

Professor Dr. Thomas M. J. Möllers, Augsburg\*

## Das Verhältnis der Haftung wegen sittenwidriger Schädigung zum gesellschaftsrechtlichen Kapitalerhaltungsgrundsatz – EM.TV und Comroad\*\*

Infomatec, Comroad, aber auch EM.TV gehörten zu den schillerndsten Namen des Neuen Marktes. In der Zeit des Börsenbooms 2000/2001 schnellten die Kurse ihrer Aktien in ungeahnte Höhen. Umso bitterer war die Erkenntnis, dass der Erfolg dieser Unternehmen ein Trugschluss war, denn die Vorstände von Infomatec, Comroad und EM.TV hatten mehrmals unzutreffende Unternehmenszahlen in der Öffentlichkeit platziert. Immer noch sind die Gerichte mit der Aufarbeitung der Vorgänge um diese schwarzen Schafe deutscher Unternehmenskultur beschäftigt. Der ehemalige Vorstandsvorsitzende der Comroad AG, *Bodo Schnabel*, wurde bereits vom LG München I rechtskräftig zu einer Freiheitsstrafe von sieben Jahren verurteilt.<sup>1</sup> Strafrechtliche Urteile ergingen auch gegen die beiden Vorstände von Infomatec<sup>2</sup> sowie gegen Brüder *Haffa* von EM.TV.<sup>3</sup> In drei viel beachteten Urteilen vom 19. 7. 2004 entschied der BGH über die Falschmeldungen von Infomatec und sprach geschädigten Anlegern in einem Verfahren einen Schadensersatzanspruch gem. § 826 BGB gegen die ehemaligen Vorstände der Infomatec AG zu.<sup>4</sup> In den zwei Urteilen des OLG Frankfurt a.M. vom 17. 3. 2005 und des OLG München vom 20. 4. 2005 wurde die Comroad AG zu Schadensersatzzahlungen an geschädigte Anleger gem. §§ 826, 31 BGB verurteilt. Nur wenige Wochen später entschied der BGH jetzt in Sachen EM.TV über eine zivilrechtliche Haftung nach §§ 826, 31 BGB und § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG.<sup>5</sup> In den Urteilen ging es nun darum, die vom BGH in den Infomatec-Entscheidungen aufgestellten Grundsätze weiter zu präzisieren (I). Zudem war im Unterschied zu den Infomatec-Urteilen nun gegen die Gesellschaft geklagt worden. Die Gerichte mussten deshalb erstmals ausführlicher zur Frage Stellung nehmen, ob die gesellschaftsrechtlichen Grundsätze der Kapitalerhaltung gem. §§ 57, 71 AktG einer Haftung entgegenstehen. Diese Frage ist bis in die jüngste Zeit heftig umstritten; der BGH hat nun auch dieses Problem einer Klärung zugeführt, ohne dabei allerdings europarechtliche Fragestellungen zu berücksichtigen (II).

### I. Ausführungen zur vorsätzlichen sittenwidrigen Schädigung gem. § 826 BGB und zu § 823 Abs. 2 i.V.m. § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG

#### 1. § 826 BGB und § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG

##### a) Comroad

In ihren Urteilen vom 17. 3. 2005 bzw. 20. 4. 2005 haben die Oberlandesgerichte Frankfurt a.M. und München<sup>6</sup> der Comroad AG ein sittenwidriges und vorsätzliches Handeln ihres Vorstandsvorsitzenden gem. § 31 BGB zugerechnet, ein Mitverschulden geschädigter Anleger verneint und das Unternehmen zur Naturalre-

stitution, d.h. zur Rückzahlung des Kaufpreises der Aktien verpflichtet. Im Unterschied zum Infomatec-Fall war in Sachen Comroad das sittenwidrige Handeln des Vorstands noch eindeutiger: Während bei Infomatec „nur“ Geschäftszahlen eines Vertrages um ein mehrfaches heraufgesetzt worden waren, waren bei Comroad nahezu alle Unternehmensdaten frei erfunden<sup>7</sup>: Schon im Börsenprospekt waren umfangreiche und lukrative Geschäftsbeziehungen zu einem Unternehmen namens VT Electronics Ltd. mit Sitz in Hong Kong genannt worden. Bei einer im Februar 2002 durchgeführten Sonderprüfung stellte sich heraus, dass die Umsätze mit der VT Electronics Ltd. fingiert waren, da dieses Unternehmen gar nicht existierte. Zugleich konnten nur 1,4% des für 2001 ausgewiesenen Umsatzes von 93,6 Mio. Euro nachgewiesen werden; kurzum ein „Wolkenkuckucksei“ der besonders dreisten Art. Da auch hier wiederum persönliche Bereicherung im Spiel war, hatten die Gerichte keine Schwierigkeit, die Sittenwidrigkeit des Vorstandshandelns zu bejahen.

##### b) EM.TV

In dem Verfahren gegen EM.TV klagten ursprünglich 59, später noch 44 geschädigte Anleger gegen die beiden Haffa-Brüder von EM.TV sowie gegen das Unternehmen. In mehreren Ad-hoc-Mitteilungen hatte das Unternehmen den Erwerb von Unternehmen in ein zu optimistisches Licht gestellt, so den Erwerb der Jim Henson Company durch Ad-hoc-Mitteilung vom 21. 2. 2000 sowie die Übernahme der SLEC Formel 1-Gruppe durch Ad-hoc-Mitteilung vom 22. 3. 2000. Zudem wurden durch Ad-hoc-Mitteilungen vom 22. 8. 2000 Halbjahreszahlen des Unternehmens be-

\* Der Autor ist Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht, Europarecht, Internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung an der Universität Augsburg. Mehr über ihn erfahren Sie auf S. XII.

\*\* Zugleich Besprechung von BGH, 9. 5. 2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644 (in diesem Heft) – EM.TV, sowie OLG Frankfurt a.M. v. 17. 3. 2005 – I U 149/04, BB, 2005, 1648 (in diesem Heft) = ZIP 2005, 710 – Comroad I, und OLG München, 20. 4. 2005 – 7 U 5303/04, BB 2005, 1651 (in diesem Heft) = ZIP 2005, 901 – Comroad II.

<sup>1</sup> LG München I, 21. 11. 2002 – 6 KIs 305 Js 34066/02, NStZ 2004, 291.

<sup>2</sup> LG Augsburg, 27. 11. 2003 – 3 KIs 50L Js 127369/99, NStZ 2005, 109. Hierzu BGH, 30. 3. 2005 – 1 StR 537/04. Das Urteil des LG Augsburg gegen das zweite Vorstandsmitglied wurde nicht veröffentlicht.

<sup>3</sup> BGH, 16. 12. 2004, 1 StR 420/03, NJW 2005, 445 – EM.TV.

<sup>4</sup> BGH, 19. 7. 2004 – II ZR 402/02, BGHZ 160, 149 = BB 2004, 1816 = ZIP 2004, 1593 = WM 2004, 1721 = NJW 2004, 2971 (gekürzt) = JZ 2005, 90 m. Anm. Möllers = DB 2004, 1931 = DStR 2004, 1490 = NZG 2004, 907 – Infomatec I; BGH, 19. 7. 2004 – II ZR 218/03, BGHZ 160, 134 = BB 2004, 1812 = ZIP 2004, 1599 = NJW 2004, 2664 = WM 2004, 1731 = DStR 2004, 1486 – Infomatec II; BGH, 19. 7. 2004 – II ZR 217/03, ZIP 2004, 1604 = NJW 2004, 2668 = WM 2004, 1726 = NZG 2004, 811 – Infomatec III.

<sup>5</sup> BGH, 9. 5. 2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644 (in diesem Heft) – EM.TV.

<sup>6</sup> OLG Frankfurt a.M., 17. 3. 2005, BB 2005, 1648 (in diesem Heft) = ZIP 2005, 710 – Comroad I, und OLG München, 20. 4. 2005, BB 2005, 1651 (in diesem Heft) = ZIP 2005, 901 – Comroad II. Wegen der grundsätzlichen Bedeutung wurde in beiden Fällen die Revision zum BGH zugelassen.

