

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 138

Der nach den §§ 97 und 98 WpHG zu ersetzende Schaden

Von

Jan-Felix Winter



Duncker & Humblot · Berlin

JAN-FELIX WINTER

Der nach den §§ 97 und 98 WpHG
zu ersetzende Schaden

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 138

Der nach den §§ 97 und 98 WpHG zu ersetzende Schaden

Von

Jan-Felix Winter



Duncker & Humblot · Berlin

Die Fakultät Wirtschaftswissenschaften der Leuphana Universität Lüneburg
hat diese Arbeit im Jahre 2018 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2019 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-15699-3 (Print)
ISBN 978-3-428-55699-1 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85699-2 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2018 von der Leuphana Universität Lüneburg als Dissertationsschrift angenommen. Die Verteidigung fand am 04.07.2018 statt.

Meinem Doktorvater Professor Dr. Alexander Schall, M.Jur. (Oxford), gilt mein besonderer Dank für die exzellente Betreuung von der Themenfindung bis zur Verteidigung dieser Doktorarbeit.

Professor Dr. Axel Halfmeier, LL.M. (Michigan), und Professor Dr. Tim W. Dornis, J.S.M. (Stanford), danke ich für die kurzfristige Erstellung des Zweit- und Drittgutachtens.

Bei der Korrektur und Durchsicht des Manuskripts haben sich Dr. Max-Reinhard Winter, Frank Mühl und Dr. Jan-Martin Kleindienst verdient gemacht.

Meinen Eltern Bärbel und Dr. Max-Reinhard Winter danke ich für ihre große Unterstützung während meiner gesamten juristischen Ausbildung. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Hamburg, im Winter 2018

Jan-Felix Winter

Inhaltsverzeichnis

Erstes Kapitel

Einleitung	17
A. Problemstellung	17
B. Ziel der Arbeit	20

Zweites Kapitel

Geschichte	21
A. Der Warenhandel vor Beginn des Börsenhandels	21
B. Der Beginn der Entwicklung des Börsenhandels	21
C. Das Börsengesetz von 1896	22
D. Die erste Ad-hoc-Mitteilungspflicht nach § 44a BörsG (a.F.)	23
E. Die Einführung des Wertpapierhandelsgesetzes	24
F. Börsenboom und Zusammenbruch des „Neuen Marktes“	26
G. Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz und die weitere Entwicklung	27
H. Die Marktmissbrauchsverordnung	29
I. Das Zweite Finanzmarktnovellierungsgesetz	29
J. Zusammenfassung	30

Drittes Kapitel

Die Ad-hoc-Mitteilungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR	31
A. Emittent von Finanzinstrumenten	31
I. Emittent	31
II. Finanzinstrumente	32

B. Insiderinformation	32
I. Präzise Information	33
1. Information	33
2. Präzision	34
3. Mehrstufige Entscheidungsprozesse	35
4. Gerüchte	36
5. Meinungen, Ansichten und Prognosen	37
II. Fehlende öffentliche Bekanntheit	37
III. Bezug zu Emittenten oder Finanzinstrumenten	38
IV. Kursbeeinflussungspotenzial	39
1. Prognose	40
2. Erheblichkeit der Kursbeeinflussung	41
C. Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten	42
D. Unverzügliche Veröffentlichung	43
I. Veröffentlichung	43
II. Unverzüglich	44
E. Ausnahmen von der Ad-hoc-Mitteilungspflicht	44
F. Zusammenfassung	45

Viertes Kapitel

Voraussetzung eines Schadensersatzes nach §§ 97 und 98 WpHG 46

A. Die Rechtsnatur des Schadensersatzes nach §§ 97 und 98 WpHG	46
I. Vertrauenshaftung	46
II. Vertragshaftung	47
III. Deliktshaftung	47
IV. Stellungnahme	48
B. Die Pflichtverletzung des Emittenten	49
I. Insiderinformation, die den Emittenten unmittelbar betrifft	49
II. Unterlassen der unverzüglichen Veröffentlichung von Insiderinformationen nach § 97 WpHG	49
III. Veröffentlichung unwahrer Insiderinformationen nach § 98 WpHG	50
C. Anspruchsberechtigung	51
I. Der erwerbende Neuanleger	52
II. Der veräußernde Altanleger	53
III. Der untätig gebliebene Anleger	54

