

50 Jahre Juristische Fakultät Augsburg

herausgegeben von
Arnd Koch, Michael Kubiciel,
Ferdinand Wollenschläger und
Wolfgang Wurmnest

Mohr Siebeck

Arnd Koch, geboren 1967, Inhaber des Lehrstuhls für Strafrecht, Strafprozessrecht, Risiko- und Präventionsstrafrecht sowie Juristische Zeitgeschichte an der Juristischen Fakultät der Universität Augsburg, 2019–2021 Dekan der Juristischen Fakultät

Michael Kubiciel, geboren 1973, Inhaber des Lehrstuhls für Deutsches, Europäisches und Internationales Straf- und Strafprozessrecht, Medizin- und Wirtschaftsstrafrecht an der Juristischen Fakultät der Universität Augsburg, seit 2019 Direktor des Instituts für die gesamte Strafrechtswissenschaft

Ferdinand Wollenschläger, geboren 1976, Inhaber des Lehrstuhls für Öffentliches Recht, Europarecht und Öffentliches Wirtschaftsrecht an der Juristischen Fakultät der Universität Augsburg, seit 2017 Direktor des Instituts für Öffentliches Recht

Wolfgang Wurmnest, geboren 1969, Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht, Internationales Privat- und Zivilverfahrensrecht sowie Rechtsvergleichung an der Juristischen Fakultät der Universität Augsburg, seit 2015 Direktor des Instituts für Zivilrecht

ISBN 978-3-16-160998-5 / eISBN 978-3-16-160999-2

DOI 10.1628/978-3-16-160999-2

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2021 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Laupp & Göbel in Gomaringen gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Printed in Germany.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
---------------	---

Fakultätsgeschichte und Juristenausbildung

<i>Herbert Buchner</i> Erinnerungen an die Gründungsphase der Fakultät	3
<i>Volker Behr / Wolfgang Wurmnest</i> 50 Jahre Internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung an der Juristischen Fakultät der Universität Augsburg	17
<i>Jörg Neuner</i> Die Fakultäten streiten nicht mehr: Über die Vermarktung von Hörsälen	55
<i>Reiner Schmidt</i> Die Wissenschaftlichkeit der juristischen Ausbildung. Dogmatik, Praxisintegration und die Zukunft	67

Grundlagen des Rechts

<i>Christoph Becker</i> Propter dignitatem hominum – wegen der Würde der Menschen	91
<i>Phillip Hellwege</i> Eine europäische Versicherungsrechtsgeschichte. Ausgangspunkt, Ergebnisse und Perspektiven eines Augsburger Forschungsprojektes	129
<i>Arnd Koch</i> Strafrechtsgeschichte. Institutionalisierung, Entwicklungslinien und Legitimation eines Grundlagenfachs	157
<i>Michael Kubiciel</i> Strafrechtliche Metatheorien	183

<i>Josef Franz Lindner</i> Recht, Gerechtigkeit und Politik. Ein Beitrag zum Rechtspositivismus	203
Entwicklungslinien, aktuelle Fragen und zukünftige Herausforderungen	
<i>Martina Benecke</i> Employees in the Fourth Industrial Revolution	227
<i>Ulrich M. Gassner</i> Künstliche Intelligenz in der Medizin – no human in the loop?	243
<i>Peter Kasiske</i> Wirtschaftsordnung und Wirtschaftsstrafrecht	273
<i>Johannes Kaspar</i> Friedensschutz durch Strafrecht?	289
<i>Gregor Kirchhof</i> Systemwechsel im Steuerrecht. Zur notwendigen Renaissance der Sollbesteuerung in einem digitalisierten nationalen und internationalen Steuerrecht	319
<i>Martin Kment</i> Umweltschutz auf der Zeitschiene: Vom grauen Himmel über dem Ruhrgebiet bis Big Data	343
<i>Raphael Koch</i> 50 Jahre (Fakultäts-)Geschichte im Spiegel der Zivilprozessordnung	379
<i>Michael Kort</i> Anwendung bürgerlichrechtlicher Normen auf den Unternehmenskauf und deren vertragliche Modifizierung	395
<i>Martin Maties</i> Arbeitsleistung und -lohn während der Pandemie	425
<i>Lena Maute</i> Die Europäisierung des Patentrechts	461

<i>Thomas M. J. Möllers</i>	
Der Bilanzskandal von Wirecard und das Versagen der Finanzbranche	479
<i>Thilo Rensmann</i>	
Die Immunität ausländischer Amtsträger, der Bundesgerichtshof und das Vermächtnis von Nürnberg	513
<i>Matthias Rossi</i>	
Korrektur von Gesetzen durch Korrekturgesetze	541
<i>Christoph Vedder</i>	
Anti-Doping-Recht – global	567
<i>Daniel Wolff</i>	
Festtagstorten, der US-amerikanische Kulturkampf und das Recht ..	623
<i>Ferdinand Wollenschläger</i>	
Die COVID-19-Pandemie als Stunde der Exekutive und die parlamentarische Demokratie des Grundgesetzes	651
Genealogie der Lehrstühle	705
Verzeichnis der Autorinnen und Autoren	709

