§ 37b, c Rn. 92 außer beim „Rechtsschein“ der Ad-hoc-Meldung.

⁴¹ Sethe, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 38 a.E.

b) Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht

§§ 37b Abs. 1 WpHG verlangt als haftungsbegründendes Tatbestandsmerkmal, dass eine den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation gem. § 13 WpHG nicht oder nicht rechtzeitig veröffentlicht wurde. 37c Abs. 1 WpHG knüpft die Pflichtverletzung des Emittenten an eine unwahre Insiderinformation.

§§ 37b, 37c WpHG wiederholen die unbestimmten Rechtsbegriffe der Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 WpHG, weshalb eine Begriffsbestimmung erforderlich ist. Das entscheidende Tatbestandsmerkmal der §§ 37b, 37c WpHG und damit des § 15 WpHG ist eine Insiderinformation gem. § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG⁴², die den Emittenten unmittelbar betrifft. § 13 Abs. 1 WpHG definiert die Insiderinformation als eine konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich auf den Emittenten von Finanzinstrumenten bezieht und geeignet ist, beim öffentlichen Bekanntwerden erhebliches Kursbeeinflussungspotential zu entfalten. Eine Information über Umstände ist konkret, wenn sie eine Grundlage für die Einschätzung des Kursverlaufs des Wertpapiers darstellt.⁴³ Dabei werden sämtliche Mitteilungen und Angaben erfasst, wie z.B. auch Einschätzungen und Gerüchte.⁴⁴ Diese Information ist nicht öffentlich bekannt, wenn sie nicht einer unbestimmten Anzahl von Personen zugänglich gemacht wird.⁴⁵ Gem. dem Zweck des § 15 WpHG, der u. a. die informationelle Chancengleichheit gewährleisten will, hat der Emittent somit dafür Sorge zu leisten, dass die Insiderinformation auf ihm obliegende Weise bereichsöffentlich gemacht wird.⁴⁶ Die Insiderinformation muss zudem den Emittenten betreffen, was jedoch nicht aussagen will, dass sie auch in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten ist.⁴⁷ Vielmehr genügt auch eine mittelbare Betroffenheit, die

⁴² Vgl. hierzu den Katalog von Insiderinformationen, *BAFin*, Emittentenleitfaden, S. 43f.

⁴³ *BAFin*, Emittentenleitfaden, S. 19; *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 731.

⁴⁴ *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841, 848.

⁴⁵ *BAFin*, Emittentenleitfaden, S. 20; *Zimmer*, KMRK, § 15 WpHG Rn. 42.

⁴⁶ *BAFin*, Emittentenleitfaden, S. 21; *Zimmer*, KMRK, § 15 WpHG Rn. 42.

⁴⁷ *Zimmer*, KMRK, § 15 WpHG Rn. 45.

Kursbeeinflussungspotential besitzt.⁴⁸ Schließlich setzt §§ 37b, 37c WpHG i.V.m. §§ 15 Abs. 1 S. 1, 13 Abs. 1 S. 1 WpHG die Eignung der Information zur erheblichen Beeinflussung des Wertpapierpreises voraus. Dieses Tatbestandsmerkmal ist im Wege einer *ex ante*-Einschätzung auszulegen, was bedeutet, dass eine tatsächliche Kursbeeinflussung für die Eröffnung des Tatbestands unerheblich ist.⁴⁹ Die Kursbeeinflussung ist somit zu bejahen, wenn sie aus Sicht eines verständigen Anlegers wahrscheinlich erscheint.⁵⁰ Einer nachträglich eintretenden Beeinflussung des Kurses kommt jedoch Indizwirkung zu.⁵¹ In der Praxis wird daher empfohlen, zunächst die Eignung zur Kursbeeinflussung zu prüfen, um sodann die konkreten Umstände des Einzelfalls zu untersuchen.⁵² Entsprechen die Ansprüche in ihren wesentlichen Tatbestandsmerkmalen überein, so unterscheiden sie sich in der ihnen zugrunde liegenden Tathandlung.⁵³ Ein Unterlassen der unverzüglichen Veröffentlichung gem. § 37b Abs. 1 WpHG ist gegeben, wenn die gem. § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG erforderliche Veröffentlichung vollständig unterbleibt, verspätet ist oder die Anforderungen des § 15 Abs. 7 WpHG i.V.m. §§ 4 ff. WpAIV nicht erfüllt.⁵⁴ Dem Unterlassen der unverzüglichen Veröffentlichung einer Ad-hoc-Meldung steht das Unterlassen bzw. die Verspätung der Berichtigung einer bereits ergangenen Ad-hoc-Meldung gem. § 15 Abs. 2 S. 2 WpHG gleich.⁵⁵ § 37c Abs. 1 WpHG verlangt hingegen die Veröffentlichung einer Insiderinformation, die unwahr ist. Die Unwahrheit kann sich sowohl auf die inhaltliche Unrichtigkeit als auch auf die mangelnde Vollständigkeit beziehen.⁵⁶ Da der Inhalt von Ad-hoc-Mitteilungen häufig auch Gerüchte oder lediglich prognostizierte Sachverhalte umfassen kann, wird bei deren

⁴⁸ BAFin, Emittentenleitfaden, S. 21; *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 735.

⁴⁹ BAFin, Emittentenleitfaden, S. 22 f.; *Zimmer*, KMRK, § 15 WpHG Rn. 50.

⁵⁰ *Ausf. Vaupel*, WM 1999, 521, 525 f.

⁵¹ *Vaupel*, WM 1999, 529 f.

⁵² BAFin, Emittentenleitfaden, S. 23.

⁵³ BT-Drs. 14/8017, S. 94.

⁵⁴ *Fleischer*, Hdb. KapAnIR, § 7 Rn. 43; *Möllers/Leisch*, NZG 2003, 114.