D. Verschulden 54

E. Schaden 56

F. Haftungsbegründende Kausalität 56

G. Haftungsausfüllende Kausalität 56

H. Haftungsausschluss nach den §§ 97 Abs. 3 und 98 Abs. 3 WpHG 57

I. Zusammenfassung 57

Fünftes Kapitel

Der Schadensersatz nach den §§ 97 und 98 WpHG 58

A. Allgemeiner zivilrechtlicher Schadensersatz 58

 I. Funktionen des Schadensersatzes 59

 II. Restitution und Kompensation 60

 III. Rückabwicklung als Sonderfall der Naturalrestitution 60

 IV. Allgemeiner zivilrechtlicher Schadensbegriff 61

 V. Veränderung der Schadenshöhe 63

B. Konkreter Schadensersatz nach den §§ 97 und 98 WpHG 63

 I. Die vier möglichen Schadenskonstellationen 63

 II. Das nach den §§ 97 und 98 WpHG verletzte Interesse 64

 1. Der Kursdifferenzschaden 65

 a) Rückwärtige Induktion 66

 aa) Rechtsprechung 67

 bb) Probleme der rückwärtigen Induktion 67

 b) Kollateralschaden 68

 aa) Definition 68

 bb) Rechtsprechung 69

 cc) Ansicht Klöhn 69

 dd) Stellungnahme 70

 ee) Zwischenergebnis 71

 c) Herausrechnung des allgemeinen Marktrisikos 71

 2. Der Vertragsabschlussschaden 72

 3. Unterschiede zwischen Kursdifferenzschaden und Vertragsabschlussschaden 74

C. Zusammenfassung 75

*Sechstes Kapitel***Beschränkung des Schadensersatzes nach § 98 WpHG
auf den Kursdifferenzschaden?**

	76
A. Ersatzfähigkeit nur des Kursdifferenzschadens	77
B. Ersatzfähigkeit des Vertragsabschlusschadens neben dem Kursdifferenzschaden ...	77
I. Freies Wahlrecht	77
II. Ansicht Fleischer	78
III. Ansicht Veil	78
IV. Ansicht Hellgardt	79
C. Meinungsstreit	79
I. Historische Argumentation	79
II. Grammatikalische Argumentation	83
III. Systematische Auslegung	86
1. Systematik innerhalb der Norm	86
2. Systematik außerhalb der Normen	87
IV. Teleologische Argumentation	90
1. Schutzzweck kapitalmarktrechtlicher Regulierungsvorschriften	91
a) Funktionsschutz	91
b) Anlegerschutz als Reflex des Funktionsschutzes	92
c) Anlegerschutz als eigenständiger Schutzzweck	93
d) Stellungnahme	93
2. Schutzzweck des § 98 WpHG	94
a) Ursprünglicher Schutzzweck der Ad-hoc-Mitteilungspflicht gemäß § 15 WpHG a.F.	94
b) Schutzzweck der Ad-hoc-Mitteilungspflicht gemäß § 15 WpHG a.F. nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz	95
c) Schutzzweck der Ad-hoc-Mitteilungspflicht gemäß Art. 17 MAR	96
3. Stellungnahme	96
V. Verteilung des allgemeinen Marktrisikos	97
VI. Rechtspolitische Erwägungen	99
VII. Sonstige Argumente	100
VIII. Rechtsprechung	103
D. Stellungnahme	105
E. Zusammenfassung	106