Der Bilanzskandal von Wirecard und das Versagen der Finanzbranche

Thomas M. J. Möllers

I. Wirecard als „Insolvenz mit Ansage“ und das Versagen einer ganzen Wirtschaftsklasse

„Wirecard – Schande für Deutschland“ formulierte Felix Hufeld als Präsident der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).¹ Die erste Insolvenz eines Unternehmens des Deutschen Aktienindex (DAX) hat hohe Wellen geschlagen. Ein Untersuchungsausschuss des Bundestages soll den Skandal aufklären; erste Klagen sind erhoben.² Die Aufarbeitung des Skandals wird Gesetzgebung, Rechtsprechung und Wissenschaft für die nächsten Jahre beschäftigen. Der Beitrag will in einem ersten Schritt nachweisen, weshalb ein Versagen der gesamten Finanzbranche vorliegt, wenn kein einziger der Akteure einschreitet, obwohl alle Marktteilnehmer die Vorwürfe unrichtiger Bilanzen kennen. Ursache sind Verhaltensformen der Behavioral Finance, aber auch das immer noch unzureichende deutsche und europäische Kapitalmarktrecht. Es fehlt an einer hinreichenden Konkretisierung der einzelnen Pflichten (I.). Es wird sodann ein System entwickelt, das besser auf die Validität von Informationen reagiert und stärker als bisher klärt, mit welchen Pflichten die Marktteilnehmer auf ungesicherte Informationen zu reagieren haben (II.). Schließlich wird die Rechtsdurchsetzung mit ihren komplexen Fragen zur richtigen Regelungsebene und dem intradisziplinären Zusammenwirken von Straf-, Zivil- und Öffentlichem Recht thematisiert (III.).

¹ So wörtlich auf der Tagung Frankfurt Finance Summit, wiedergegeben in: *Mußler/Peitsmeier/Schäfers*, „Schande“ für Deutschland, FAZ v. 23.6.2020, 15. Hufeld wurde inzwischen entlassen.

² S. hierzu die Informationen auf der Web-Seite des Bundestages, <https://www.bundestag.de/ausschuesse/untersuchungsausschuesse/3untersuchungsausschuss> (abgerufen am 2.2.2021); *Becker*, Das Polittheater, Wirtschaftswoche v. 24.7.2020, 30ff.

1. Der Wirecard-Sachverhalt von April 2015 bis Juni 2020

a) Die vermeintliche Erfolgsgeschichte von Wirecard

Allein den Sachverhalt des Wirecard-Skandals zusammenzutragen, würde den Rahmen eines wissenschaftlichen Beitrages sprengen. Es bedarf hier einer umfangreichen Sachverhaltshermeneutik,³ da die einzelnen Marktteilnehmer aus ihrer jeweiligen Binnenperspektive berichten:⁴ Insoweit werden nur die wichtigsten Eckdaten genannt.⁵ Die Wirecard AG zählte zu den vermeintlich wenigen Erfolgsgeschichten, die es in Deutschland im Bereich der New Economy gibt. 1999 als Zahlungsabwickler gegründet, verbuchte das in Aschheim bei München ansässige Unternehmen seit Jahren Umsatz- und Gewinnsteigerungen von 30 % und mehr, die jeweils mehrmals im Jahr angehoben wurden.⁶ Der Konzern bestand aus über 50 Tochtergesellschaften. Für den Erfolg verantwortlich waren hauptsächlich Tochterunternehmen, die in Singapur, Indien und anderen asiatischen Staaten aktiv waren. Zu Wirecards Kunden zählten neben Visa, Mastercard und Paypal auch Handelsketten wie Aldi oder Ikea.⁷ Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft EY testierte den Jahresabschluss der Wirecard AG als Einzelunternehmen sowie den des Konzerns jeweils für die Jahre 2009 bis einschließlich 2018 mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk.

b) Die jahrzehntelangen Vorwürfe falscher Bilanzzahlen

Allerdings kam schon frühzeitig Gegenwind auf: Eine erste Short-Sell-Attacke mit dem Vorwurf falscher Bilanzen wurde bereits im Jahre 2008 durch ein Vorstandsmitglied der Schutzvereinigung der Kleinanleger (SdK) gestartet. Damals wurden Beteiligte der SdK wegen Marktmanipulation verurteilt, weil diese auf fallende Kurse gesetzt hatten, ohne diesen Interessenkonflikt aufzuklären.⁸ Seit April 2015, also über einen Zeitraum von fünf Jahren, ver-

³ Zu dieser Arbeitstechnik s. *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 4. Aufl. 2021, § 14 Rn. 11 ff.

⁴ Etwa *KMPG*, Sonderbericht über die unabhängige Sonderuntersuchung, Wirecard AG v. 27.4.2020, https://www.wirecard.com/uploads/Bericht_Sonderpruefung_KPMG.pdf (abgerufen am 2.2.2021) oder *Bundesministerium der Finanzen (BMF)*, Aufzeichnung für den Finanzausschuss des Deutschen Bundestags. Sachstandsbericht und Chronologie Wirecard v. 16.7.2020, 1 ff., https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt (abgerufen am 2.2.2021).

⁵ Ergänzt wurde der Sachverhalt durch weitere Fundstellennachweise der einschlägigen überregionalen Zeitschriften.

⁶ Dies kam besonders in den Jahresbilanzen 2016/2018 und mehreren Ad-hoc-Mitteilungen aus den Jahren 2018 und 2019 beeindruckend zum Ausdruck. In einem Fünfjahresplan wollte Wirecard den Börsenwert bis 2023 verfünffachen, s. z. B. Investorenpräsentation Wirecard v. April 2018 und v. 7.8.2018, www.wirecard.de (abgerufen am 2.2.2021).

⁷ S. etwa Investorenpräsentation Wirecard v. 6.11.2019, 8.

⁸ Ausführlicher Überblick bei *Möllers/Hailer*, in: FS Schneider, 2011, 831 ff.; s. auch *Hesse, Wette auf den Absturz*, *Der Spiegel* v. 30.4.2016, Heft 18, 65 ff.; <https://www.juve>.