⁵⁵ *Mülbert/Steup*, Unternehmensfinanz., § 26 Rn. 126.

⁵⁶ *Fleischer*, Hdb. KapAnIR, § 7 Rn. 44; *Möllers/Leisch*, NZG 2003, 116.

Beurteilung grundsätzlich auf den Lebenssachverhalt sowie die kaufmännische Vertretbarkeit des Inhalts abgestellt.⁵⁷

4. Haftungsbegründende und haftungsausfüllende Kausalität

Die haftungsbegründende Kausalität im Rahmen der §§ 37b, 37c WpHG ist umstritten. Die erste Ansicht verlangt zwischen der Informationspflichtverletzung und der Transaktionsentscheidung des Anlegers eine konkrete Kausalität.⁵⁸ Die Gegenansicht will es genügen lassen, wenn der Anleger in seinem Vertrauen auf eine ordnungsgemäße Preisbildung enttäuscht wurde, mit der Folge, dass die haftungsbegründende Kausalität aufgrund der stets kursbeeinflussenden (auch pflichtgemäßen) Ad-hoc-Meldungen in der Regel unproblematisch gegeben ist.⁵⁹

Auf Grundlage der ersten Ansicht, die auf den Wortlaut der Normen abstellt, muss angenommen werden, dass ein Kausalzusammenhang zwischen der Ad-hoc Meldung und dem Entschluss des Anlegers bestehen muss.⁶⁰ Der Anleger sieht sich dabei jedoch erheblichen Beweisschwierigkeiten ausgesetzt, da ein individueller Vertrauensnachweis i.d.R. nur sehr schwer zu erbringen ist.⁶¹ Das Regelungsziel der Haftungstatbestände, ausweislich der Begr RegE zum 4. FMFG, ist auf einen Anlegerschutz am Kapitalmarkt gerichtet. Zu Recht wird daher eine Beweiserleichterung analog § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG diskutiert.⁶² Das der Gesetzgeber eine solche Beweiserleichterung bei Schaffung der Haftungstatbestände nicht vorgesehen hat, kann keine hinreichende Begründung dafür darstellen, dass der Anleger nicht aus anderen kapitalmarktrechtlichen Regelungen oder Erwägungen eine

⁵⁷ *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 844; auch für die Abgrenzung zur Unterlassung gem. § 37b Abs. 1 WpHG, *Fleischer*, Hdb. KapAnIR, § 7 Rn. 44; *Zimmer*, KMRK, §§ 37b, c WpHG, Rn. 35 f.

⁵⁸ *Mülbelt/Steup*, Unternehmensfinanz., § 26 Rn. 152; *Veil*, ZHR 167 (2003), 370.

⁵⁹ *Möllers*, JZ 2005, 78; *Möllers/Leisch*, BKR 2002, 1071, 1079; *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1475; *Sethe*, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 83 f.

⁶⁰ Siehe etwa *Buck-Heeb*, KMR, § 4 Rn. 216 m.w.N.

⁶¹ *Fleischer*, Hdb. KapAnIR, § 7 Rn. 46 m.w.N.

⁶² Vgl. *Fleischer*, Hdb. KapAnIR, § 7 Rn. 46; *Möllers*, JZ 2005, 78.

prozessuale Erleichterung erhält. Die Annahme einer Erleichterung liegt mit Blick auf die Gesetzesmaterialien vielmehr nahe. Dort ist explizit angeführt, dass die §§ 37b, 37c WpHG dem Regelungsziel eines verbesserten Anlegerschutzes Rechnung tragen sollen.⁶³ Die erheblichen Nachteile in der Beweisführung kommen diesem gesetzgeberisch erklärten Ziel jedoch nicht nahe. Die mangelnde Bestimmung zur Beweiserleichterung in §§ 37b, c WpHG ist damit nur ein weiteres Exempel der Reformbedürftigkeit und Ergänzungsnotwendigkeit der Regelungen, wie sie in der Literatur an anderer Stelle gleichwohl laut wird.⁶⁴ Unter den vorbenannten Gesichtspunkten und in Anbetracht der anschließenden, rechtsvergleichenden Umschau wird eine Beweislastumkehr zugunsten des Anlegers vorzugswürdig sein. Desgleichen verhält es sich mit der haftungsausfüllenden Kausalität, die vom Anleger erfordert, dass er den Beweis des Ursachenzusammenhangs zwischen der Ad-hoc-Pflichtverletzung und seines Schadens antritt.⁶⁵

5. Schaden und Schadensberechnung

Der Schadensinhalt gehört mitunter zu den problematischsten Fragen im Zusammenhang mit den §§ 37b, 37c WpHG, weshalb im Folgenden auf den Verlauf und die Beurteilung des Streitstands eingegangen werden soll.

Eine Ansicht will den Anleger für seinen erlittenen Schaden im Wege des Ersatzes der Kursdifferenz schadlos stellen.⁶⁶ Der Kursdifferenzschaden bezieht sich insoweit auf den Unterschiedsbetrag zwischen dem tatsächlichen und hypothetisch angemessenen, wahren Wert des Finanzinstruments am selben Tag.⁶⁷ Die Gegenansicht verlangt indessen eine Naturalrestitution, d.h. die Rückgängigmachung des

⁶³ BT-Drs. 14/8017, S. 1, 62 f., 93.

⁶⁴ Vgl. nur *Baums*, ZHR 167 (2003), 145 f.; *Hutter/Leppert*, NZG 2002, 654 f.

⁶⁵ *Fleischer*, Hdb. KapAnIR, § 7 Rn. 54 m.w.N.

⁶⁶ *Fleischer*, BB 2002, 1872 f.; *Gerber*, DStR 2004, 1798; *Sauer*, ZBB 2005, 33 f.; *Zimmer*, WM 2004, 17.

⁶⁷ *Escher-Weingart/Lägeler/Eppinger*, WM 2004, 1855.