<sup>7</sup> Für das Geschäftsjahr 2000 gab Bodo Schnabel einen Konzernumsatz von 85,80 Mio. DM und einen Jahresgewinn von 9,1 Mio. DM an. Für das dritte Quartal 2001 meldete die Beklagte eine Umsatzsteigerung auf 27,9 Mio. DM.

Möllers | Das Verhältnis der Haftung wegen sittenwidriger Schädigung zum gesellschaftsrechtlichen Kapitalerhaltungsgrundsatz – EM.TV und Comroad

kannt gegeben, die in dieser Form unzutreffend waren.<sup>8</sup> Eine Korrekturmeldung vom 9. 10. 2000 führte zum starken Kurssturz der EM.TV-Aktie.

Im Gegensatz zu den Urteilen Comroad entschied der BGH in der Sache EM.TV nicht abschließend, sondern wies zur weiteren Sachaufklärung an das OLG München zurück. Während der BGH die Sittenwidrigkeit<sup>9</sup> unterstellt, macht er ausführliche Ausführungen zum Schaden, zur Kausalität und zum Vorrang der kapitalmarktrechtlichen Emittentenhaftung gegenüber dem gesellschaftsrechtlichen Kapitalerhaltungsgrundsatz.

## 2. Schaden

### a) Naturalrestitution

In der Literatur wurde zum Teil die Ansicht vertreten, der Kläger könne nur die Differenz zwischen dem tatsächlichen Kaufpreis und dem Preis, der sich bei pflichtgemäßem Publizitätsverhalten ergeben hätte, verlangen.<sup>10</sup> Dabei wurde vorgebracht, der Vorstand habe dem Kläger keine Aktien verkauft und müsse sie deshalb auch nicht zurücknehmen. Nach der Gegenansicht kann der Kläger gem. § 249 Abs. 1 BGB Geldersatz in Höhe des für den Aktienwerb aufgewendeten Kaufpreises gegen Übertragung der erworbenen Aktien verlangen. Begründet wird dies damit, dass die Naturalrestitution auf die Wiederherstellung des früheren Zustandes des Geschädigten abstelle, nicht aber die Interessen des Schädigers im Auge habe.<sup>11</sup>

Der BGH hat sich in den Infomatec-Entscheidungen diesen Überlegungen angeschlossen; in der EM.TV-Entscheidung wiederholt er diese Rechtsprechung ausdrücklich und betont, dass das Vertrauen auf die Richtigkeit der Ad-hoc-Mitteilung als rechtlich geschütztes Interesse von § 826 BGB umfasst wird. Damit ist der Kläger so zu stellen, wie er stehen würde, wenn die Veröffentlichung wahrheitsgemäß vorgenommen worden wäre.<sup>12</sup> Konsequenterweise gibt es die Naturalrestitution im Höhe des Erwerbspreises nicht, wenn der Kläger an einem bestimmten Tage die Aktie veräußern wollte: Stattdessen kann er nur den hypothetischen Verkaufspreis an dem ursprünglichen geplanten Verkaufstermin verlangen.<sup>13</sup>

In der EM.TV-Entscheidung dehnt der BGH diese Überlegungen auf den Schadensersatzanspruch aus §§ 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 400 AktG aus. Ob diese Überlegungen auch für §§ 37b, 37c WpHG gelten, ist allerdings weiterhin umstritten.<sup>14</sup>

### b) Kursdifferenzschaden

Die Kläger selbst hatten alle Naturalrestitution geltend gemacht; in einem *obiter dictum* geht der BGH allerdings auch auf den Kursdifferenzschaden ein, weil das Berufungsgericht die Ansicht vertreten hatte, ein solcher Kursdifferenzschaden sei nicht messbar.<sup>15</sup> Zu Recht schließt sich der BGH der inzwischen ganz herrschenden Ansicht<sup>16</sup> an, dass ein Kursdifferenzschaden vom Kläger geltend gemacht werden kann und dass ein solcher Kursdifferenzschaden durch ein entsprechendes Sachverständigengutachten auch bestimmbar ist.<sup>17</sup> Zutreffend ist dabei der wahre Wert des Wertpapiers am Tag der fehlerhaften Meldung zu ermitteln.<sup>18</sup> Als Hilfsüberlegung kann dabei auf die Kursveränderung nach Bekanntgabe der fehlerhaften Information zurückgegriffen werden.

## 3. Kausalität

### a) Comroad

Weil die Kläger Rückzahlung des Kaufpreises verlangten, mussten die Gerichte auch zu der Frage Stellung nehmen, ob die falschen Informationen für die Anlegerentscheidung kausal waren. Da es sich bei der Willensbildung für eine Anlageentscheidung naturaliter um einen gedanklichen Vorgang handelt, liegt im Nachweis der Ursächlichkeit der falschen Unternehmensnach-

richten für die Anlageentscheidung der Knackpunkt der Schadensersatzprozesse in tatsächlicher Hinsicht. In Sachen Infomatec hatte der BGH ausgeführt, dass im Einzelfall aus positiven Signalen einer Ad-hoc-Mitteilung auch die Entwicklung einer „Anlagestimmung“ für den Erwerb von Aktien in Betracht kommen könne.<sup>19</sup> Wäre eine solche zu bejahen, so spräche ein Anscheinsbeweis für das Bestehen des erforderlichen Kausalzusammenhangs.<sup>20</sup> In Sachen Comroad war das LG Frankfurt a.M. als Vorinstanz von einer „Kaufstimmung“ ausgegangen, weil die Vielzahl von Falschmeldungen das durch den fehlerhaften Börsenprospekt entstandene Bild sogar noch verstärkt hatte.<sup>21</sup> Das OLG München schloss sich dieser Argumentation an, weil die Falschmeldungen in der Zeit von 1999 bis Anfang 2002 zu einer viel zu hohen Wertschätzung geführt hatten: Notierte die Comroad-Aktie zunächst zwischen 10 und 20 Euro, stürzte sie nach der Mandatsniederlegung der KPMG und dem Bekanntwerden der wahren Unternehmenssituation auf wenige Cent ab.<sup>22</sup> Das OLG Frankfurt a.M. verneinte in seiner Entscheidung dagegen explizit eine Anlagestimmung, weil es unzutreffend unterstellt, dass der BGH die Anwendbarkeit der Figur der Anlagestimmung auf Fälle unrichtiger Ad-hoc-Mitteilungen generell abgelehnt hätte.<sup>23</sup> Zutreffend ist zwar der gedankliche Ausgangspunkt, dass der Börsenprospekt bereits 1,5 Jahre vor den Aktienkäufen veröffentlicht war und deshalb nicht mehr allein zur Begründung einer Anlagestimmung herangezogen werden kann.<sup>24</sup> Als Grundlage für eine Anlagestimmung kommen aber alle vom Unterneh-

8 S. BGH, 16. 12. 2004 – 1 StR 420/03, NJW 2005, 445, 446 – EM.TV

9 Vorsichtig spricht der BGH im Tatbestand von „angeblichen“ Falschinformationen. Die Angaben im Sachverhalt sind folglich zu kurz, um eine Subsumtion zu ermöglichen.

10 Geibel, Der Kapitalanlegerschaden, 2002, S. 113 f., Fuchs/Dünn, BKR 2002, 1063, 1068, Reichert/Weller, ZRP 2002, 49, 55; Dünn, Schadensersatzhaftung börsennotierter Aktiengesellschaften für fehlerhafte Kapitalmarktinformation, 2003, S. 152 ff.

11 So bereits Möllers/Leisch, WM 2001, 1648, 1655 f.; LG Augsburg, WM 2001, 1944; Leisch, ZIP 2004, 1573, 1575.

12 BGH, 9. 5. 2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, 1645 (in diesem Heft) – EM.TV unter II.1.a); vorher schon Möllers/Leisch, WM 2001, 1648, 1656.

13 BGH, 9. 5. 2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, 1647 (in diesem Heft) – EM.TV unter II.3.

14 Bejahend Möllers/Leisch, BKR 2002, 1071, 1072 ff.; Möllers, JZ 2005, 75, 78; m. w. Nachw., a. A. u. a. Hopt/Voigt, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, S. 1, 130 ff.