öffentlicherten die Journalisten Dan McCrum und Paul Murphy in der *Financial Times* (FT) mehr als 16 Berichte, in denen sie mit dem Titel „The House of Wirecard“ nicht nachvollziehbare Zahlungsströme und Bilanzbuchungen bei verschiedenen asiatischen Tochtergesellschaften minutiös aufdeckten.⁹ Hierbei konnten sie sich auf Informationen von Whistleblowern bei Wirecard stützen.¹⁰ Überregionale deutsche Zeitschriften folgten mit Berichtserstattung.¹¹ Umgekehrt warnten andere Akteure etwa mit dem 100-seitigen Zatarra-Report¹² vor unrichtigen Bilanzen, jedoch unter Verwendung von nachweislich unrichtigen Tatsachen und handelten auch deshalb rechtswidrig, weil ihre Analysen ohne Impressum den Urheber nicht erkennen ließen.¹³ Zahlreiche Leerverkäufer strichen bei Kursstürzen immer wieder hohe Gewinne ein.¹⁴ Weil die Gerüchte über Falschbuchungen nicht verstummten, beauftragte Wirecard 2018 zuerst die Kanzlei Rajah & Tann aus Singapur, die Bilanzen zu prüfen. Diese stellte zwar vereinzelt Mängel fest, welche nach Ansicht von Wirecard aber keine wesentlichen Auswirkungen auf die Jahresabschlüsse hatten.¹⁵ Nachdem die FT weitere Ungereimtheiten aufgedeckt hatte, beauftragte Wirecard auf Druck von Investoren und der Öffentlichkeit Mitte Oktober 2019 die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft KPMG mit einer „Sonderuntersuchung“¹⁶. KPMG stellte am 27.4.2020 fest, dass zahlreiche Buchungen nicht bestätigt werden können, weil Unterlagen nicht oder nicht im Original vorgelegt wurden.¹⁷ Daraufhin musste die geplante Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2019 verschoben werden. Am 18.6.2020 verweigerte EY schließlich das Testat mit dem Hinweis, dass 1,9 Mrd. Euro auf Treuhandkonten von zwei Banken in Asien nicht auffindbar seien.¹⁸ Nur eine Woche später, am 25.6.2020, stellte die Wirecard AG einen Antrag auf

de/nachrichten/verfahren/2012/01/marktmanipulation-prozess-in-sdk-affare-gestartet-ers-ter-angeklagter-kündigt-gestandnis-an (abgerufen am 2.2.2021).

⁹ Detailliert aufgelistet in: *KMPG* (Fn. 4), 11 ff.

¹⁰ *Bartz/Hesse*, FT Reporter on the Downfall of Wirecard Head, *Spiegel International* v. 5.11.2020.

¹¹ *Jauernig*, Das steckt hinter dem Börsenstar Wirecard, *Der Spiegel* v. 5.9.2018, Heft 18, 65.

¹² *Zatarra Research & Investigations* v. Februar 2016, 1, <https://www.heibel-unplugged.de/wp-content/uploads/2020/06/Zatarra-research-Wirecard-PDF.pdf> (abgerufen am 2.2.2021).

¹³ Als Verstoß gegen Art. 2 Abs. 1 der Delegierten VO (EU) 2016/958, *Möllers*, *NZG* 2018, 649 (652).

¹⁴ Hierzu *Möllers*, *NZG* 2018, 649 f.; *Mülbert/Sajnovits*, *BKR* 2019, 313 ff.; *Schockenhoff*, *WM* 2020, 1341 ff.; *Poelzig*, *ZHR* 184 (2020), 697 ff.

¹⁵ *Wirecard*, Ad-hoc-Mitteilung v. 26.3.2019.

¹⁶ Die Sonderprüfung ist in den § 258 ff. AktG geregelt und kann ggf. von einem Teil der Aktionäre gerichtlich erzwungen werden. Wirecard beauftragte dagegen KPMG zu einer Sonderuntersuchung, welche die Voraussetzungen der §§ 258 ff. AktG nicht erfüllen muss, s. *KPMG* (Fn. 4), 1.

¹⁷ *KMPG* (Fn. 4), 12 f.

¹⁸ *Wirecard*, Ad-hoc-Mitteilung v. 18.6.2020, www.wirecard.de (abgerufen am 2.2.2021); *Peitsmeier*, Kriminallfall Wirecard, *FAZ* v. 19.6.2020, 17.

Insolvenz und veröffentlichte dies per Ad-hoc-Mitteilung.¹⁹ Der Aktienkurs erreichte 2018 einen Höchstwert von knapp 200 Euro, konnte sich dann bis zur Ablehnung des Testates am 18.6.2020 bei gut 100 Euro behaupten, bevor er dann innerhalb weniger Tage auf unter 2 Euro abstürzte.²⁰

c) Die Reaktionen von Wirecard, BaFin und der Finanzbranche auf den Vorwurf unrichtiger Bilanzen

Wie verhielten sich die Akteure am Markt? Der Vorstandsvorsitzende Dr. Markus Braun kaufte immer wieder eigene Aktien, sodass ihm zum Schluss mehr als 7 % der Aktien gehörten. Die Wirecard AG wies kontinuierlich alle Vorwürfe falscher Bilanzen zurück: Gegen die Journalisten der FT wurde Strafantrag wegen Verleumdung gestellt.²¹ In zahlreichen Twitternachrichten betonte der Vorstandsvorsitzende Braun, „dass alles gut wird“ und an den Bilanzvorwürfen „nichts dran“ sei.²² Dies wurde durch Ad-hoc-Mitteilungen noch im Mai und Juni 2020 bestätigt.²³ Als EY im Juni 2020 das Testat für den Jahresabschluss 2020 verweigerte, stellte Wirecard eine Strafanzeige wegen Betrugs gegen Unbekannt.²⁴

Die Staatsanwaltschaft München ermittelte gegen die Leerverkäufer; es kam zu einzelnen Verurteilungen.²⁵ Die BaFin erließ einerseits im Frühjahr 2019 für zwei Monate ein Verbot, welches den Leerverkauf von Wirecard-Aktien untersagte.²⁶ Sie stellte zudem eine Strafanzeige gegen den FT Journalisten McCrum.²⁷ Andererseits suchte die BaFin die Kooperation mit mehreren ausländischen Behörden und beauftragte im Februar 2019 die Deutsche Prüfstelle für Rechnungswesen (DPR) mit der Prüfung des Abschlusses 2018.²⁸

¹⁹ *Wirecard*, Ad-hoc-Mitteilung v. 25.6.2020.