Wertpapiergeschäfts in Form von Erstattung des Kaufpreises als Vertragsabschlussschaden.⁶⁸

Der BGH hat hinsichtlich des ersatzfähigen Schadens bisweilen keine Stellung bezogen, aber in den Verfahren zur Kapitalinformationshaftung nach § 826 BGB eine Naturalrestitution gewährt.⁶⁹ Auch die ersten Verfahren nach dem KapMuG haben keine Entscheidung zum ersatzfähigen Schaden vorgebracht.⁷⁰ Ob die bisherige Entscheidung des BGH die Schadensberechnung im Rahmen der §§ 37b, 37c WpHG beeinflusst, wird jedoch überwiegend abgelehnt.⁷¹ Damit bleibt es abzuwarten, wie die höchstrichterliche Rechtsprechung oder gar die Gesetzgebung die Frage des ersatzfähigen Schadens aufgreift und klarstellt.

Nach den bisherigen Erkenntnissen spricht für die Naturalrestitution i.S.v. § 249 Abs. 1 BGB, dass sie am ehesten den in §§ 44 Abs. 1 BörsG, 13a VerkProspG angelegten Schadensersatzinhalt entspricht.⁷² Erheblich gegen die Anwendung einer Naturalrestitution spricht der Umstand, dass systematische Risiken auf den Emittenten überwältigt werden, die jedoch als allgemeines Markt- oder Kursrisiko nicht mehr vom Schutzbereich der §§ 37b, 37c WpHG umfasst sein können.⁷³ Ein ungünstiges allgemeines Marktrisiko im Wege der Vorteilsausgleichung zu berücksichtigen, lässt sich nur schwer mit §§ 37b, 37c WpHG vereinbaren.⁷⁴ Des Weiteren ist der Übertrag der Rechtsprechung des BGH zur Schadensberechnung zu § 826 fraglich. § 826 erfordert eine vorsätzlich sittenwidrige Handlung, die es durchaus tragbar erscheinen lässt, dem Emittenten auch das systematische Kapitalmarktrisiko aufzubürden. Die spezialgesetzlichen

⁶⁸ Möllers/Leisch, Ad-hoc-Publ., § 14 Rn. 77 f.; Rössner/Bolkart, ZIP 2002, 1475.

⁶⁹ St.Rspr., BGH NJW 2004, 2971, 2972; BGH NJW 2008, 76, 77 m.w.N.

⁷⁰ OLG Stuttgart BB 2007, 565; OLG Schleswig WM 2005, 696.

⁷¹ Fleischer, DB 2004, 2035; Gerber, DStR 2004, 1798; Teichmann, JuS 2006, 957 f.; a.A. Leisch, ZIP 2004, 1578 f.

⁷² Vgl. Möllers/Leisch, BKR 2002, 1073 f.; a.A. Veil, BKR 2005, 97.

⁷³ Baums, ZHR 167 (2003), 185; Escher-Weingart/Lägeler/Eppinger, WM 2004, 1849; Fleischer, BB 2002, 1871; Fleischer/Kalss, AG 2002, 331 ff

⁷⁴ So aber Sethe, WpHG-Komm., §§ 37b, c Rn. 78.

Anspruchsgrundlagen des WpHG eröffnen jedoch bereits bei grober Fahrlässigkeit eine Haftung des Emittenten, weshalb das Aufkommen für allgemeine Marktrisiken unangemessen erscheint. Schließlich erfolgt wiederum ein enger Vergleich zur Prospekthaftung, der wie bereits bei der dogmatischen Einordnung, im Rahmen der §§ 37b, 37c WpHG unangebracht ist. Mit der überwiegenden Ansicht ist somit die Kursdifferenz zu erstatten.

Gem. § 9 Abs. 1 KapMuG findet auf ein Musterverfahren, in dem die Ansprüche nach §§ 37b, 37c WpHG durchgesetzt werden können, § 287 ZPO Anwendung. Nach § 287 Abs. 1 S. 1 ZPO gilt, dass dem Gericht die Beurteilung über die bestrittene Schadensberechnung obliegt. Unter Annahme des Kursdifferenzschadensersatzes lassen sich mittels kapitalmarkttheoretischer Methoden hinreichende Grundlagen für die tatrichterliche Entscheidung abbilden.⁷⁵ Die operablen Größen sind dabei der Transaktionswert des Finanzinstruments und ein hypothetischer Preis, der die Kursveränderung unmittelbar nach dem Bekanntwerden der Insiderinformation erfasst.⁷⁶ Die Wahl der Kursdifferenz als ersatzfähiger Schaden im Rahmen der §§ 37b, 37c WpHG manifestiert sich somit auch bei der Schadensberechnung als vorzugswürdig.

6. Exkurs: Kapitalanleger-Musterverfahren (KapMuG)

Der bisweilen häufig anzutreffenden Formel, dass ein Anleger bei der prozessualen Durchsetzung seines Anspruchs aus §§ 37b, 37c WpHG vor erhebliche Beweis- und Darlegungsprobleme gestellt ist und dem Umstand, dass die Rechtsprechung in beigelegten Verfahren äußerst zurückhaltend den geschädigten Anlegern einen Ersatz zugesprochen hat, sollen durch das am 1. November 2005 erlassene KapMuG⁷⁷ begegnet werden. Das KapMuG ermöglicht Anlegern, die durch eine fehlerhafte

⁷⁵ Mülbart/Steup, Unternehmensfinanz., § 26 Rn. 156.

⁷⁶ Fleischer, BB 2002, 1871; Escher-Weingart/Lägeler/Eppinger, WM 2004, 1850, die zutreffend die viel versprechende Verwendung des CAPM während der Desinformationsphase hervorheben; a.A. Reichert/Weller, ZRP 2002, 55.

⁷⁷ BGBl. I, S. 2437 - 2445.