15 OLG München, 18. 7. 2002 – 19 U 5630/01, NZG 2002, 1110, 1111 – EM.TV unter I.2 b); kritisch gegen diese Ausführungen bereits Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 15 Rn. 77.

16 Für § 826 BGB: Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter (Fn. 15), § 15 Rn. 75 ff.; Steinhauer, Insiderhandelsverbote und Ad-hoc-Publizität, 1999, S. 272 ff.; für § 37b, 37c WpHG: Fleischer, BB 2002, 1869, 1872; Möllers/Leisch, BKR 2002, 1071, 1077 ff., Fuchs/Dünn, BKR 2002, 1063; 1069; Reichert/Weller, ZRP 2002, 49, 55; Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter (Fn. 15), § 14 Rn. 116 ff.; Rützel, AG 2003, 69, 76 f., Sethe, in: Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, 3. Aufl. 2004, §§ 37b, c Rn. 60 ff.

17 BGH, 9. 5. 2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, 1648 (in diesem Heft) – EM.TV unter III.3.

18 Vorher schon Fleischer, BB 2002, 1869, 1872; Maier-Reimer/Webering, WM 2002, 1857, 1861; Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter (Fn. 15), § 14 Rn. 116 ff.; Zimmer, in: Schwarz, KMRK, 3. Aufl. 2004, §§ 37b, 37c Rn. 91.

19 BGH, 19. 7. 2004 – II ZR 218/03, BB 2004, 1812, 1815 = NJW 2004, 2664, 2667 unter III. 2.a)cc); BGH, 19. 7. 2004 – II ZR 217/03, NJW 2004, 2668, 2671 unter IV. Das übersehen Haas, LMK 2004, 181, 182: „Anleger obliegt volle Beweislast“, und Kort, NZG 2005, 496, 498.

20 BGHZ 139, 225, 233 f. = ZIP 1998, 1528, 1531 (zur börsenrechtlichen Prospekt-haftung).

21 LG Frankfurt a. M., 28. 4. 2003 – 3-7 O 47/02, NJW-RR 2003, 1049; wiedergegeben bei OLG Frankfurt a. M., 17. 3. 2005 – 1 U 149/04, BB 2005, 1648, 1649 (in diesem Heft) = ZIP 2005, 710, 712 – Comroad I.

22 OLG München, 20. 4. 2005 – 7 U 5303/04, BB 2005, 1651 (in diesem Heft) = ZIP 2005, 901, 902 – Comroad II.

23 OLG Frankfurt a. M., 17. 3. 2005 – 1 U 149/04, BB 2005, 1648, 1649 (in diesem Heft) = ZIP 2005, 710, 712 II. Sp. unten – Comroad I.

24 OLG Frankfurt a. M., 17. 3. 2005 – 1 U 149/04, BB 2005, 1648, 1649 f. (in diesem Heft) = ZIP 2005, 710, 712 – Comroad I. Im Ergebnis wurde die unmittelbare Kausalität allerdings dennoch bejaht, weil der Kläger vollen Beweis hierfür erbringen konnte.

men verbreiteten Informationen in Betracht. Ein Börsenprospekt stellt die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft umfassend dar und ermöglicht damit eine Einschätzung der Gesamtsituation. Ad-hoc-Mitteilungen geben dagegen punktuelle Informationen über das Unternehmen. Durch die Häufung punktueller Unternehmensnachrichten wird aber ebenfalls ein Gesamteindruck beim Publikum geschaffen. Dies gilt erst recht bei einer kleineren Gesellschaft mit nur einer wesentlichen Kundenbeziehung. Comroad hatte durch kontinuierliche Falschmeldungen die Aussagen des Börsenprospekts (wie etwa die Beziehungen zu der nicht existenten VT Electronics Ltd. in Hong Kong) perpetuiert und z.B. durch Publizierung der angeblichen Umsatz- und Gewinnzahlen des Jahres 2000 und eine völlig aus der Luft gegriffene Geschäftsprognose für die Jahre 2001–2003 fortgeführt. Das OLG München<sup>25</sup> hat ausgeführt, dass es Comroad durch die systematische Falschinformation der Öffentlichkeit gelungen ist, den Kurs der Comroad-Aktie nachhaltig zu beeinflussen. Das Argument, der Kurs sei seit dem Börsengang kontinuierlich gesunken, so dass die fehlerhaften Ad-hoc-Meldungen nicht kausal für eine Anlagestimmung hätten sein können, überzeugt nicht, da ohne diese Daten der Kurs nur wenige Cent betragen hätte.<sup>26</sup> Diese Umstände hätten auch dem OLG Frankfurt a.M. genügen müssen, um das Vorliegen einer positiven Anlagestimmung zu bejahen und dadurch bereits im Wege des Anscheinsbeweises von der (Mit-) Ursächlichkeit der Informationspolitik von Comroad für die Anlageentscheidung auszugehen.<sup>27</sup>

## b) EM.TV

In der EM.TV-Entscheidung betont der BGH einerseits, dass sich der Nachweis der Kausalität der fehlerhaften Information für die individuell geprägte Anlageentscheidung nicht für eine pauschalierte Behandlung wie in einem Musterverfahren eignet. Nur bei gleich gelagerten Fällen bestehe gegen eine zusammengefasste Behandlung keine Bedenken.<sup>28</sup> Bei einem Erwerb am (Folge-)Tag nach der fehlerhaften Entscheidung bestünde eine Anfangswahrscheinlichkeit im Rahmen der beantragten Parteivernehmung gem. § 448 ZPO.<sup>29</sup>

Der BGH nimmt damit nicht die Ausführungen auf, die er in der Infomatec-Entscheidung zur Anlagestimmung „im Einzelfall“ vorgenommen hat. Nach der Veröffentlichung der Halbjahresberichte hätte eine solche Anlagestimmung im Einzelfall durchaus nahe gelegen. Es ist allerdings kaum davon auszugehen, dass er in dem Folgeurteil EM.TV diese Möglichkeit der Beweiserleichterung aufgegeben hat. Vielmehr weist er die Vorinstanzen auf ein weiteres Beweismittel hin: Als Ausnahme zum Beibringungsgrundsatz kann eine Parteivernehmung nach § 448 ZPO vom Gericht angeordnet werden, wenn für die zu beweisende Tatsache eine gewisse Anfangswahrscheinlichkeit besteht<sup>30</sup>. Dabei spielt das Zeitmoment eine herausragende Rolle.

## II. Zum Verhältnis von kapitalmarktrechtlichem Schadensersatz und dem gesellschaftsrechtlichen Grundsatz der Kapitalerhaltung

### 1. Streitstand und Methodik

Von besonderer Bedeutung sind die drei Urteile vor allem wegen der Ausführungen zur Frage, ob der gesellschaftsrechtliche Grundsatz der Kapitalerhaltung, der in §§ 57, 71 AktG seinen Niederschlag gefunden hat, einem kapitalmarktrechtlichen Schadensersatzanspruch des Klägers gegen die Gesellschaft entgegensteht, zumal der Anleger in der Regel auch Aktionär der Gesellschaft ist, von der er den Schadensersatz begehrt. Da die Leistung von Schadensersatz an Aktionäre keinen gesetzlich anerkannten Ausnahmefall nach § 57 AktG darstellt, handelt es sich hierbei nach weitem Verständnis um eine verbotene Einlagenrückge-

währ.<sup>31</sup> Dieses Problem, das im Bereich der Börsenprospekthaftung schon seit über 100 Jahren diskutiert wird<sup>32</sup>, war erstaunlicherweise bisher noch nicht vom BGH entschieden worden. In der Literatur und Rechtsprechung wird teilweise für einen Vorrang des Anlegerschutzes plädiert, soweit Klagen nach § 45f. BörsG<sup>33</sup>, § 12 WpÜG<sup>34</sup>, den §§ 37b, c WpHG<sup>35</sup> und auch dem § 826 BGB<sup>36</sup> betroffen sind. Ebenfalls vertreten wird jedoch auch die Gegenansicht, die zum Schutz der Gesellschaftsgläubiger dem Kapitalerhaltungsgrundsatz den Vorrang einräumen will.<sup>37</sup> Vermittelnde, auch jüngst in der Rechtsprechung noch vertretene Meinungen wollen zwischen originärem und derivativem Anteils-erwerb unterscheiden<sup>38</sup>, die Haftung auf das freie Vermögen beschränken<sup>39</sup> oder nur einen Differenzschaden gewähren.<sup>40</sup> Beide Oberlandesgerichte sowie der BGH schließen sich eindeutig der Ansicht an, die für einen Vorrang der kapitalmarktrechtlichen Emittentenhaftung vor dem aktienrechtlichen Gläubigerschutzvorschriften eintritt. Im Ergebnis lassen sich die verschiedenen Argumente methodisch wie folgt strukturieren:

### a) Der Gesetzeswort als Anknüpfungspunkt

Die Frage, ob der Anleger vom *Wortlaut* her als „Aktionär“ im Sinne von § 57 Abs. 1 S. 1 AktG oder als außenstehender „Dritter“ nach den von §§ 37b Abs. 1, c Abs. 1 WpHG zu behandeln ist, darf man nicht der Begriffsjurisprudenz folgend rein formal be-

- 25 OLG München, 20. 4. 2005 – 7 U 5303/04, BB 2005, 1651 (in diesem Heft) = ZIP 2005, 901, 902 – Comroad II.
- 26 OLG München, 20. 4. 2005 – 7 U 5303/04, BB 2005, 1651 (in diesem Heft) = ZIP 2005, 901, 902 – Comroad II.
- 27 A. A. Kort, NZG 2005, 456, 458 wegen der unzutreffenden Analyse der Infomatec-Entscheidung (Fn.19).
- 28 BGH, 9. 5. 2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, 1647 (in diesem Heft) – EM.TV unter III.1 und 2.
- 29 BGH, 9. 5. 2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, 1647 (in diesem Heft) – EM.TV unter III.2.
- 30 S. auch Thomas/Putzo, ZPO, 25. Aufl. 2003, § 448 Rn. 1; Zöllner/Greger, ZPO, 24. Aufl. 2005 § 448 Rn. 4a.
- 31 Lutter, Kölner Kommentar z. AktG, 2. Aufl. 1998, § 57 Rn. 5.
- 32 RGZ 54, 128, 130 ff.; 62, 29; 72, 290, 293 f.
- 33 S. Baumbach/Hopt, HGB, 31. Aufl. 2003, § 44 Rn. 5; Krämer/Baudisch, WM 1998, 1161, 1164 ff.; Groß, AG 1999, 199, 208; ders., Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2002, §§ 45, 36 BörsG Rn. 7; Gebauer, Börsenprospekthaftung und Kapitalerhaltungsgrundsatz in der Aktiengesellschaft, 1999, S. 201, 204; Fleischer, Gutachten F für den 64. DJT, 2002, S. 73 f.; Renzenbrink/Holzner, BKR 2002, 434, 436; Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter (Fn. 15), §§ 13 Rn. 37; Baums, ZHR 167 (2003), 129, 169 f.; Keusch/Wankel, BKR 2003, 744, 745; Schwark, in: Schwark, KMRK, 3. Aufl. 2004, §§ 44, 45 BörsG Rn. 13.
- 34 Möllers, ZGR 2002, 664, 683 ff.; ders., in: Kölner Kommentar z. WpÜG, 2003, § 12 Rn. 96 ff.; Steinmeyer/Häger, WpÜG, 2003, § 12 Rn. 36.
- 35 Renzenbrink/Holzner, BKR 2002, 434, 437; Rössner/Bolkart, ZIP 2002, 1471, 1476; Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter (Fn. 15), §§ 14 Rn. 133 ff.; Keusch/Wankel, BKR 2003, 744, 746; Zimmer, in: Schwark (Fn. 18), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 12 f.
- 36 Renzenbrink/Holzner, BKR 2002, 434, 437; Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter (Fn. 15), §§ 15 Rn. 99; noch offen Möllers/Leisch, WM 2001, 1648, 1649, 1662.
- 37 Zur Prospekthaftung Lutter (Fn. 31), § 57 Rn. 22; § 71 Rn. 69; Zöllner/Winter, ZHR 158 (1994), 59, 78; Erman, AG 1964, 3327, 329. Zur Sekundärhaftung Rieckers, BB 2002, 1213, 1220; Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission „Corporate Governance“ v. 10. 7. 2001, BT-Drucks. 14/7515, Rn. 182, 187; Horn, in: FS Ulmer, 2003, S. 817, 827; ähnlich Horn, Europäisches Finanzmarktrecht, 2003, S. 7.
- 38 Für eine solche Differenzierung noch RGZ 71, 97, 99 f.; 88, 271, 272; LG Frankfurt a.M., 7. 10. 1997 – 3/11 0 44/96, ZIP 1998, 641, 645 = WM 1998, 1181, 1185 f.; OLG Frankfurt a.M., 17. 3. 1999 – 21 U 260/97, ZIP 1999, 1005, 1007 f. = AG 2000, 132, 134; Schwark, in: Schwark (Fn. 33), §§ 44, 45 BörsG Rn. 13. Maßgeblich auch für OLG München, 20. 4. 2005 – 7 U 5303/04, BB 2005, 1651, 1652 = ZIP 2005, 901 – Comroad II; offen gelassen von OLG Frankfurt a.M., 17. 3. 2005 – 1 U 149/04, BB 2005, 1648, 1650 = ZIP 2005, 710, 713 – Comroad I.
- 39 Zur Prospekthaftung Henze, in: Großkommentar z. AktG, 4. Aufl. 2001, § 57 Rn. 20; ders., NZG 2005, 115, 121; Bayer, in: MünchKomm z. AktG, 2. Aufl. 2003, § 57 Rn. 24; Veil, ZHR 167 (2003), 365, 395; Schwark, in: FS Raisch, 1995, S. 269, 288 f.; Zöllner/Winter, ZHR 158 (1994), 59, 78; Hamann, in: Schäfer, WpHG, BörsG, VerkProspG, 1998, §§ 45, 46 a.F. Rn. 48; vorher schon Erman, AG 1964, 327, 329; Flechtheim, JW 1916, 937; Breit, ZHR 76 (1915), 415, 442; Moos, ZHR 70 (1911), 184.
- 40 Zimmer, in: Schwark (Fn. 18), §§ 37b, c Rn. 12, wohl auch Langenbacher, ZIP 2005, 239, 241. A. A. ausdrücklich für § 826 BGB s. die Nachweise unter I.2.a).

Möllers | Das Verhältnis der Haftung wegen sittenwidriger Schädigung zum gesellschaftsrechtlichen Kapitalerhaltungsgrundsatz – EM.TV und Comroad

trachten, sondern muss wertende Gesichtspunkte hinzuziehen. Zwar wird argumentiert, der Erwerb von Aktien durch den Neuanleger wäre noch als reines Umsatzgeschäft zu qualifizieren und läge zeitlich vor der Generierung der Aktionärsstellung.<sup>41</sup> Diese spontan einleuchtende Überlegung verliert aber an Überzeugungskraft, weil sie nicht diejenigen Altaktionäre erfasst, die Aktien des Unternehmens besitzen und wegen der fehlerhaften Information ihre Aktien zu billig verkaufen.<sup>42</sup> Eine solche Differenzierung wäre also rein zufällig. Zudem gilt zu bedenken, dass der kapitalmarktrechtliche Schutz gerade wegen der Stellung als Aktionär gewährt wird.<sup>43</sup> Ebenso wenig erscheint die Unterscheidung nach originärem und derivativem Erwerb der Aktien überzeugend. Abgesehen davon, dass originäre, d. h. durch Zeichnung gem. § 185 Abs. 1 S. 1 AktG erworbene Aktien in der Praxis kaum noch vorkommen<sup>44</sup>, würde wiederum eine formale Differenzierung bemüht. Dies kann aber nicht entscheidend für die Frage sein, wie geschädigte Anleger zu behandeln sind.<sup>45</sup>