Siebttes Kapitel

Haftungsbegründende Kausalität nach § 98 WpHG	107
A. Der Vertrauensbegriff	107
I. Vertrauen in den Kapitalmarkt	108
II. Vertrauen in die Marktteilnehmer und ihr Handeln	108
B. Haftungsbegründende Kausalität bei Kursdifferenz- und Vertragsabschlusschaden	109
I. Haftungsbegründende Kausalität bei Ersatz des Kursdifferenzschadens	109
1. Preiskausalität und Transaktionskausalität	109
a) Preiskausalität	109
b) Transaktionskausalität	110
2. Meinungsstreit	111
a) Grammatikalische Argumentation	111
b) Historische Argumentation	112
c) Systematische Argumentation	113
aa) Systematik innerhalb der Norm	113
bb) Systematik außerhalb der Norm	114
d) Teleologische Argumentation	115
e) Gefahr gegenläufiger Transaktionen	116
f) Stellungnahme	116
3. Rechtsprechung	118
a) Rechtsprechung zu § 826 BGB	118
b) Rechtsprechung zu §§ 37b und 37c WpHG a.F.	119
aa) IKB-Urteil	119
bb) Stellungnahme	120
II. Haftungsbegründende Kausalität bei Ersatz des Vertragsabschlusschadens	121
C. Zusammenfassung	122

Achtes Kapitel

Beweislast hinsichtlich der haftungsbegründenden Kausalität	123
A. Der Beweis der haftungsbegründenden Kausalität	124
I. Beweismittel	124
1. Zeugenbeweis	124
2. Vorlage von Presseartikeln und Analystenberichten	124
3. Parteivernehmung nach § 448 ZPO	125
4. Stellungnahme	125

II. Prozessuale Wege zur Verbesserung der Beweissituation	126
1. Abtretung des Schadensersatzanspruchs nach §§ 398 ff. BGB	126
a) Die Folgen der Abtretung	126
b) Stellungnahme	127
2. Nutzung strafrechtlicher Ermittlungsergebnisse	128
a) Kausale Vermögensverfügung des Anlegers	128
b) Fehlende Präjudizwirkung von Strafurteilen	129
c) Stellungnahme	130
3. Beweislastvertrag	130
4. Zwischenergebnis	130
B. Mögliche Formen einer Beweiserleichterung	131
I. Beweislastumkehr in analoger Anwendung des § 23 Abs. 2 Nr. 1 WpPG	131
1. Rechtsprechung	132
2. Stellungnahme	132
II. Anwendung der Figur der Anlagestimmung	133
1. Anwendung auf § 98 WpHG	134
2. Rechtsprechung	134
3. Stellungnahme	136
III. Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens	137
1. Voraussetzung für eine Anwendung auf § 98 WpHG	137
2. Rechtsprechung	138
3. Stellungnahme	138
IV. Zwischenergebnis	138
C. Zusammenfassung	139

Neuntes Kapitel

Die fraud on the market theory in den USA	140
A. Geschichte des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts	140
B. Der Schadensersatzanspruch nach Section 10b SEA i.V.m. SEC Rule 10b-5	144
I. Anspruchsgrundlage	144
II. Misrepresentation or Omission	146
1. Veröffentlichungspflichten aus Section 13 SEA	147
2. Veröffentlichungspflichten aus Section 10(b) SEA i.V.m. SEC Rule 10b-5	148
III. Materiality	150
IV. Connection with the Purchase or Sale of any Security	151
1. Sale or Purchase	151
2. Securities	151