Kapitalmarktinformation einen Schaden erlitten haben, diesen im Wege eines Kollektivverfahrens gerichtlich geltend machen zu können.⁷⁸ Der Anwendungsbereich des KapMuG fokussiert insbesondere die fehlerhafte Ad-hoc-Publizitätshaftung nach §§ 37b, 37c WpHG, daneben auch andere in Betracht kommende Anspruchsgrundlagen.⁷⁹ Seit Einführung des KapMuG wurde allseits Kritik laut, die v. a. dahingehend lautet, dass durch die Einführung des Musterverfahrens dem Anleger keine spürbaren Vorteile geboten und die Regelungsprobleme der §§ 37b, 37c WpHG sowie anderer Haftungsgrundlagen ebenso nicht gelöst werden.⁸⁰ Insgesamt trägt der Gesetzgeber seinem selbsterklärten Ziel des Anlegerschutzes mit Einführung ein für den Zivilprozess bisweilen vollkommen neuen Prozesstypus Rechnung. Gleichwohl ist damit auch ein Teilerfolg für geschädigte Anleger zu vermerken.⁸¹ Es bleibt zu hoffen, dass sich die Rechtsprechung auch weitergehend an dem Verfahren erprobt.⁸²

III. U.S.-amerikanische Kapitalmarktinformationshaftung

Das U.S.-amerikanische Kapitalmarktrecht ordnet eine dem deutschen Recht vergleichbare Fülle von Publizitätspflichten für börsennotierte Gesellschaften an.⁸³ Eine konkrete Ad-hoc-Publizitätspflicht, wie sie § 15 WpHG vorsieht, ist in den U.S.A. jedoch erst im Jahr 2002 durch den Sarbanes-Oxley Act (SOX) Sec. 409 im SEA §13(l) kodifiziert worden.⁸⁴ Zuvor bestimmte sich die Regelpublizität ergänzende Ad-hoc-Meldungspflicht durch die einschlägigen U.S.-amerikanischen

⁷⁸ Vgl. BT-Drs. 15/5091, S. 13; *Buck-Heeb*, KMR, Vor § 22 Rn. 688 f.; ausf. *Maier-Reimer/Wilsing*, ZGR 2006, 79, 79 f.

⁷⁹ *Maier-Reimer/Wilsing*, ZGR 2006, 79, 85.

⁸⁰ *Plaßmeier*, NZG 2005, 609, 614; *Möllers/Weichert*, NJW 2005, 2737, 2738, 2740.

⁸¹ *Möllers/Weichert*, NJW 2005, 2737, 2740 f.

⁸² Als „Experimentiergesetz“ gilt es vorerst 5 Jahre, *Möllers/Weichert*, NJW 2005, 2737, 2740 f.

⁸³ Vgl. insb. SEA §13 (a); sonstige Texte sind abrufbar unter <http://ecfr.gpoaccess.gov/>; siehe auch *Veil*, ZHR 167 2003, 375.

⁸⁴ SEC Release Nos. 33-8128, 34-46464 v. 15.11.2002; *Soderquist/Gabaldon*, S. 126 f.; aus dem deutschen Schrifttum v.a. *Regelin/Fisher*, IStR 2003, 285.

Börsenordnungen⁸⁵ bzw. Form 8-K der SEC.⁸⁶ Die sog. *real time issuer disclosures rule* nach dem Securities Exchange Act (SEA) § 13(l) verpflichtet den publizitätspflichtigen Emittenten zur unverzüglichen Abgabe von Informationen, die im Zusammenhang mit der finanziellen Lage oder der Geschäftsführung stehen.⁸⁷

Die bisweilen wichtigste Anspruchsgrundlage im System der U.S.-amerikanischen Kapitalmarktinformationshaftung stellt die sog. SEC Rule 10b-5 dar.⁸⁸ Sie ist von der Securities Exchange Commission (SEC) durch Rechtsfortbildung der Section 17(a) des Securities Act (SA) 1933 und der Section 10(b)⁸⁹ des Securities Exchange Act (SEA) 1934 im Jahr 1942 entstanden.⁹⁰ Insoweit ist SEC Rule 10b-5 auch von der U.S.-amerikanischen Rechtsprechung i.V.m. SEA § 10(b) als impliziter Schadensersatzanspruch für geschädigte Anleger (*private cause of action*) anerkannt.⁹¹ Als haftungsrechtliche Generalklausel lässt sich mit SEC Rule 10b-5 u.a. auch die vorbenannte, fehlerhafte Ad-hoc-Publizität gem. SEA § 13(l) einklagen.

⁸⁵ Gruson/Wiegmann, AG 1995, 174.

⁸⁶ Vgl. FAZ v. 25.03.2002, Nr. 71, S. 24.

⁸⁷ SEA Sec. 13(l) lautet im Originaltext [*Aussagen durch den Autor*]: "Each issuer [...] shall disclose to the public on a rapid and current basis such additional information concerning material changes in the financial condition or operations of the issuer[...]"

⁸⁸ Vgl. Ratner/Hazen, S. 144; SEC Rule 10b-5 ist in 17 C.F.R. §240.10b-5 kodifiziert. Die SEC Rule 10b-5 („Employment of manipulative and deceptive devices“) lautet: "It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security."

⁸⁹ Sec. 10(b) SEA ist kodifiziert in 15 U.S.C. § 78j(b).

⁹⁰ Soderquist/Gabaldon, S. 148; in diesem Zusammenhang hat die Aussage von Sumner Pike vor der SEC „Well, we are against fraud, aren't we?“ Berühmtheit erlangt.

⁹¹ Vgl. nur Superintendent of Ins. of N.Y. v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6, (1971).