²⁰ <https://www.boerse.de/aktien/Wirecard-Aktie/DE0007472060> (abgerufen am 2.2.2021).

²¹ *N. N.*, Ermittlungen gegen „Financial Times“-Journalisten eingestellt, *Zeit Online* v. 4.9.2020.

²² S. hierzu die Twitternachrichten v. 10.1.2020, 17.1.2020, 31.1.2020, 11.2.2020, 6.3.2020, 22.3.2020, 19.4.2020, 17.5.2020 und 18.6.2020.

²³ Etwa mit der Behauptung, dass die Sonderprüfung der KPMG keine substantiellen Beanstandungen beinhaltet, s. *Wirecard*, Ad-Hoc-Mitteilungen v. 12.3.2020 und v. 22.4.2020.

²⁴ *Ott/Schmitt/Wischmeyer*, Ein Dax-Konzern vermisst 1,9 Milliarden Euro, *SZ* v. 19.6.2020, 15; *N. N.*, Wirecard stellt Strafanzeige wegen Betrugsverdacht, *Zeit Online* v. 18.6.2020.

²⁵ Verfahren gegen den Börsenbrief-Herausgeber Fraser Perring werden gegen Zahlung einer fünfstelligen Geldauflage eingestellt, s. *Poltz*, Strafverfahren gegen Wirecard-Kritiker wird eingestellt, *Reuters* v. 11.5.2020.

²⁶ *BaFin*, Wirecard AG: Allgemeinverfügung zum Verbot der Begründung und Vergrößerung von Netto-Leerverkaufspositionen, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2019/meldung_190218_Allg_Vfg_Wirecard_Verbot_Leerverkaufspositionen.html (abgerufen am 2.2.2021). Hierzu *Voß*, in: 25 Jahre FS WpHG, 2019, 715 (750 ff.); *Splinter/Gansmeier*, *ZHR* 184 (2020), 761 ff.

²⁷ *Ott/Schreiber/Willmroth*, Der Schlingerkurs der Bafin, *SZ* v. 13.7.2020.

²⁸ *BMF* (Fn. 4), 2, 6.

Schließlich existiert gem. § 319a HGB eine Abschlussprüferaufsichtsstelle (APAS) beim Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle. Diese prüft bis heute, ob Fehler der Wirtschaftsprüfer vorlagen.²⁹ Die überschwänglich euphorische Stimmung der nahezu gesamten Finanzbranche zugunsten Wirecard war beeindruckend: Ende September 2018 nahm die Deutsche Börse Wirecard in den DAX 30 als höchsten Index der Frankfurter Börse auf. Gleichzeitig musste die alteingesessene Commerzbank den DAX verlassen.³⁰ Mitarbeiter der japanischen Softbank Group beteiligten sich 2019 mit 900 Mio. Euro an Wirecard und schlossen eine strategische Kooperation.³¹ Im 5 Mrd. Euro schweren Aktienfonds der Deutschen Bank, DWS, lag der Wirecard-Anteil bei mehr als 10%.³² Die Wirecard-Aktie war Liebling der Chat-Rooms. Die Kaufempfehlungen überwogen in den Jahren 2015–2019 deutlich. Aussagen der FT wurden als *fake news* abgetan.³³ Noch bis Mitte 2020 wurde die Wirecard-Aktie von Finanzanalysten mit Kurszielen jenseits der 200 Euro bewertet.³⁴ Auch die Ratingagentur Moody's hatte die Wirecard AG im Jahr 2019 mit einem Investmentgrade-Rating versehen.³⁵ Nach dem manipulationsbedingten Kurssturz blieb die Wirecard-Aktie noch bis September 2020 als *Penny-Stock* im DAX.

Gegenwärtig sitzt Markus Braun in Untersuchungshaft, der für das Asiengeschäft verantwortliche Jan Marsalek ist weiterhin auf der Flucht, die Staatsanwaltschaft München ermittelt wegen gewerbsmäßigen Bandenbetrugs, Bilanzfälschung und weiteren Delikten.³⁶ Am 25.8.2020 hat das AG München das Insolvenzverfahren eröffnet.³⁷ Gläubiger fordern mehr als 12 Mrd.

²⁹ Die APAS ist nach ihrer Ansicht nicht zur Aufklärung von Bilanzfehlern zuständig, s. § 319a Abs. 1 Satz 1 HGB und https://www.apasbafa.bund.de/SharedDocs/Kurzmeldungun/gen/APAS/DE/20200918_stellungnahme.html (abgerufen am 2.2.2021).

³⁰ *Wischmeyer*, Solider Nachfolger gesucht, SZ v. 3.8.2020, 15.

³¹ S. z. B. *Wirecard*, Ad-Hoc-Mitteilung v. 24.4.2019; *Schnell*, Beteiligung durch die Hintertür: Softbank ist nicht direkt bei Wirecard eingestiegen, Handelsblatt v. 15.1.2019.

³² *Klemm*, Wetten, dass Wirecard ..., FAZ v. 19.1.2002, 26; *Kanning*, Ein Schaden für den Finanzplatz, FAZ v. 20.6.2020, 29; *Oberhuber*, Die DWS und die magischen zehn Prozent, capital v. 10.7.2020.