V. Scienter	152
VI. Reliance und Transaction Causation	153
VII. Loss causation	154
VIII. Damage	155
1. Out of pocket damage	155
2. Rescissionary damage	156
C. Die Kapitalmarkteffizienzhypothese	157
I. Inhalt der Kapitalmarkteffizienzhypothese	157
II. Die drei Varianten der Kapitalmarkteffizienz	158
1. Die schwache Variante	158
2. Die mittelstarke Variante	158
3. Die starke Variante	159
III. Kritik an der Kapitalmarkteffizienzhypothese	159
IV. Stellungnahme durch den Supreme Court	161
V. Stellungnahme zur Kritik	161
D. Entwicklung der fraud on the market theory	162
I. Rechtslage vor der Anerkennung der fraud on the market theory durch den Supreme Court	162
II. Das Verfahren Basic Inc. v. Levinson	164
1. Hintergrund	164
2. Sachverhalt	165
3. Urteil	165
4. Voraussetzungen der fraud on the market theory	166
5. Widerlegbarkeit der fraud on the market theory	166
6. Minderheitsvotum	167
7. Kritik am Urteil	167
8. Stellungnahme zur Kritik	169
III. Das Verfahren Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.	170
1. Hintergrund	170
2. Sachverhalt	171
3. Urteil	171
4. Auseinandersetzung mit der Kritik an Basic Inc. v. Levinson	172
5. Auseinandersetzung mit den Vorschlägen von Halliburton	173
6. Konzeptionelle Neujustierung?	174
7. Minderheitsvotum	175
E. Zusammenfassung	176

Zehntes Kapitel

Die fraud on the market theory in Deutschland	177
A. Die Rechtsprechung des BGH zur fraud on the market theory	177
I. Rechtsprechung vor Einführung der §§ 37b und 37c WpHG a.F.	178
II. Rechtsprechung nach Einführung der §§ 37b und 37c WpHG a.F.	179
III. Stellungnahme	179
B. Übertragbarkeit der fraud on the market theory auf das deutsche Recht	181
I. Analoge Anwendung der fraud on the market theory?	181
II. Rezeption der fraud on the market theory	182
III. Die Vergleichbarkeit der Systeme der Kapitalmarktinformationshaftung	183
1. Vergleich der Entstehungsgeschichte	183
2. Einflüsse des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts auf das deutsche Kapitalmarktrecht	183
3. Zwischenergebnis	185
IV. Die Vergleichbarkeit der Schadensersatznormen	185
1. Misrepresentation – Veröffentlichung unwahrer Insiderinformationen	186
2. Materiality – Kursrelevanz	186
3. Connection with the purchase or sale of any security – Transaktionserfordernis	187
4. Securities – Finanzinstrumente	187
5. Scierer – Vorsatz	187
6. Reliance und Transaction Causation – Vertrauen und Transaktionskausalität	188
7. Loss causation – Haftungsausfüllende Kausalität	188
8. Damage – Schaden	188
9. Unterschied in der Struktur der Schadensersatzansprüche	189
10. Zwischenergebnis	189
C. Die Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarktes	190
I. Einleitung	190
II. Untersuchungen zur deutschen Kapitalmarktinformationseffizienz	190
III. Argumente für die Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarktes	191
1. Transaktionskosten	191
2. Kosten des Zugangs zu Informationen	192
3. Beurteilung der Informationen durch die Marktteilnehmer	193
IV. Indizien für die Effizienz des deutschen Kapitalmarktes	194
V. Zwischenergebnis zur Effizienz des deutschen Kapitalmarktes	194
D. Kritik an der Anwendung der fraud on the market theory auf § 98 WpHG	195
I. „Uferlose Ausweitung des Haftungstatbestandes“	195
II. Erpressungspotenzial	195

III. Umgehung des Vertrauenserfordernisses des § 98 WpHG 197

E. Stellungnahme 197

F. Zusammenfassung 197

Elftes Kapitel

Die Problematik in Bezug auf § 97 WpHG 199

A. Der nach § 97 WpHG zu ersetzende Schaden 199

 I. Historische Argumentation 200

 II. Grammatikalische Argumentation 200

 III. Systematische Argumentation 201

 IV. Teleologische Argumentation 202

 V. Verteilung des allgemeinen Marktrisikos 202

 VI. Rechtsprechung 203

 VII. Stellungnahme 203

B. Haftungsbegründende Kausalität 203

 I. Konkretes Vertrauen als ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal 203

 II. Bezugspunkt des Vertrauens 205

 1. Vertrauen des Anlegers, dass es keine zu veröffentlichenden Insiderinformationen gibt 205

 a) In der Regel kein konkretes Vertrauen bei Nichtveröffentlichung 205

 b) Ausnahmefälle in Bezug auf ein konkretes Vertrauen bei Nichtveröffentlichung 206