1. Sarbanes Oxley Act v. SEC Rule 10b-5

Die vorherrschende Haftungsgrundlage SEC Rule 10b-5 steht seit Einführung der SOX Sec. 807 im Jahr 2002 unter Konkurrenz.⁹² Die restriktivere SOX Sec. 807⁹³ ist auf eine strafrechtliche Verurteilung des pflichtwidrig handelnden Emittenten angelegt, indem sie eine strafrechtliche Betrugshandlung zur Eröffnung des Tatbestands erfordert.⁹⁴ Durch eine Analogie zu SEC Rule 10b-5 wird jedoch auch eine gerichtliche Geltendmachung des 18 U.S.C. § 1348⁹⁵ durch Anleger bejaht.⁹⁶ Die Entwicklung der Beziehung zwischen SEC Rule 10b-5 und 18 U.S.C. § 1348 bleibt aufgrund bislang fehlender Rechtsprechung und einigen tatbestandlichen Unklarheiten bisweilen noch abzuwarten.⁹⁷

2. SEC Rule 10b-5

Vorerst bleibt damit die SEC Rule 10b-5 die wichtigste Anspruchsgrundlage in den U.S.A. Daher sollen im Folgenden der Tatbestand und die Rechtsfolge der Vorschrift skizziert werden.

Im Wesentlichen hat der Anspruch nach SEC Rule 10b-5 fünf Voraussetzungen. Danach muss der Anspruchsberechtigte eine wissentliche Falschdarstellung, die durch irgendeine Person begangen wurde, in Verbindung mit dem Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments, nachweisen.⁹⁸ Weitergehend muss eine hinreichend begründete Darlegung weiterer konstitutiver Voraussetzungen des Anspruchs erfolgen, die auf die Erheblichkeit der Anlageentscheidung (*materiality*),

⁹² Vgl. *Soderquist/Gabaldon*, S. 169 f.

⁹³ SOX Sec. 807 ist kodifiziert in 18 U.S.C. § 1348.

⁹⁴ *Ratner/Hazen*, S. 146 ff.; *Soderquist/Gabaldon*, S. 170.

⁹⁵ Der United States Code (U.S.C.) entspricht insoweit einem dem kontinentaleuropäischen Regelungswerk vergleichbare Kodifikation bisweilen ergangener Acts in den U.S.A.

⁹⁶ *Soderquist/Gabaldon*, S. 170.

⁹⁷ *Soderquist/Gabaldon*, S. 170 f., die 18 U.S.C. § 1348 dahingehend auslegen wollen, dass der Anwendungsbereich eine über SEC Rule 10b-5 hinausgehende Bedeutung erlangt.

⁹⁸ *Klein/Coffee*, S. 172; *Schulte*, Ad-hoc-Publ., § 6 Rn. 54.

die Vornahme der Transaktion im Vertrauen auf die Darstellung (*reliance*) und die Kausalität (*causation*) und den Schaden (*damages*) abzielt.⁹⁹

a) Persönlicher Anwendungsbereich

Grundsätzlich kann unter SEC Rule 10b-5 jeder geschädigte Anleger anspruchsberechtigt sein, sofern die nachfolgenden Voraussetzungen in einem Prozess seitens der Klägerseite hinreichend nachgewiesen und begründet werden.

Der Anspruchsverpflichtete kann nach SEC Rule 10b-5 sowohl eine täterschaftlich handelnde natürliche als auch juristische Person sein.¹⁰⁰

Damit ist eine Teilnehmerhaftung ausgeschlossen. Die jüngst erneut proklamierte *leading opinion* des U.S. Supreme Court bestätigt abermals, dass Anstifter und Gehilfen nicht durch den impliziten Schadensersatzanspruch gem. SEC Rule 10b-5 i.V.m. SEA § 10(b) von geschädigten Anlegern in Anspruch genommen werden können.¹⁰¹

b) Sachlicher Anwendungsbereich

Die Tathandlung der SEC Rule 10b-5 ist auf Falschdarstellungen von wesentlicher Bedeutung (*any untrue statement of material fact*) jedweder Art angelegt. Damit führt nicht nur ein Verstoß gegen die gesetzlichen Publizitätspflichten zur Anwendung des Anspruchs, sondern sämtliche Falschdarstellungen, die im Einzelnen gesetzlich nicht reglementiert sind.¹⁰² Die Tathandlung kann gem. SEC Rule 10b-5(b) sowohl durch Tun als auch durch Unterlassen begangen werden.

Weitergehend muss diese Falschdarstellung in Zusammenhang mit einer Wertpapiertransaktion (*in connection with-requirement*) stehen. Das *in connection with*-Erfordernis wird von den U.S.-amerikanischen Gerichten weit und zugunsten der Anleger ausgelegt.¹⁰³ Erforderlich ist danach nur

⁹⁹ Klein/Coffee, S. 172; Werlen, Unternehmensfinanz., § 30 Rn. 140 f.

¹⁰⁰ Ratner/Hazen, S. 144.

¹⁰¹ Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., 128 S. Ct. 761 (2008); dazu ausführlich Fleischer, AG 2008, 265 ff.; damit bleibt es bei einer ausschließlichen Verfolgung von Teilnehmern durch die SEC nach SEA § 20(e).

¹⁰² Loss/Seligman, S. 537 f.; Ratner/Hazen, S. 144.

¹⁰³ Ratner/Hazen, S. 149; Soderquist/Gabaldon, S. 150 m.w.N.

der Befund, dass die Falschdarstellung objektiv geeignet war, die Transaktionsentscheidung eines vernünftigen Anlegers zu beeinflussen.¹⁰⁴ Des Weiteren sind Wertpapiere i.S.v. SEC Rule 10b-5 sämtliche verbrieften Mitgliedschaftsrechte (*any security*).¹⁰⁵ Eine Registrierung des Wertpapiers unter dem SA oder SEA ist damit nicht erforderlich und für die Anwendung der SEC Rule 10b-5 ohnehin unerheblich.