## b) Gesetzssystematik

Neben dem Wortlaut wird die Systematik des Gesetzes bemüht, weil die §§ 44, 45 BörsG gegenüber den §§ 57 und 71 AktG die spezielleren und neueren Vorschriften wären und deshalb dem AktG zwingend vorgingen.<sup>46</sup> Ein solcher Vorrang ist jüngst auch für § 12 WpÜG<sup>47</sup> sowie die §§ 37 b, c WpHG<sup>48</sup> betont worden. Für einen Gleichklang bei der Vorrangfrage spricht, dass die Strukturen der Haftungssysteme für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen sich auch im Übrigen entsprechen.<sup>49</sup> Eine solche Argumentation zur Systematik scheint aber bei § 826 BGB zu versagen, da dieser im Verhältnis zu den §§ 57, 71 AktG die ältere und allgemeinere Norm ist. Der Hinweis auf das jüngere und damit speziellere Gesetz lässt sich allerdings entkräften: Mit dem zweiten Finanzmarktförderungsgesetz hat der Gesetzgeber in § 15 Abs. 6 WpHG ausdrücklich deliktsrechtliche Normen für anwendbar erklärt und damit den Anwendungsvorrang des § 826 BGB mittelbar zum Ausdruck gebracht.<sup>50</sup>

## c) Wille des Gesetzgebers

Zudem wird als Argument für einen Vorrang kapitalmarktrechtlicher Schadensersatzansprüche gegenüber den §§ 57, 71 AktG der bei der börsenrechtlichen Prospekthaftung klar geäußerte gesetzgeberische Wille genannt<sup>51</sup>, der auch auf § 12 WpÜG übertragbar sei.<sup>52</sup> Auch dieses Argument ist jüngst mit dem Einwand zu entkräften versucht, einen Vorrang des Kapitalmarktrechts hätte der Gesetzgeber ausdrücklich, *expressis verbis*, in den Gesetzeswortlaut aufnehmen müssen.<sup>53</sup> Wäre dem so, müssten künftig alle denkbaren Interessenskonflikte, die im Zivilrecht und Öffentlichem Recht in einem Prozess naturgemäß auftreten, durch den Gesetzgeber vorab geregelt werden. Der Ausgleich von Interessen im Zivilrecht und die praktische Konkordanz von Grundrechten im Öffentlichen Recht ist aber des Richters täglich Brot. Ein Geltungsvorrang muss folglich nicht durch den Gesetzgeber eingeführt werden.<sup>54</sup> Zutreffend bezieht sich der BGH damit auf den gesetzgeberischen Willen, wie er im 2. Finanzmarktförderungsgesetz zum Ausdruck gekommen ist.<sup>55</sup>

## d) Teleologische Gesichtspunkte

Für einen Vorrang der kapitalmarktrechtlichen Haftung sprechen aber insbesondere teleologische Argumente, die durch Billigkeitsüberlegungen bestärkt werden. Im Gesetzgebungsverfahren wurde das Verhältnis von §§ 37 b, 37 c WpHG und § 826 BGB zu den §§ 57, 71 AktG zwar nicht ausdrücklich angesprochen. Aber man kann dem Gesetzgeber kaum unterstellen, Normen neu zu schaffen, die wegen des Vorrangs des Kapitalerhaltungsgrundsatzes im Ergebnis leer liefen.<sup>56</sup> Diese gesetzgeberische Wertung gilt es zu

achten; geschädigte Anleger sind insoweit Dritten gleichgestellt. Dies und nicht die Frage, ob ein Umsatzgeschäft stattgefunden hat, ist entscheidend für den Vorrang des Anlegerschutzes.<sup>57</sup> Zudem lässt § 249 S. 1 BGB auch im Rahmen der § 44 BörsG ausdrücklich und im Rahmen der § 826 BGB<sup>58</sup>, § 12 WpÜG<sup>59</sup> und §§ 37 b, c WpHG<sup>60</sup> mangels abweichender Regelung die Naturalrestitution zu. Damit beruht aber – wie der BGH zutreffend betont – die Verpflichtung des Geschädigten, die Aktien herauszugeben, vor allem darauf, dass ihm aus Anlass der Schädigung kein über den Ersatz des Schadens hinausgehender Vorteil („Bereicherungsverbot“) verbleiben soll.<sup>61</sup> Wenn der Anleger die Aktien zwischenzeitlich verkauft, wird der Kaufpreis bei der Schadensabwicklung angerechnet. Eine unterschiedliche Behandlung beider Fälle ist aber nicht sachgerecht.<sup>62</sup>

Bei der Abwägung der Interessen der Gesellschaft bzw. ihrer Gläubiger und denjenigen der geschädigten Anleger betonen das OLG Frankfurt<sup>63</sup> und der BGH<sup>64</sup> zu Recht das besonders *schwerwiegende Fehlverhalten* bei einer sittenwidrigen Schädigung nach § 826

41 So formal argumentierend OLG München, 20. 4. 2005 – 7 U 5303/04, BB 2005, 1651, 1652 = ZIP 2005, 901, 902 – Comroad II; BGH, 9. 5. 2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, 1646 (in diesem Heft) unter II.2.b) aa) – EM.TV; Schwark, in: FS Rausch (Fn. 39), S. 269, 287; Krämer/Baudisch, WM 1998, 1161, 1164; Hommelhoff/van Aerssen, EWIR 1998, 579, 580; anders jetzt Schwark, in: Schwark (Fn. 33), §§ 44, 45 BörsG Rn. 13.

42 Fall der §§ 37 b Abs. 1 Nr. 2, 37 c Abs. 1 Nr. 2 WpHG.

43 Henze (Fn. 39), § 57 Rn. 19; Renzenbrink/Holzer, BKR 2002, 434, 436.

44 Renzenbrink/Holzer, BKR 2002, 434, 437; Mülbert/Steup, Haftung für fehlerhafte Kapitalinformation, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung, 2005, § 26 Rn. 99.

45 Ebenso LG Frankfurt a. M., ZIP 1998, 641, 645; Bayer (Fn. 39), § 57 Rn. 24; Baumbach/Hopt (Fn. 33), § 44 BörsG Rn. 5.

46 Nach den systematischen Rechtsfiguren: *lex posterior derogat legi priori* und *lex specialis derogat legi generali*. So beispielsweise LG Frankfurt a. M., ZIP 1998, 641, 645; OLG Frankfurt a. M., BB 2005, 1648, 1650 = ZIP 1999, 1005, 1007 f.; Krämer/Baudisch, WM 1998, 1161, 1164; Hommelhoff/van Aerssen, EWIR 1998, 579, 580; Groß, in: Ebenroth/Boujong/Joost, HGB, 2001, BankR IX Rn. 173; Baumbach/Hopt (Fn. 33), § 44 BörsG Rn. 5; Fleischer (Fn. 33), S. 73 f.

47 Möllers, ZGR 2002, 664, 683 ff.; ders., in: Kölner Kommentar z. WpÜG (Fn. 34), § 12 Rn. 96 ff.

48 Möllers, Haftung für unrichtige Kapitalmarktinformation, in: Horn/Krämer, RWS Forum: Bankrecht 2002, 2003, S. 271, 311 ff.; Maier-Reimer/Webering WM 2002, 1857, 1863.

49 Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter (Fn. 15), § 13 Rn. 34–85; zustimmend Keusch/Wankerl, BKR 2003, 744, 746; Zimmer, in: Schwark (Fn. 18), §§ 37 b, c Rn. 10.

50 Renzenbrink/Holzer, BKR 2002, 434, 438.

51 3. FFG, Begr. RegE, BT-Drucks. 13/8933, 78 = BR-Drucks. 605/97, 78. S. auch OLG München, 20. 4. 2005 – 7 U 5303/04, BB 2005, 1651, 1652 = ZIP 2005, 901, 903 – Comroad II.

52 Unter Hinweis, dass sich der Gesetzgeber bei § 12 WpÜG an der Börsenprospekthaftung orientiert hat, s. Begr. RegE zu § 12, BT-Drucks. 14/7032 v. S. 10. 2001; s. Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter (Fn. 15), § 12 Rn. 96.