 aa) Konkrete Gerüchte 206

 bb) Nichtberichtigung von Ankündigungen 208

 2. Vertrauen in den Zustand, wie er sich ohne eine Veröffentlichung darstellt 209

 3. Stellungnahme 210

 III. Der Ersatz des Kursdifferenzschadens nach § 97 WpHG 210

 IV. Ersatz des Vertragsabschlusschadens 210

C. Beweislast und Beweiserleichterung 211

 I. Beweislast 211

 II. Beweiserleichterung 211

D. Anwendung der fraud on the market theory auf Schadensersatzansprüche nach § 97 WpHG 212

E. Zusammenfassung 213

Zwölftes Kapitel

Zusammenfassung der Ergebnisse	214
Literaturverzeichnis	219
Stichwortverzeichnis	234

Erstes Kapitel

Einleitung

A. Problemstellung

„Der Selbstmord“. So titelte der Spiegel etwas plakativ in seiner Ausgabe vom 26. September 2015¹. Der Titel bezog sich auf den Volkswagen-Konzern und stand im Zusammenhang mit dem kurz zuvor bekanntgewordenen sogenannten Abgasskandal². Über viele Jahre hinweg hatte der Volkswagen-Konzern in ungefähr elf Millionen Fahrzeugen diverser Konzern-Marken eine Software installiert, die erkennen konnte, ob sich das Fahrzeug auf einem Rollenprüfstand befand, und die in diesen Fällen den Motorenbetrieb dahingehend beeinflusste, dass die Abgaswerte deutlich positiver ausfielen als im Normalbetrieb. Auf diese Weise war es möglich, die Fahrzeuge als besonders sauber und umweltfreundlich zu bewerben. Nachdem der US-amerikanischen Umweltbehörde Environmental Protection Agency (EPA) die vom Normalbetrieb abweichenden Abgaswerte bereits im Juli 2015 aufgefallen waren und sie den Volkswagen-Konzern aufgefordert hatte, alle betroffenen Fahrzeuge zurückzurufen, gab dieser am 20. September 2015 die Abgasmanipulation erstmals öffentlich zu. Dies hatte drastische Folgen für den Volkswagen-Konzern: Bereits am 21. September 2015 brach der Kurs der Volkswagen-Aktie um bis zu 23 % ein. Am 23. September 2015 trat der damalige Vorstandsvorsitzende Martin Winterkorn zurück. Weltweit klagen Käufer von Fahrzeugen mit geschönten Abgaswerten auf Schadensersatz³. Viele Regierungen fordern den Volkswagen-Konzern zum unverzüglichen Rückruf der betroffenen Fahrzeuge auf. Wieviel der Abgasskandal den Volkswagen-Konzern letztlich kosten wird und ob er, wie der Spiegel-Titel suggeriert, existenzbedrohend ist, kann noch nicht abgeschätzt werden. Dies hängt nicht unerheblich auch vom Schadensersatz ab, der möglicherweise den Aktionären von Volkswagen zugesprochen wird. Denn der Volkswagen-Konzern hat die Öffentlichkeit aller Voraussicht nach nicht rechtzeitig informiert und damit gegen die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen gemäß Art. 17 Abs. 1

¹ Der Spiegel, Heft 40/2015, erschienen am 26. September 2015.

² Vgl. zum VW-Abgasskandal *Hilgard/Haubner*, in: IWRZ 2016, S. 51, 51 f.; *Ring*, in: NJW 2016, S. 3121, 3121 ff.