Eine der wohl wichtigsten Voraussetzungen ist schließlich, dass der geschädigte Anleger eine Transaktionsentscheidung (*Purchaser-Seller-requirement*) aufgrund der Falschdarstellungen vorgenommen haben muss.¹⁰⁶ Diese sog. *Birnbaum-Rule* ist vornehmlich unter Gesichtspunkten der Beweiserleichterung sowie zur Begrenzung des Missbrauchsrisikos bei *class actions*¹⁰⁷ durch höchstrichterliche Rechtsprechung entstanden.¹⁰⁸ Personen, die eine potentielle Kauf- oder Verkaufentscheidung aufgrund der Falschdarstellungen nicht vorgenommen haben (sog. *would-be purchasers and sellers*), sind jedoch nicht anspruchsberechtigt.¹⁰⁹

c) Wissentlichkeit als subjektives Erfordernis

Liegen die vorbenannten objektiven Tatbestandsmerkmale vor, erfordert eine erfolgreiche Klage nach SEC Rule 10b-5 noch ein subjektives Element. Mit *Ernst & Ernst v. Hochfelder* entschied der U.S. Supreme Court, dass der Kläger beweisen muss, dass der Beklagte wissentlich gehandelt hat (*with scienter*).¹¹⁰ Damit ist sowohl ein langer Meinungsstreit um das Erfordernis von Vorsatz oder Fahrlässigkeit als auch die expansive Anwendung der SEC Rule 10b-5 niedergelegt worden.¹¹¹ Das Erfordernis der Wissentlichkeit (*scienter*) wurde in o.g.

¹⁰⁴ Ratner/Hazen, S. 150.

¹⁰⁵ Baums, ZHR 167 (2003), 148; Schulte, Ad-hoc-Publ., § 6 Rn. 61.

¹⁰⁶ Soderquist/Gabaldon, S. 155 f.

¹⁰⁷ Sog. *strike suiters* bringen unbegründete, aber problematische Klagen vor Gericht, um Unternehmen zu einer außergerichtlichen Streitschlichtung zu zwingen, vgl. Soderquist/Gabaldon, S. 156.

¹⁰⁸ *Birnbaum v. Newport Steel Corp.*, 193 F.2d 461; Baums, ZHR 167 (2003), 178.

¹⁰⁹ Vgl. nur *Blue Chips Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, (1975).

¹¹⁰ *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 96 S.Ct. 1375, 47 L.Ed.2d 668 (1976).

¹¹¹ Soderquist/Gabaldon, S. 156 f.

Urteil des *U.S. Supreme Court* weitergehend jedoch nicht bestimmt. Insofern bleibt bis zu einer endgültigen Entscheidung festzustellen, dass bisweilen damit betraute *Court of Appeals* mehrheitlich Leichtfertigkeit (*recklessness*) für *scienter* als ausreichend befunden haben.¹¹²

d) Materiality

In *Basic Inc. v. Levinson* hat der *U.S. Supreme Court* das für das U.S.-amerikanische Kapitalmarktrecht bekannte Erfordernis der Wesentlichkeit (*materiality*) auf SEC Rule 10b-5 übertragen.¹¹³ *Materiality* ist danach gegeben, wenn hinreichend wahrscheinlich ist, dass ein vernünftiger Anleger die Mitteilung als bedeutend ansieht und sie zur Grundlage seiner Anlageentscheidung machen würde.¹¹⁴ Mündliche Aussagen des Vorstands oder Prognosen, die lediglich eine persönliche Meinung widerspiegeln oder nicht auf hinreichenden Tatsachen gründen, werden grundsätzlich als unwesentlich eingestuft.¹¹⁵

e) Reliance und Causation

Bekannter ist *Basic Inc. v. Levinson* jedoch für die höchstrichterliche Anerkennung der *fraud on the market theory* im Rahmen von Schadensersatzklagen nach SEC Rule 10b-5 respektive des Kausalitätsnachweises.¹¹⁶ Das *reliance*-Erfordernis besagt, dass der Anleger im Vertrauen auf die Falschdarstellung gehandelt haben muss.¹¹⁷ Die damit einhergehenden, erheblichen Beweisschwierigkeiten für den Kläger werden unter der *fraud on the market theory* in eine widerlegbare Vermutung umgekehrt. Danach wird zugunsten des Klägers vermutet, dass der Preis eines Wertpapiers auf einem effizienten Kapitalmarkt durch die verfügbaren Informationen über das Unternehmen bestimmt wird

¹¹² *Soderquist/Gabaldon*, S. 157; *Schulte*, Ad-hoc-Publ., § 6 Rn. 64 m.w.N.

¹¹³ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 242 (1988); *Soderquist/Gabaldon*, S. 164.; *Loss/Seligman*, S. 582.

¹¹⁴ Grundlegend *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* 426 U.S. 438 (1976).

¹¹⁵ Instruktiv die Aufzählung bei *Schulte*, Ad-hoc-Publ., § 6 Rn. 74 f. und zur *safe-harbour-doctrine* gem. SEA Sec. 21E(c), *ders.*, § 6 Rn. 76 f.

¹¹⁶ *Klein/Coffee*, S. 172; *Soderquist/Gabaldon*, S. 154; *Ratner/Hazen*, S. 180.

¹¹⁷ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, (1988); *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d. 891, 907 (1975).