53 Henze, NZG 2005, 115, 118. Der BGH geht auf diesen Einwand nicht ein.

54 Das schließt nicht aus, dass aus Klarstellungsgründen *de lege ferenda* die Vorrangregel durch den Gesetzgeber aufgenommen wird, so Groß, Kapitalmarktrecht (Fn. 33), §§ 45, 46 BörsG Rn. 7; Fleischer (Fn. 33), S. 74; Keusch/Wankerl, BKR 2003, 744.

55 BGH, 9. 5. 2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, 1646 (in diesem Heft) unter II.2.b) aa) – EM.TV unter Hinweis auf 2.FFG, BT-Drs. 12/7918, S. 102 zu § 15 Abs. 6 S. 2 WpHG sowie unten Fn. 67.

56 Renzenbrink/Holzer, BKR 2002, 434, 438; Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter (Fn. 15), § 14 Rn.136; Horn, in: FS Ulmer, 2003, S. 817, 827; Keusch/Wankerl, BKR 2003, 744, 746; Veil, ZHR 167 (2003), 365, 394; Langenbucher, ZIP 2005, 239, 241.

57 A. A. Bayer (Fn. 39), § 57 Rn. 24, wonach die Anleger als Aktionäre gegenüber Fremdkapitalgebern nachrangig zu bedienen wären.

58 S. oben I.2.a).

59 Möllers, in: Kölner Kommentar z. WpÜG (Fn. 34), § 12 Rn. 99.

60 Möllers, RWS Forum: Bankrecht 2002 (Fn. 32), S. 271, 311 ff.; ausführlich Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter (Fn. 15), § 15 Rn. 77, 107 ff. m. Hinw. auf den Streitstand.

61 BGH, 9. 5. 2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, 1646 f. (in diesem Heft) unter II.2.b) bb) – EM.TV.

62 BGH, 9. 5. 2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, 1646 f. (in diesem Heft) unter II.2.b) bb) – EM.TV.

63 OLG Frankfurt a. M., BB 2005, 1648, 1649 = ZIP 2005, 710, 713 – Comroad I.

64 BGH, 9. 5. 2005 – II ZR 287/02 BB 2005, 1644, 1646 f. (in diesem Heft) unter II.2.b) bb).

BGB; nicht von ungefähr gingen mit den zivilrechtlichen Haftungsklagen auch strafrechtliche Verurteilungen der handelnden Vorstände einher. Der Vorrang des Aktienrechts ist schon deshalb nicht berechtigt, weil das Kapital der Gesellschaft aus dem Vermögen der getäuschten Anleger stammt und § 57 AktG nicht zu einem „Freibrief“ für folgenloses, deliktisches Handeln missbraucht werden darf.<sup>65</sup> Oder nochmals anders gewendet: Für den geschädigten Anleger wäre es nicht nachvollziehbar, wenn die Gesellschaft auf Kosten der getäuschten Anleger Dividende an die übrigen Aktionäre ausschüttet.<sup>66</sup> Nicht von ungefähr hatte der Gesetzgeber, als er im Rahmen von § 15 Abs. 6 S. 2 WpHG die Zulässigkeit von Schadensersatzansprüchen aus Delikt zuließ, formuliert: „Ein Haftungsausschluss in Fällen betrügerischer oder sittenwidriger Schädigung Dritter wäre mit den Grundsätzen unserer Rechtsordnung nicht vereinbar und stellte eine sachlich nicht vertretbare Bevorzugung des Emittenten gegenüber anderen Unternehmen dar, die für betrügerisches Verhalten ihrer gesetzlichen Vertreter haften, gegebenenfalls mit existenzbedrohenden Konsequenzen für das Unternehmen.“<sup>67</sup>

### e) Rechtsfolgenorientierte Überlegungen

Rechtsfolgenorientierte, ökonomische und rechtsvergleichende Argumente bestärken schließlich den Vorrang des Anlegerschutzes. Eine Haftungsbeschränkung auf das freie Kapital führt zu kaum lösbaren Schwierigkeiten, weil über die Bilanz gestritten würde und Anleger ggf. übersehen würden.<sup>68</sup> Auch dem Vorschlag, noch nicht erloschene Forderungen auf die Folgejahre zu verteilen, steht nicht nur die Zufälligkeit entgegen, ob und wann diese Forderungen noch zu befriedigen sind. Bilanzrechtlich wäre ein solcher Jahresabschluss unvollständig<sup>69</sup> oder müsste zumindest in einer Zwischenbilanz erfolgen. Eine Beschränkung auf das freie Vermögen erscheint auch deshalb zweifelhaft, weil die Gesellschaft durch die Bildung von Rücklagen oder deren Auflösung den Umfang des Vermögens doch geschickt zu steuern vermag.<sup>70</sup> Zahlreiche Unternehmen am Neuen Markt hatten in der Vergangenheit gar keinen Gewinn ausgewiesen und hätten damit auch keine Haftungsmasse gehabt. Ökonomisch betrachtet darf der Kapitalmarkt nicht durch eine Überbetonung des Gläubigerschutzes zulasten der Anleger benachteiligt werden, weil ansonsten die Neigung, Risikokapital zur Verfügung zu stellen, abnehmen würde, was letztlich der Gesellschaft schadet.<sup>71</sup> Damit trägt der Vorrang der kapitalmarktrechtlichen Emittentenhaftung auch zur allokativen Funktionseffizienz und zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit gegenüber ausländischen Börsen bei.<sup>72</sup> Schließlich kennen auch zahlreiche andere Mitgliedstaaten der Europäischen Union sowie die USA einen gegen die Gesellschaft gerichteten deliktsrechtlichen Schadensersatzanspruch bei vorsätzlich fehlerhaften Kapitalmarktinformationen.<sup>73</sup>

## 2. Europarecht

Fraglich ist, ob das von der Rechtsprechung gefundene Ergebnis auch den europarechtlichen Vorgaben entspricht. Der Vorrang kapitalmarktrechtlicher Emittentenhaftung wurde jüngst vor allem mit europarechtlichen Überlegungen angegriffen: Weil § 57 AktG auf Art. 15 Abs. 1 lit. c) der Kapitalrichtlinie 77/91/EWG<sup>74</sup> basiere, dürfe keine Ausschüttung an die Aktionäre erfolgen. Das Gebot effektiver Sanktionierung fehlerhafter Kapitalmarktinformation verpflichte nicht zu einem zivilrechtlichen Schadensersatzanspruch.<sup>75</sup> Damit seien die §§ 37b, c WpHG richtlinienkonform auszulegen und ein Schadensersatzanspruch auf das freie Vermögen zu beschränken.<sup>76</sup> Leider nimmt der BGH zu dieser Problematik nicht Stellung.

Im Ergebnis ist diese Argumentation jedoch abzulehnen. Für die Prospekthaftung ist sie überholt, denn Art. 6 Abs. 1 der Prospekt-

RiL 2003/71/EG verpflichtet die Mitgliedstaaten nun explizit zu einer Haftung des Emittenten oder seiner Organe.<sup>77</sup> Er gestattet den Mitgliedstaaten damit die Einführung eines Schadensersatzanspruches gegen die Gesellschaft bei einem fehlerhaften Prospekt. Der kapitalmarktrechtliche Schadensersatz geht insofern dem Kapitalerhaltungsgrundsatz vor.<sup>78</sup>

Aber auch für die kapitalmarktrechtliche Haftung am Sekundärmarkt lassen sich diese Überlegungen übertragen. Für fehlerhafte Jahres-, Halbjahres- und Quartalszahlen hat der europäische Gesetzgeber mit Art. 7 der Transparenz-RiL 2004/109/EG<sup>79</sup> eine dem Art. 6 Abs. 1 Prospekt-RiL 2003/71/EG vergleichbare Regelungen eingeführt. Die jetzt für Ad-hoc-Meldungen einschlägige Marktmissbrauchs-RiL 2003/6/EG nennt zwar vorrangig strafrechtliche und öffentlich-rechtliche Sanktionen.<sup>80</sup> Sicherlich ist aus dem Gebot effektiver Sanktionen keine Pflicht zur Schaffung eines Schadensersatzanspruches gegen die Gesellschaft abzuleiten.<sup>81</sup> In dem Gebot effektiver Sanktionen, dass diese „wirksam, verhältnismäßig und abschreckend“<sup>82</sup> sein müssen, wird man aber kein Ver-

65 *Keusch/Wankel*, BKR 2003, 744, 746.