³ *Breitinger*, in: Der Abgasskandal, Artikel auf www.zeit.de, zuletzt aktualisiert am 10. September 2018, www.zeit.de/wirtschaft/diesel-skandal-volkswagen-abgase (zuletzt aufgerufen am 12. Dezember 2018); *Niesen*, in: Volkswagen-Affäre – Chronik eines Skandals, Artikel auf www.spiegel.de vom 19. Mai 2017, www.spiegel.de/auto/aktuell/vw-abgasskandal-chronik-eines-skandals-a-1122730.html (zuletzt aufgerufen am 12. Dezember 2018).

MAR⁴ verstoßen. Aktionäre, die aufgrund der verspäteten Veröffentlichung Aktien über Wert gekauft haben, könnten gegen den Volkswagen-Konzern einen Schadensersatzanspruch wegen unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung von Insiderinformationen aus § 97 Abs. 1 WpHG haben⁵.

Die Pflicht zur „unverzüglichen“ Mitteilung von Insiderinformationen (Ad-hoc-Mitteilung) durch die Emittenten von Finanzinstrumenten nach Art. 17 Abs. 1 MAR ist das wohl wichtigste Instrument einer (gerechten) Preisbildung der Finanzinstrumente am Kapitalmarkt. Die durch umfassende und wahrheitsgemäße Veröffentlichung erlangte Transparenz ist von zentraler Bedeutung für das Vertrauen der Anleger in die Integrität des Kapitalmarkts und somit für dessen Funktionsfähigkeit⁶. Dem steht gegenüber, dass es für den Emittenten von Finanzinstrumenten im Einzelfall wirtschaftlich vorteilhafter sein kann, Insiderinformationen nicht oder nicht unverzüglich zu veröffentlichen oder sogar unwahre Insiderinformationen zu veröffentlichen, um dadurch auf die Preisbildung am Kapitalmarkt Einfluss zu nehmen.

Welche Folgen es haben kann, wenn ein Emittent von Finanzinstrumenten der Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung von Insiderinformationen nicht nachkommt, konnte man insbesondere zum Ende der New-Economy-Blase Anfang des Jahrtausends eindrucksvoll beobachten. Firmen wie Comroad, Infomatec und EM.TV⁷ unterließen es, Insiderinformationen zu veröffentlichen oder veröffentlichten unwahre Insiderinformationen. Die Folge hiervon war auf der einen Seite ein finanzieller Schaden bei vielen Anlegern, die Aktien entweder über Wert erworben oder unter Wert veräußert hatten. Auf der anderen Seite entstand ein massiver Vertrauensverlust in den Kapitalmarkt. Aufgrund dieses Vertrauensverlustes nahmen Anleger Abstand von Investitionen und es kam deutschlandweit zu einer branchenübergreifenden Wirtschaftskrise; der Dax brach von mehr als 8.000 Punkten im März 2000 auf unter 2.200 Punkte im März 2003 ein⁸.

Die damals für solche Fälle im deutschen Recht vorgesehenen Sanktionsmittel waren nicht ausreichend, präventiv auf die Emittenten von Finanzinstrumenten einzuwirken und ein gesetzeskonformes Publizitätsverhalten sicherzustellen. Zudem war es den geschädigten Anlegern mangels spezialgesetzlicher Rechtsgrundlage

⁴ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (Marktmissbrauchsverordnung).

⁵ Vgl. von *KattelBerisha*, in: BKR 2016, S. 409, 409 f., die sich allerdings noch auf § 37b WpHG a.F., die Vorgängerregelung des § 97 WpHG, bezogen.

⁶ Zur Vorgängerregelung, § 15 Abs. 1 WpHG a.F., vgl. Begr. RegE zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BT-Drucksache 15/3174, S. 34; *Klöhn*, in: Kölner Kommentar zum WpHG, § 15 Rdn. 5.

⁷ Vgl. zu diesen Schadensersatzprozessen unten unter 7. Kapitel, B. I. 3. a) und 10. Kapitel, A. I.