(ECMH)¹¹⁸, so dass der Anleger durch die Falschdarstellung stets beeinflusst wird, auch wenn er sie nicht unmittelbar zu seiner Anlageentscheidung heranzieht.¹¹⁹

Da die U.S.-amerikanische Rechtsprechung zwischen dem *reliance*-Erfordernis und der Kausalität (*causation*) keine Trennung vornimmt, sondern vielmehr *reliance* als Mittel zur Darlegung der *causation* ansieht, muss der Kläger weitergehend den Beweis erbringen, dass die Falschdarstellung kausal für die nachteilige Transaktion (*transaction causation*) und den dadurch erlittenen Schaden (*loss causation*) war.¹²⁰

Die *transaction causation* ist zu bejahen, wenn der Anleger ohne die Falschdarstellung die Wertpapiertransaktion nicht oder nur in anderer Form vorgenommen hätte.¹²¹ Die *loss causation*¹²² liegt vor, wenn der Anleger darlegt, dass der erlittene Schaden unmittelbar auf die Transaktion der Wertpapiere zurückzuführen ist.¹²³

f) Damages: Rescission v. Out of Pocket

Als Rechtsfolge sieht SEA Sec. 10(b) i.V.m. SEC Rule 10b-5 einen Schadensersatz vor. Wie der Schaden konkret bemessen wird, ist unter den Gerichten sehr streitig und bislang ohne vorherrschende Ansicht.¹²⁴

Im Wesentlichen lassen sich sog. *out-of-pocket damages* und *rescissionary damages* unterscheiden.¹²⁵ *Out-of-pocket* bezeichnet den Ersatz der Kursdifferenz, d.h. den Unterschiedsbetrag zwischen dem hypothetischen Wert zum Verkaufs- bzw. Kaufzeitpunkt unter Beachtung effizienter Kapitalmärkte und dem Wert zum Zeitpunkt der Falschdarstellung. Der Kursdifferenzschaden ist in SEA Sec. 21D(e)

¹¹⁸ Klein/Coffee, S. 417; Sauer, ZBB 2005, 25 f.

¹¹⁹ Blackie v. Barrack, 524 F.2d. 891, 907 (9th Cir. 1975).

¹²⁰ Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128, 155 (1972).

¹²¹ Ratner/Hazen, S. 156.

¹²² Seit 1995 ist die *loss causation* in SEA Sec. 21D(b)(4) als „standard rule of tort law“ [Bastian v. Petren Resources Corp., 892 F.2d 680, 685 (7th Cir. 1990)] kodifiziert.

¹²³ Loss/Seligman, S. 1268 Fn. 210 ff.

¹²⁴ Soderquist/Gabaldon, S. 165.

¹²⁵ Soderquist/Gabaldon, S. 165; nicht diskutiert werden die *benefit-of-the-bargain damages / measured by the disgorgement approach*, die beide sehr selten angewandt werden.

besonders reguliert, mit dem Ziel, den Anleger bei Gewährung des *out-of-pocket*-Ansatzes nicht besser zu stellen, als er ohne Falschdarstellung stünde.¹²⁶ *Rescissionary damages* entsprechen insoweit einer Naturalrestitution, mithin der Rückgängigmachung der Wertpapiertransaktion. Voraussetzung ist dabei, dass der klägerische Vortrag auf der willenswidrigen Falschdarstellung im Kauf- bzw. Verkaufszeitpunkt liegt.¹²⁷

Neben zivilrechtlichen Schadensersatzansprüchen sind gleichwohl etwaige Strafzahlungen der SEC erwähnenswert. So hat die SEC in denen von ihr geführten Verfahren neben zivilrechtlichen Verhandlungen, die Möglichkeit unter SEA Sec. 21(d)(3) und SEA Sec. 21(c)(3) Strafen gegen die Publizitätspflichtverletzungen des Unternehmens zu verhängen.¹²⁸

3. Rezeption der U.S.-amerikanischen Regelungen

Nachdem nunmehr das System der U.S.-amerikanischen Kapitalmarktinformationshaftung dargestellt wurde, fragt sich nach Möglichkeiten zum Übertrag der Regelungen auf die Schwachstellen der deutschen Kapitalmarktinformationshaftung respektive der Haftung nach §§ 37b, 37c WpHG.

Dahingehend ist zunächst feststellungsbedürftig, ob sich der deutsche Gesetzgeber nicht bereits bei Schaffung der §§ 37b, 37c WpHG von der U.S.-amerikanischen Regelung hat inspirieren lassen. Finden sich explizit in den Gesetzesmaterialien zum 4. FMFG keine Anzeichen für eine rechtsvergleichende Umschau¹²⁹, so lässt jedoch der direkte Vergleich einige Gemeinsamkeiten erkennen.

¹²⁶ *Ratner/Hazen*, S. 148 f.; es handelt sich dabei um eine Einschränkung der Schadensberechnung zugunsten des Unternehmens, die durch den *Private Securities Litigation Reform Act* 1995 in den SEA implementiert wurde; vgl. aus dem deutschen Schrifttum *Fleischer*, BB 2002, 1872.

¹²⁷ *Schulte*, Ad-hoc-Publ., § 6 Rn. 89.

¹²⁸ *Soderquist/Gabaldon*, S. 166 f.

¹²⁹ So auch *Sethe*, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 31 a.E.

Ein Vorbild für die §§ 37b, 37c WpHG stellt die sog. *Birnbaum Doctrine* mit Blick auf das Transaktionserfordernis dar. Die Rezeption hat präventive und Erfolg versprechende Vorteile, da mit ihr eine Vielzahl von unbegründeten Klagen unterbleibt und Anleger, die zwar theoretisch aber praktisch nicht betroffen sind und damit keinen Schaden erlitten haben, von der gerichtlichen Geltendmachung des Anspruchs ausgeschlossen werden.¹³⁰

Ähnlich verhält es sich mit der Rezeption der *fraud on the market theory*. Der Streit um eine konkrete Kausalität und dem Vertrauen auf eine ordnungsgemäße Preisbildung lässt sich mit der *fraud on the market theory* zugunsten des Anlegerschutzes und damit i. S. d. deutschen Gesetzgebers zufrieden stellend lösen. Die der (konkreten) haftungsbegründenden Kausalität inhärente Beweis- und Darlegungslast ist für den Anleger derart hoch, dass ein erfolgreicher Prozess i. d. R. aussichtslos sein wird. Zumal es sich auf dem Sekundärmarkt nicht um ein *face-to-face*-Geschäft handelt, sondern der Sekundärmarkt bereits sämtliche Informationen für den Anleger bündelt¹³¹, ist es eine legitime Entscheidung, den Anleger in den Kapitalmarkt und eine ordnungsgemäße Preisbildung vertrauen zu lassen. Das legt eine Vermutung der haftungsbegründenden Kausalität zugunsten des Anlegers i.S.d. *fraud on the market theory* auch im deutschen Recht sehr nahe.¹³²