66 OLG München, BB 2005, 1651, 1652 = ZIP 2005, 901, 903 – Comroad II; vorher schon *Flechthelm*, JW 1916, 937; *Breit*, ZHR 76 (1915), 415, 442; *Moos*, ZHR 70 (1911), 184; *Bayer* (Fn. 39), § 57 Rn. 24. *Henze*, NZG 2005, 115, 120.

67 Der BGH zitiert ausdrücklich diese Fundstelle, s. BGH, 9. 5. 2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, 1646 (in diesem Heft) unter II.2.b) aa) – EM.TV unter Hinweis auf 2. FFG, BT-Drs. 12/7918, S. 102 zu § 15 Abs. 6 S. 2 WpHG.

68 OLG Frankfurt a. M., 20. 4. 2005 – 7 U 5303/04, BB 2005, 1648, 1651 = ZIP 2005, 710, 713 – Comroad I – unter Hinweis auf RGZ 88, 187, 189.

69 Hierzu *Langenbacher*, ZIP 2005, 239, 244.

70 S. in diese Richtung argumentierend *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 170; *Hopt/Voigt*, in: *Hopt/Voigt* (Fn. 14), S. 1, 117; ablehnend auch *Baumbach/Hopt* (Fn. 33), § 44 Rn. 5.

71 OLG Frankfurt a. M., BB 2005, 1648, 1651 = ZIP 2005, 710, 713 – Comroad I; *Henze* (Fn. 39), § 57 Rn. 20; *Krämer/Baudisch*, WM 1998, 1161, 1167; *Renzenbrink/Holzner*, BKR 2002, 434, 437; *Doğan*, Ad-hoc-Publizitätshaftung, 2005, S. 230.

72 *Fleischer* (Fn. 33), S. 73; *Schwark*, in: FS Raisch (Fn. 39), S. 269, 281 ff.; *Zimmer*, in: *Schwark* (Fn. 18), §§ 37b, c Rn. 13; zweifelnd *Horn*, in: FS Ulmer (Fn. 37), S. 817, 827.

73 Für einen Überblick s. *Schulte*, in: Möllers/Rotter (Fn. 15), §§ 5-6; *Möllers*, ZBB 2003, 390 ff.; *ders.*, 30 N.C.J.Int’l L. & Com.Reg. 279 ff. (2004); umfassend jetzt *Hopt/Voigt*, in: *Hopt/Voigt* (Fn. 14). Für die börsenrechtlichen Prospekthaftung *Fleischer* (Fn. 33), S. 74, mit Hinweis auf die englische, US-amerikanische und schweizerische Rechtslage. In Österreich ist die Haftung allerdings auf das Grundkapital und die gesetzlichen Rücklagen beschränkt, s. *Kalss/Oppitz*, in: *Hopt/Voigt* (Fn. 14), S. 861 f., *Gruber*, ÖBA 2003, 239, 249 f.

74 Zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie 77/91/EWG v. 13. 12. 1976, ABl. Nr. L 26, 1.

75 S. hierzu Art. 14 I Marktmissbrauchs-RiL 2003/6/EG: „Unbeschadet des Rechts der Mitgliedstaaten, strafrechtliche Sanktionen zu verhängen, sorgen die Mitgliedstaaten entsprechend ihrem jeweiligen innerstaatlichen Recht dafür, dass bei Verstößen gegen die gemäß dieser Richtlinie erlassenen Vorschriften gegen die verantwortlichen Personen geeignete Verwaltungsmaßnahmen ergriffen oder im Verwaltungsverfahren zu erlassende Sanktionen verhängt werden können. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass diese Maßnahmen wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sind.“

76 *Veil*, ZHR 167 (2003), 365, 395; im Ergebnis auch *Bayer* (Fn. 39), § 57 Rn. 24: „Eingriff in das europarechtlich statuierte Kapitalschutzsystem“; *Habersack*, Europäisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2003, Rn. 164, spricht von „nicht unproblematischen“ Kollisionsverhältnis.

77 Art. 6 S. 1 der Prospekt-RiL 2003/71/EG lautet: Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass je nach Fall zumindest der Emittent oder dessen Verwaltungs-, Management- bzw. Aufsichtsstellen, der Anbieter, die Person, die die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt beantragt, oder der Garantiegeber für die in einem Prospekt enthaltenen Angaben haftet (...).

78 *Grundmann*, Europäisches Gesellschaftsrecht, 2004, § 10 Rn. 343; *Langenbacher*, ZIP 2005, 239, 242. Zum früheren Recht ebenso *Mülbart*, JZ 2002, 826, 833 f.

79 Transparenz-RiL 2004/109/EG v. 15. 12. 2004, ABl. Nr. L 290, 38.

80 Art. 14 der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) 2003/6/EG v. 28. 1. 2003, ABl. Nr. L 96, 16.

81 Denkbar ist auch eine Binnenhaftung der Organe gegenüber der Gesellschaft, übersehen von *Doğan* (Fn. 71), S. 231, sowie *Grundmann/Selbherr*, WM 1996, 985, 988, 991, für die Prospekthaftung.

82 Hierzu z. B. EuGH, Rs. C 383/92, *Kommission/Großbritannien*, Slg. 1994, I-2479 Rn. 40; EuGH, Rs. C-36/94, *Siessa*, Slg. 1995, I-3573 Rn. 20 ff.; hierzu *Schroeder*, in: *Strenz*, EGV, 2003, Art. 249 Rn. 100.

Möllers | Das Verhältnis der Haftung wegen sittenwidriger Schädigung zum gesellschaftsrechtlichen Kapitalerhaltungsgrundsatz – EM.TV und Comroad

bot begründen können, dass Mitgliedstaaten zivilrechtliche Schadensersatzansprüche bei fehlerhaften Ad-hoc-Meldungen einführen. Denn eine zivilrechtliche Haftung bei fehlerhaften Ad-hoc-Meldungen wurde inzwischen in einer Reihe von Mitgliedstaaten durch Gerichte bejaht oder zumindest in der Rechtsliteratur diskutiert.<sup>83</sup> Wären zivilrechtliche Schadensersatzansprüche nicht gewollt, hätte der europäische Gesetzgeber eine entsprechende Haftung ausdrücklich ausschließen müssen.<sup>84</sup> Diese Überlegungen werden noch dadurch gestärkt, dass die Ad-hoc-Publizität eigentlich in der Transparenz-RiL 2004/109/EG geregelt hätte werden sollen.<sup>85</sup> Zudem befindet sich der Kapitalerhaltungsgrundsatz in der europarechtlichen Diskussion auf dem Rückzug.<sup>86</sup> Die Gegenansicht unterscheidet folglich nicht deutlich zwischen Gebotem und Erlaubtem. Der Vorrang der kapitalmarktrechtlichen Schadensersatzhaftung bleibt deshalb uneingeschränkt bestehen.<sup>87</sup>

### III. Ergebnisse und Ausblick

1. a) Sowohl bei Comroad als auch bei EM.TV steht das sittenwidrige Handeln außer Frage.

b) Überzeugend sind die Ausführungen im Schaden: Der BGH steht dem Kläger sowohl bei § 826 BGB als auch bei §§ 823 Abs. 2 i. V. m. 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG einen Anspruch auf Naturalrestitution zu, erlaubt aber auch den Kursdifferenzschaden.

c) Noch immer nicht ganz scharf sind die Ausführungen zur Kausalität. Die Naturalrestitution verlangt grundsätzlich den Nachweis der unmittelbaren Kausalität. Während das OLG Frankfurt a. M. auf dem Nachweis der unmittelbaren Kausalität beharrt, bejaht das OLG München eine Anlagestimmung im Einzelfall.