³³ Die Analytikerin der Commerzbank Heike Pauls, ähnlich Simon Bentlage von Hauck & Aufhäuser, s. *Bergermann/Buschmann/Finkenzeller/Ter Haseborg/Zdrzalek*, „Fake News“, Wirtschaftswoche v. 26.6.2020, 26, 27.

³⁴ Die Commerzbank-Analystin Pauls gab noch im Mai ein Kursziel von 230 Euro, Baader gab ein Kursziel von 240 Euro (26.4.2020), die Privatbank Hauck & Aufhäuser am 23.4.2020 ein Kursziel von 270 Euro aus, s. <https://www.boerse-online.de/analysen/wirecard> (abgerufen am 2.2.2021) sowie Kessler, Commerzbank: Wirecard-Verfechterin wird offenbar kaltgestellt, Der Aktionär v. 14.1.2021.

³⁵ *Seeser*, Wirecard: Das ist die Bewertung durch die Ratingagentur Moody's, Der Aktionär v. 30.8.2019.

³⁶ *Peitsmeier/Neuscheler*, Drei Haftbefehle im Fall Wirecard, FAZ v. 23.7.2020, 15.

³⁷ Insolvenzverwalter ist Michael Jaffé, https://www.jaffe-rae.de/index.php/DE/site/listing_aktuelles/insolvenzverfahren-ueber-vermoegen-der-wirecard-ag-eroeffnet (abgerufen am 2.2.2021).

Euro,³⁸ Ansprüche geschädigter Anleger in Milliardenhöhe sind hierbei noch nicht berücksichtigt. Ein erstes Buch zu Wirecard ist erschienen;³⁹ die Verfilmung der Causa Wirecard ist geplant.⁴⁰ Inzwischen wird bekannt, dass Mitarbeiter der BaFin und der Leiter der Wirtschaftsprüferaufsicht APAS persönlich mit Wirecard Aktien gehandelt haben.⁴¹ Dan McCrum wurde mittlerweile mit einem Journalistenpreis ausgezeichnet.⁴²

2. Das Versagen der gesamten Finanzbranche

a) Unzureichende Kontrollstrukturen der Wirecard AG und das Versagen von EY als Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Dass das Unternehmen versagt hat, ist mehr als offensichtlich: Unzureichend war die unternehmensinterne Struktur, die sog. Corporate Governance. Dazu gehören interne Aufsichtsstrukturen wie Aufsichtsrat, Finanzbuchhaltung, Controlling und Compliance. Verständlich ist dies, weil das Unternehmen als Start-up-Unternehmen klein angefangen hat. Der Vorstandsvorsitzende Braun dominierte das Unternehmen als größter Aktionär. Er war der Kopf und hatte es maßgeblich aufgebaut. Jan Marsalek war als Wirecard-Vorstand zuständig für die Expansion in Asien. Unklar ist noch, in welchem Umfang Alexander von Knopp als Finanzvorstand die Zahlen tatsächlich kontrollierte. Die Rechtsabteilung wurde vorrangig mit Berufsanfängern statt mit erfahrenen Rechtsanwälten besetzt. Vorsitzender des Aufsichtsrates war über Jahre hinweg Klaus Rehning, ohne dass eine wirkliche Kontrolle erkennbar wurde.⁴³ Erst ganz am Ende war die Wirecard AG bereit, unabhängige Personen mit der erforderlichen Expertise in Vorstand und Aufsichtsrat⁴⁴ einzubeziehen; allerdings viel zu spät. Wer den Sonderbericht von KPMG liest, ist überrascht, welche Informationen EY bis dato nicht eingeholt hatte: So begnügten sich Mitarbeiter von EY jahrelang mit (gefälschten) Kopien, suchten die asiatischen Töchter von Wirecard nie persönlich auf und ignorierten Hinweise von Whistleblowern über unrichtige Bilanzbuchungen.⁴⁵

³⁸ S. Handelsblatt v. 18.11.2020.

³⁹ *Bergemann/Ter Haseborg*, Die Wirecard Story, 2021.

⁴⁰ *Schaaf*, Dieser Mann verfilmt den Wirecard-Skandal, FAZ.NET v. 8.8.2020.

⁴¹ *Giersberg/Schäfers*, Das hat mich befremdet, FAZ v. 12.12.2020, 20.

⁴² *McCrums* wurde mit einem Sonderpreis prämiert, s. *Schreiber*, Der Journalist, die Aufsicht und das Kartenhaus, SZ v. 7.12.2020.

⁴³ In einem Interview prognostizierte er im Dezember 2018, dass Wirecard übernommen wird, worauf der Kurs prompt um 3 % stieg, s. *Ivanov/Reccius/Wolf*, „Bald wird ein internationaler Konzern Wirecard kaufen“, Handelsblatt online v. 27.12.2018.

⁴⁴ Erst im Juni 2019 wurde Thomas Eichelmann als unabhängiges Aufsichtsratsmitglied gewählt, welcher dann das Sondergutachten der KPMG veranlasste, *Mohr/Peitsmeier*, Seine letzte Chance, FAZ v. 13.5.2020.

⁴⁵ *Storbeck*, Whistleblower warned EY of Wirecard fraud four years before collapse, FT v. 30.9.2020.

b) Die ineffektive Aufsicht: BaFin, ESMA, DPR etc.