Erwähnenswert sind ebenfalls die sich ähnelnden Tendenzen der Teilnehmerhaftung in der deutschen und U.S.-amerikanischen Kapitalmarktinformationshaftung. Scheidet mit der herrschenden Ansicht eine Anwendung des § 830 BGB über §§ 37b, 37c WpHG aus, bleiben auch Teilnehmer in den U.S.A. von SEC Rule 10b-5 unbeschadet. Beide

¹³⁰ Vgl. *Fleischer*, Hdb. KapAnIR, § 7 Rn. 51.

¹³¹ So die Erkenntnisse der ECMH; eingehend *Sauer*, ZBB 2005, 25 f.

¹³² *Fleischer*, Hdb. KapAnIR, § 7 Rn. 46; für die Rezeption in das deutsche Recht, vgl. *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1860; *Sethe*, WpHG Komm., §§ 37b, c Rn. 84 m.w.N.; siehe aber auch *BGH ZIP* 2007, 326.

Rechtsordnungen halten auf anderem Wege jedoch hinreichende Sanktionsmöglichkeiten bereit.¹³³

Hinsichtlich der U.S.-amerikanischen Ansichten zur Schadensermittlung lassen sich deutliche Gemeinsamkeiten zur deutschen Diskussion finden. Neben Gemeinsamkeiten verhilft der Blick jedoch v. a. zu einer zielstrebigem Lösung der Problematik und damit zu einer vorherrschenden Ansicht, der sich die Rechtsprechung und der Gesetzgeber künftig annehmen können. *Rescissionary damages* sind in der U.S.-amerikanischen Spruchpraxis eine Seltenheit, da sie ein vertragliches Verhältnis zwischen Unternehmen und Investor erfordern.¹³⁴ Liegt selbst diese Voraussetzung vor, sind die U.S.-amerikanischen Gerichte eher zögerlich bei der Gewährung einer Rückabwicklung der Transaktion.¹³⁵ *Out of pocket damages* sind damit vorherrschend, was die Belege aus der Rechtsprechung untermauern.¹³⁶ Dem Emittenten bei einer möglichen Rückabwicklung systematische Risiken des Kapitalmarktes aufzuerlegen, sind mit den Erkenntnissen der U.S.-amerikanischen Finanzwissenschaft ebenfalls abzulehnen, was den Übertrag auf die deutsche Rechtsordnung unter den gleichen Gesichtspunkten wünschenswert erscheinen lässt.

SEC Rule 10b-5 stellt eine Generalklausel für Informationshaftung am Kapitalmarkt dar und umfasst damit sowohl die Haftung auf dem Primärmarkt als auch die auf dem Sekundärmarkt.¹³⁷ Eine solche generalklauselartige Anspruchsgrundlage bzw. allgemeine Erklärungs haftung ist dem deutschen Recht fremd.¹³⁸ SEC Rule 10b-5 gilt aufgrund seiner expansiveren Auslegung auch als Auffangtatbestand für die restriktiveren Regelungen des SOX und des SEA.¹³⁹ Auch dieser Umstand ist nicht mit der deutschen Kapitalmarktinformationshaftung in

¹³³ Vgl. auch Casper, BKR 2005, 84.

¹³⁴ Ratner/Hazen, S. 310.

¹³⁵ Ratner/Hazen, S. 180 m.N. aus der Rspr.

¹³⁶ *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128, 155 (1972).

¹³⁷ Ratner/Hazen, S. 144; Baums, ZHR 167 (2003), 150 f.

¹³⁸ S. aber ausführl. zum Vorschlag der Regierungskommission Corporate Governance bzgl. der Annäherung an einen allg. Informationshaftungstatbestand, Veil, ZHR 167 (2003), 398 f. (i.E. jedoch auch ablehnend).

¹³⁹ Soderquist/Gabaldon, S. 170 f.; Schulte, Ad-hoc-Publ., § 6 Rn. 47.

Einklang zu bringen. Auch wenn sich unter diesen Gesichtspunkten eine generelle Rezeption der SEC Rule 10b-5 als problematisch erweist, bietet die wesentlich ausgreifere Anspruchsgrundlage jedoch fruchtbare Ansätze für die §§ 37b, 37c WpHG.

VI. Fazit

Die durch das 4. FMFG eingefügten §§ 37b, 37c WpHG stellen erstmalig in Reaktion auf die Skandale am Neuen Markt und zur Stärkung des Anlegerschutzes eine eigenständige Anspruchsgrundlage für Verletzungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 WpHG zur Verfügung. Wie sich im Beitrag gezeigt hat, ist sowohl die dogmatische Einordnung als auch einige Tatbestandsvoraussetzungen, v. a. das Kausalitätserfordernis sowie die Schadensermittlung sehr streitig und bisweilen nicht hinreichend beantwortet. V. a. mit Blick auf das U.S.-amerikanische Kapitalmarktrecht lassen sich jedoch vorhandene Lücken und Streitigkeiten um die §§ 37b, 37c WpHG lösen. Es bleibt jedoch zu hoffen, dass sich sowohl der Gesetzgeber als auch die Rechtsprechung um eine Konkretisierung der Anspruchsgrundlagen bemüht. Es ist abzusehen, dass sich v. a. die Rechtsprechung aufgrund der anhängigen Musterverfahren unter dem KapMuG mit den §§ 37b, 37c WpHG näher gehend äußert und die im Schrifttum vertretenen Ansichten ausgiebig einbezieht.