Der BGH nimmt in der EM.TV-Entscheidung nicht die Ausführungen auf, die er in der Infomatec-Entscheidung zur Anlagestimmung „im Einzelfall“ vorgenommen hat. Es ist allerdings kaum davon auszugehen, dass er in dem Folgeurteil EM.TV diese Möglichkeit der Beweiserleichterung aufgegeben hat. Vielmehr weist er die Vorinstanzen auf ein weiteres Beweismittel hin: Als Ausnahme zum Beibringungsgrundsatz kann eine Parteivernehmung nach § 448 ZPO vom Gericht angeordnet werden, wenn für die zu beweisende Tatsache eine gewisse Anfangswahrscheinlichkeit besteht. Dabei spielt das Zeitmoment eine herausragende Rolle. Für den geschädigten Anleger wird dieser Nachweis in künftigen Verfahren wahrscheinlich noch deutlich einfacher zu führen sein, als für den Einzelfall eine Anlagestimmung darzutun.

2. a) Den Ausführungen zum Verhältnis zum Kapitalerhaltungsgrundsatz der drei Gerichte ist trotz entgegengesetzter Stimmen aus der jüngeren Rechtsprechung und Literatur vollinhaltlich zuzustimmen.

b) De lege ferenda wäre es überlegenswert, im Falle der Insolvenz Ersatzansprüche geschädigter Anleger in die Gruppe der Ansprüche der nachrangigen Insolvenzgläubiger nach § 39 InsO einzureihen, da ansonsten die Bereitschaft der Fremdkapitalgeber zur Sanierung des Unternehmens deutlich beeinträchtigt wäre.<sup>88</sup>

c) Besondere Brisanz erhält das Verhältnis von kapitalmarktrechtlichen Schadensersatzansprüchen zur gesellschaftsrechtlichen Kapitalerhaltung durch die europarechtliche Komponente. Grundsätzlich besteht gem. Art. 234 Abs. 3 EG eine Vorlageverpflichtung für letztinstanzliche Gerichte. Nach der *acte-clair*-Doktrin darf auf eine Vorlage nur verzichtet werden, wenn der EuGH die Rechtsfrage bereits entschieden hat, eine gesicherte Rechtsprechung des EuGH vorliegt oder aber die richtige Auslegung des Gemeinschaftsrechts derart offenkundig ist, dass keinerlei Raum für vernünftige Zweifel an der Entscheidung der gestellten Frage bleibt und die Gerichte der übrigen Mitgliedstaaten und der

EuGH keinen Zweifel an dieser Auslegung haben würden.<sup>89</sup> Wie der oben genannte Streitstand zeigt, war die Vorrangfrage aber mitnichten eindeutig; Teile der bisherigen Rechtsprechung und Literatur waren anderer Ansicht als der BGH. Insoweit hätte der BGH entweder das Problem des Vorranges der kapitalmarktrechtlichen Emittentenhaftung gegenüber dem gesellschaftsrechtlichen Kapitalerhaltungsgrundsatz dem EuGH vorlegen müssen oder aber auf rechtsvergleichender Grundlage begründen müssen, warum von einem Vorlageverfahren abgesehen werden durfte.

3. Während in der Literatur zum Teil behauptet wurde, die Anforderungen, die der BGH an die Kausalität zwischen falschen Unternehmensmeldungen und Anlegerentscheidung gestellt habe, seien so hoch, dass die zum Schadensersatz verurteilenden Entscheidungen des BGH in Sachen Infomatec<sup>90</sup> Einzelfälle bleiben müssten<sup>91</sup>, häufen sich nun Entscheidungen, die dem Kläger Schadensersatz zusprechen.<sup>92</sup> Auch der BGH bezeichnet seine Infomatec-Entscheidungen als „Grundsatzentscheidungen“<sup>93</sup> – mit weiteren Entscheidungen ist auch künftig zu rechnen. Das Kapitalmarktmusterverfahrensgesetz (KapMuG)<sup>94</sup> hätte sowohl in den Comroad- als auch in den EM.TV-Verfahren eine wichtige Aufgabe bei der Feststellung der fehlerhaften Information und des Kursdifferenzschadens übernehmen können. Für die Feststellung, ob die fehlerhafte Information für die Anlageentscheidung kausal geworden ist, eignet sich ein zusammengelegtes Verfahren, wie der BGH zu Recht betont<sup>95</sup>, aber regelmäßig nicht.

83 S. gerade Fn. 73.

84 Auch in der Gesetzgebungsgeschichte finden sich keine Hinweise für einen solchen Haftungsausschluss.

85 Kritisch Grundmann (Fn. 78), § 19 Rn. 645.

86 Änderungen sind durch die SLIM-Initiative zu erwarten, wie etwa Erleichterungen bei der Sachkapitalerhöhung, beim Erwerb eigener Aktien, bei der Zwangseinziehung von Aktien, beim Bezugsrechtsausschluss im Rahmen des genehmigten Kapitals sowie bei der Einführung nennwertloser Stückaktien, s. „Simpler Legislation for the Internal Market (SLIM)“ v. 4. 11. 2000, KOM (2000), S 6 endg.; Bericht der High Level Group of Corporate Law Experts v. 4. 11. 2002, abrufbar unter [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/modern/consult/report\\_de.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/consult/report_de.pdf), S. 119 ff.; Aktionsplan der Kommission v. 21. 5. 2003, KOM (2003), 284 endg.

87 Im Ergebnis ebenso Baums, ZHR 167 (2003), 139, 169; Hopt/Voigt, in: Hopt/Voigt (Fn. 14), S. 1, 117.

88 Dies entspräche dem US-amerikanischen Recht. S. Sec. 510 US Bankruptcy Code; hierzu Slain/Kripke, 48 N.Y.U.L.Rev. 261 (1973). S. auch Baums, ZHR 167 (2003), 139, 170; Hopt/Voigt, in: Hopt/Voigt (Fn. 14), S. 1, 170; Schön, Der Konzern, 2004, 162, 168 ff.; Langenbacher, ZIP 2005, 239, 244; a. A. Zimmer, WM 2004, 9, 11.

89 EuGH, Rs. 284/81, C.I.L.F.I.T., Slg. 1982, 3415 Rn. 16; s. Ehrlicke, in: Streinz, EUV/EGV, 2003, Art. 234 EGV, Rn. 44; Schwarze, in: Schwarze, EU-Kommentar, 2000, Art. 234 EGV Rn. 46;

90 S. o. Fn. 4.

91 Lenenbach, EWIR 2004, 961, 962: „Auswirkungen nicht so groß“; Haas, LMK 2004, 181, 182: „Haftung kaum ausgeweitet“; unklar Körner, NJW 2004, 3386, 3388: „wichtiger Schritt“, „aber keine Grundsatzurteile“. Die Bedeutung der Entscheidungen betonen dagegen Leisch, ZIP 2004, 1573 („Grundsatzurteile“), Fleischer, DB 2004, 2031 („Schlüsselbotschaft“) und Möllers, JZ 2005, 75, 82 („Marksteine“).

92 Neben den hier zu besprechenden Entscheidungen sprach das OLG München in seiner Entscheidung v. 11. 1. 2005, ZIP 2005, 298 – Infomatec Schadensersatz gem. § 826 BGB zu. In Sachen EM.TV sind weitere Klage vor dem LG München I und LG Frankfurt a. M. anhängig. In Sachen Comroad wurde Schadensersatz schon vom LG Frankfurt a. M. zugesprochen, BKR 2003, 506 und 2003, 766; OLG Frankfurt a. M., Urt. v. 15. 10. 2004 – 5 U 263/03, (noch nicht veröffentlicht) m. Anm. Möllers/Wenninger, EWIR 2005 (im Erscheinen).

93 BGH, 9. S. 2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, 1647 (in diesem Heft) unter III.2. – EM.TV.

94 Hierzu Möllers/Weichert, NJW 2005, (im Erscheinen).

95 BGH, 9. S. 2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, 1647 (in diesem Heft) – EM.TV unter III.2.