Der Eindruck drängt sich auf, dass die BaFin als deutsche Aufsichtsbehörde einseitig Wirecard gegen Attacken der Leerverkäufer schützte und die Vorwürfe der FT nicht ernst nahm. Schon der Bericht des BMF deutet an, dass das sog. zweistufige Bilanzkontrollverfahren nur bedingt funktioniert, da zuerst die DPR eingeschaltet wird, bevor die BaFin agieren kann.⁴⁶ Dort arbeitete aber nur eine Person an der Aufarbeitung des Wirecard-Falles und konnte seit der Anzeige vom 15.2.2019 nichts zur Aufklärung beitragen.⁴⁷ Hätte die BaFin sogleich eine Sonderprüfung veranlassen können, wäre der Skandal deutlich früher bekannt geworden.⁴⁸ Die European Securities and Markets Authority (ESMA) hat inzwischen das Verhalten der BaFin kritisiert.⁴⁹

c) Die Ignoranz der Experten: Finanzanalysten, Fondsbetreiber, Deutsche Börse AG etc.

Erstaunlich ist schließlich das Versagen einer ganzen Wirtschaftsbranche, der Finanzintermediäre.⁵⁰ Dazu gehören die Finanzberater, Vermögensverwalter, Fondsmanager, Finanzanalysten und die Ratingagenturen. Als Finanzexperten stehen sie zwischen dem börsennotierten Unternehmen und Investoren und sollen durch positive und negative Empfehlungen über ein börsennotiertes Unternehmen Anlegern bei ihrer Kauf- bzw. Verkaufsentscheidung helfen. Auch die Deutsche Börse ist als Handelsplattform ein Marktteilnehmer. Nachvollziehbar war die eingangs beschriebene euphorische Stimmung (I.1.c), weil die genannten Finanzintermediäre zwar Experten sind, letztlich aber von den Informationen des Unternehmens abhängen. Dieses produziert die originären Unternehmensnachrichten, es ist Informationsmonopolist.⁵¹ Alle anderen Marktteilnehmer sind von den bereitgestellten Informationen abhängig und können diese als *second best informed* nur verarbeiten. Tim Albrecht als Leiter der DWS-Deutschland räumte ganz offen ein, dass er sich über Wirecard getäuscht und sich insoweit „verzockt“ habe.⁵² Es überrascht

⁴⁶ S. *Merkt*, in: Baumbach/Hopt (Hrsg.), HGB, 40. Aufl. 2021, § 342b Rn. 19; *BMF* (Fn. 4), 1, 2, 9f. Vorher bereits Scholz, s. *Erhard*, Multiples „Organversagen“ von Kontrollen und Aufsichten, Deutschlandfunk v. 10.7.2020.

⁴⁷ *Giersberg*, Wirecard-Skandal: Die „Bilanzpolizei“ sieht sich als Bauernopfer, FAZ v. 28.6.2020.

⁴⁸ Hierzu genauer unten II.3.

⁴⁹ *ESMA*, Fast Track Peer Review on the Application of the Guidelines on the Enforcement of Financial information (ESMA 2014/1293) by BaFin and Frep in the Content of Wirecard v. 3.11.2020, www.esma.europa.eu (abgerufen am 2.2.2021), s. FAZ v. 4.11.2020, 17.

⁵⁰ Ähnlich *Voß*, RDt 2020, 11, 12: „Systemversagen“.

⁵¹ Erstmals *Möllers/Leisch*, WM 2001, 1648 (1654).

⁵² S. die Nachweise in Fn. 33; er verzichtet freiwillig auf 10 % seines Gehaltes, s. *Kanning*, „Haben die andere Informationen als wir?“, FAZ v. 19.6.2020.

allerdings, dass die Finanzintermediäre keinerlei eigene Recherchen angestellt haben, obwohl der BGH bereits 1993 eine Pflicht zur anlagegerechten Beratung (*know your product*) mit entsprechenden Recherchepflichten entwickelt hatte. Darauf wird zurückzukommen sein.⁵³

Auch die Deutsche Börse AG interessierte sich nicht für die negativen Gerüchte um Wirecard. Nach dem Regelwerk der Deutschen Börse AG waren bislang für die Aufnahme in den DAX ausschließlich die Marktkapitalisierung und das Handelsvolumen relevant.⁵⁴ Damit konnten bisher Unternehmen in den DAX aufgenommen werden, die nachweislich Verlust schreiben.⁵⁵ Die Aufnahme in den DAX als wichtigsten Index der Deutschen Börse hat zur Folge, dass Marktteilnehmer, die den DAX nachbilden, diese Aktien zwingend erwerben müssen. Dazu gehören etwa die Anbieter von ETFs, die den DAX widerspiegeln, aber auch diverse Fonds-Anbieter.

3. Gründe für die unkritische Haltung der Finanzbranche – Behavioral Finance: von Blindheit geschlagen

Was bleibt festzuhalten? Zur Verteidigung der BaFin wurde vorgetragen, es handele sich um einen bedauernswerten Einzelfall, da kriminelle Energie immer schwer zu entdecken sei.⁵⁶ Der Aufsicht sei überdies kein Vorwurf zu machen, da sie nun einmal ausländische Töchter nicht kontrollieren könne.⁵⁷ Beiden Thesen könnte man vielleicht zustimmen, wenn der Vorwurf der Bilanzfälschung überraschend erstmals im Sommer 2020 erhoben worden wäre. Dem ist aber nicht so: Vielmehr haben über einen Zeitraum von fünf Jahren die FT und andere Marktteilnehmer kontinuierlich und präzise den Vorwurf falscher Bilanzbuchungen konkretisiert. Die gerade genannten Akteure der Finanzbranche sind diesen Vorwürfen nicht ernsthaft nachgegangen. Sie haben die Vorwürfe der FT schlicht ignoriert, weil sie wohl den Testaten von EY mehr Vertrauen schenkten als der FT. Diese war stets der *bad guy*.⁵⁸

Verhaltensweisen aus dem Bereich der *Behavioral Finance* können die unkritische Haltung der Marktteilnehmer erklären.⁵⁹ Nach dem sog. *herding*

⁵³ S. unten II.4.a).