⁸ *Mohr*, in: Vom Tellerwäscher zum Milliardär und wieder zurück, Artikel auf www.faz.net vom 17. April 2008, www.faz.net/-gv6-rige (zuletzt aufgerufen am 12. Dezember 2018).

oftmals nicht möglich, Schadensersatz von den Emittenten der Finanzinstrumente zu erlangen. Nachdem der Gesetzgeber festgestellt hatte, dass „das Publizitätsverhalten einiger börsennotierter Unternehmen insoweit starke Mängel aufweist“⁹, führte er durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz im Jahr 2002 die Schadensersatznormen der §§ 37b und 37c WpHG a.F. in das Wertpapierhandelsgesetz ein¹⁰, die sich seit dem 03.01.2018 inhaltlich weitestgehend unverändert in den §§ 97 und 98 WpHG finden¹¹. Diese Normen sehen zugunsten geschädigter Anleger eine Schadensersatzpflicht für den Fall vor, in dem der Emittent von Finanzinstrumenten es unterlässt, publizitätspflichtige Insiderinformationen unverzüglich zu veröffentlichen (§ 97 Abs. 1 WpHG), oder in dem er unwahre Insiderinformationen veröffentlicht (§ 98 Abs. 1 WpHG).

Hinsichtlich der meisten Tatbestandsvoraussetzungen eines Schadensersatzes nach den §§ 97 und 98 WpHG besteht weitestgehend Einigkeit. Einzig die Frage danach, welcher Schaden unter welchen Voraussetzungen erstattungsfähig ist, ist nach wie vor höchst umstritten¹². Diskutiert wird zum einen der Ersatz des Vertragsabschlusschadens in Form der Rückabwicklung des Vertrages zwischen dem Anleger und dem Emittenten. Zum anderen der Ersatz des Kursdifferenzschadens, also der Differenz zwischen dem Investitions- bzw. Desinvestitionspreis auf der einen und dem hypothetischen Preis des Finanzinstruments bei ordnungsgemäßem Publizitätsverhalten auf der anderen Seite¹³. Umstritten ist zudem, ob, bzw. unter welchen Voraussetzungen, der Schadensersatzanspruch ein Vertrauen im Rahmen der haftungsbegründenden Kausalität voraussetzt.

Die Beantwortung dieser Fragen ist nicht abstrakt theoretischer Natur. Die Höhe des Schadensersatzes kann je nach dem zu ersetzenden Interesse stark differieren. Geht man von einem Vertragsabschlusschaden aus, so kann der Schadensersatz ein Vielfaches von dem betragen, was bei Ersatz des Kursdifferenzschadens zu zahlen wäre. Zudem kann ein einzelner Verstoß gegen die Pflicht zur Ad-hoc-Veröffentlichung eine große Zahl an Anlegern schädigen bzw. zum Schadensersatz berechtigen; auch bei einem kleinen individuellen Schaden kann dies zu großen Regresskosten beim Emittenten führen. Gerade aufgrund der massiven Auswirkungen, die Schadensersatzansprüche auf die Emittenten von Finanzinstrumenten haben können, ist

⁹ Begr. RegE zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucksache 14/8017, S. 64.

¹⁰ *Fleischer*, in: Assmann/Schütze, § 6 Rdn. 1 f.; *Möllers/Leisch*, in: Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, c Rdn. 23 f.

¹¹ Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz) vom 23.06.2017, BGBl I 2017, S. 1750 f., 1821. Da sich die Voraussetzungen des Schadensersatzes nach §§ 97 und 98 WpHG sprachlich und inhaltlich kaum von den Vorgängernormen §§ 37b und 37c WpHG a.F. unterscheiden (vgl. unten unter 2. Kapitel, I.), wird im Folgenden vielfach auch auf die Kommentierung zu den §§ 37b und 37c WpHG a.F. verwiesen.

¹² *Möllers/Leisch*, in: Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, c Rdn. 264 ff.; *Sethe*, in: Assmann/Schneider, §§ 37b, 37c Rdn. 84.

¹³ Zum Kursdifferenz- und Vertragsabschlusschaden vgl. unten unter 5. Kapitel, B. II.