⁵⁴ Zuständig ist die STOXX Ltd., eine Tochter der Deutschen Börse. Nach dem Leitfaden Aktienindizes wurde bisher ein Unternehmen neu in den DAX aufgenommen, wenn es sich nach Umsatz um Marktkapitalisierung mindestens auf Rang 25 im DAX befindet, s. *STOXX, Guide to Equity Indices of Deutsche Börse AG v. 26.6.2019, Version 9.2.4.*

⁵⁵ Zum neuen DAX-Mitglied Delivero Hero, s. kritisch etwa *Künnen/Kröner*, Investoren fordern nach dem Wirecard-Skandal einen neuen Dax, Handelsblatt v. 16.9.2020.

⁵⁶ In diese Richtung *BMF* (Fn. 4), 1, 3: „Einen hundertprozentigen Schutz gegen kriminelles Verhalten wird es niemals geben, auch nicht auf dem Finanzmarkt.“

⁵⁷ So *Mock*, BB 2020, 1 (2).

⁵⁸ S. oben Fn. 25 ff.

⁵⁹ *Simon*, QJE 69 (1955), 99; *Miller*, Psychology Review 63 (1956), 81; *Simon*, Models of Bounded Rationality, 1982; *Oehler*, ZBB 1992, 97; *Shefrin*, Beyond Greed and Fear: Under-

ist es psychologisch einfacher, dem Herdentrieb zu folgen als gegen die herrschende Ansicht einzutreten. Dies gilt gerade auch für Finanzanalysten.⁶⁰ Hinzu kam ein *overconfidence bias*, ein Überoptimismus,⁶¹ die Euphorie, neben SAP mit Wirecard ein weiteres Unternehmen der New Economy als FinTech-Unternehmen im DAX aufzunehmen. Weitere Verhaltensweisen der Börsenpsychologie lassen sich feststellen: Die Teilnehmer am Kapitalmarkt haben jahrelang die warnenden Stimmen der FT ignoriert oder sind sogar gerichtlich gegen diese vorgegangen. Man spricht von *selective perception*, selektiver Wahrnehmung,⁶² und damit von Ausblenden und Ignorieren unerwünschter Informationen. Erklären lässt sich dies viertens mit dem Wunsch, störende Dissonanzen zu vermeiden (*cognitive dissonance*)⁶³ und sich fünftens an den Finanzintermediären als Anker zu orientieren (*anchoring*).⁶⁴ Zusammenfassend kann man von „kollektiver Dummheit“ sprechen, da Risiken weggelacht wurden.⁶⁵

II. Die unzureichende Haftung der Marktteilnehmer als Versagen des Gesetzgebers

Erstaunlicherweise gestalten sich Haftungsansprüche gegen die Beteiligten als schwierig.

1. Die unzureichende Haftung des insolventen Unternehmens

Gesellschaftsrechtliche Haftungsansprüche sind gegen Vorstand und Aufsichtsrat denkbar. Gem. § 91 Abs. 2 AktG ist der Vorstand zur Einrichtung eines Überwachungssystems verpflichtet; der Aufsichtsrat hat dies zu überwachen. Allerdings stehen Schadensersatzansprüche gegen Vorstand und

standing Behavioral Finance and the Psychology of Investing, 2000; Oehler, ÖBA 2000, 978; Hirschleifer, Journal of Finance 56 (2001), 1533; Shiller, Journal of Economic Perspectives 17 (2003), 83; Kiehling, Börsenpsychologie und Behavioral Finance, 2001; Thaler, Advances in Behavioral Finance, 2005; Belsky/Gilovich, Das Lemming Prinzip, 2007, 11.

⁶⁰ S. bereits Keynes, The General Theory of Employment Interest and Money, 1936, 158: „Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally“; Löffler, Der Beitrag von Finanzanalysten zur Informationsverbreitung, 1998, 48 ff., 97 ff.; Kiehling (Fn. 59), 143 ff.; Fleischer, Gutachten zum 64. DJT, 2002, F 129; ders., in: FS Immenga, 2004, 575 (583 f.); Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, 125 f.

⁶¹ S. Kiehling (Fn. 59), 141 ff.; Klöhn (Fn. 60), 118 ff.

⁶² Anderson/Jacobson, JPSP 2 (1965), 531; Oehler, ZBB 1992, 97 (100), Kiehling (Fn. 59), 53.

⁶³ Festinger, A Theory of Cognitive Dissonance, 1957; Goldberg/von Nitzsch, Behavioral Finance, 4. Aufl. 2004, 118 ff.

⁶⁴ Zum Ankereffekt grundlegend Tversky/Kahneman, Science 185 (1974), 1124 (1128).

⁶⁵ Kiehling (Fn. 59), 68.

Aufsichtsrat gem. §§ 116, 93 Abs. 2 AktG immer nur der Gesellschaft zu, nicht aber den geschädigten Anlegern und Gläubigern, sodass entsprechende Schadensersatzansprüche überschaubar sind.⁶⁶ Denn es ist wenig attraktiv, das Klagerisiko zu tragen, ohne den eigenen Schaden geltend machen zu können. Soweit der Insolvenzverwalter klagt, fließt das Geld in die Insolvenzmasse. Wirecard hat zudem zahlreiche Bestimmungen des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) nicht berücksichtigt; den Markt hat es offensichtlich nicht gestört, wird doch der DCGK von der herrschenden Ansicht nur als unverbindliches *soft law* bezeichnet.⁶⁷ Solange das Unternehmen erfolgreich ist, toleriert der Markt ersichtlich die Nichtbeachtung des DCGK.⁶⁸

Der Vorstandsvorsitzende Braun und die Wirecard AG haben mit zahlreichen Falschinformationen den Kapitalmarkt getäuscht. Schadensersatzansprüche nach dem Kapitalmarktrecht wären deshalb nicht nur wegen falscher und unterlassener Ad-hoc-Mitteilungen gem. §§ 97, 98 WpHG, sondern auch wegen Verletzung zahlreicher Schutzgesetze⁶⁹ erfolgreich. Allein: Das Unternehmen ist insolvent und deshalb sind Ansprüche gegen das Unternehmen auf die Insolvenzmasse beschränkt. Anleger mussten deshalb ihre Ansprüche beim Insolvenzverwalter anmelden.⁷⁰ Wegen vorrangiger Ansprüche Dritter wird sich die Quote der Insolvenzmasse von Wirecard wohl auf weniger als 10 % beschränken.⁷¹ Ansprüche wegen sittenwidriger Schädigung gem. § 826 BGB sind zwar gegen Braun, Marsalek und andere Beteiligte denkbar; aber auch hier ist fraglich, wie hoch die jeweilige Insolvenzmasse der Beteiligten sein wird.

⁶⁶ S. aber BGHZ 219, 356; LG München I, NZG 2014, 345; hierzu etwa Grigoleit/*Grigoleit/Tomasic*, AktG, 2. Aufl. 2020, § 93 Rn. 120 f. m. w. Nachw.

⁶⁷ S. Lutter, ZGR 2000, 1 (18); von Werder, DB 2002, 801; Borges, ZGR 2003, 508 ff.; E. Vetter, DNotZ 2003, 748 (754); Kort, AG 2008, 137 (138); Linnerz, BB 2008, 581 (582); in diese Richtung auch Grigoleit/*Grigoleit/Zellner*, AktG, 2020, § 161 Rn. 4. A. A. Möllers (Fn. 3), § 3 Rn. 63 ff. m. w. Nachw. Eine Anfechtung des Hauptversammlungsbeschlusses wegen unrichtiger Entsprechungserklärung gem. § 161 AktG bleibt aber möglich, BGHZ 182, 272 (Rn. 16).

⁶⁸ Manche Autoren sprechen anschaulich von „Comply or perform“, s. MacNeil/Li, Corporate Governance 14 (2006), 486 (492); Arcot/Bruno/Faure-Grimaud, International Review of Law & Economics 30 (2010), 193 (199); Pietrancosta, in: FS Hopt, 2010, 1109 (1135).

⁶⁹ Wie etwa § 400 AktG, s. hierzu Möllers/Leisch, in: KK-WpHG, 2. Aufl. 2014, §§ 37b, c Rn. 486 ff.

⁷⁰ So auch die Empfehlung der Kanzlei Tilp, s. <https://tilp.de/faelle/der-fall-wirecard-ag/> (abgerufen am 2.2.2021).

⁷¹ *de la Motte*, Wirecard Gläubiger fordern 12,5 Milliarden Euro – das müssen Anleger jetzt beachten, Handelsblatt v. 18.11.2020. Zu den Ansprüchen der vorrangigen Gläubiger in der Insolvenz s. oben Fn. 38.

2. Die Haftungsbeschränkung des Wirtschaftsprüfers

Wirtschaftsprüfer müssen eine kritische Grundhaltung bei ihrer Arbeit an den Tag legen, um rechtswidriges oder doloses Verhalten von Mitarbeitern des Unternehmens zu erkennen, das sie prüfen, § 43 Abs. 4 WPO. Zu einer solchen kritischen Grundhaltung gehört auch die Befragung von Mitarbeitern.⁷² Dass EY seinem Prüfungsauftrag nicht nachgekommen ist, wenn Hinweisen von Whistleblowern nicht nachgegangen wurde, scheint nach dem gegenwärtigen Stand mehr als offensichtlich. Aber auch hier muss man die Hoffnung der geschädigten Anleger dämpfen: Handelt der Wirtschaftsprüfer nur fahrlässig, sind Ansprüche auf vier Millionen Euro beschränkt, § 323 Abs. 2 S. 2 HGB. Ganz offensichtlich ist die Grenze deutlich zu niedrig.⁷³ Der Anspruch auf Schadensersatz des § 323 Abs. 1 S. 3 HGB steht zunächst dem Vertragspartner zu, also der Kapitalgesellschaft. § 323 Abs. 1 HGB ist zwar kein Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB,⁷⁴ aber immerhin hat die Rechtsprechung die Wirtschaftsprüferhaftung umfangreich zugunsten Dritter ausgeweitet.⁷⁵ Ausnahmsweise kommt auch ein Anspruch aus § 826 BGB in Betracht.⁷⁶ Folglich wurden gegen EY erste Schadensersatzklagen eingereicht.⁷⁷ Die Voraussetzungen für sittenwidriges Handeln durch Unterlassen sind jedoch sehr hoch.⁷⁸ Ob Vorsatz nachgewiesen werden kann, der dann die Haftungsbeschränkung entfallen ließe, ist nach jetzigem Stand völlig offen.

3. Das Tätigwerden der BaFin im öffentlichen Interesse und der Ausschluss einer Staatshaftung

Während die Deutsche Bundesbank noch beim Herstatt-Konkurs wegen unzureichender Überwachung haften musste,⁷⁹ hat der deutsche Gesetzgeber inzwischen einer solchen Staatshaftung einen Riegel vorgeschoben. Nach § 4

⁷² Der Wortlaut von § 43 Abs. 4 WPO lautet: „Berufsangehörige haben während der gesamten Prüfung eine kritische Grundhaltung zu wahren. Dazu gehört es, Angaben zu hinterfragen, auf Gegebenheiten zu achten, die auf eine falsche Darstellung hindeuten könnten, und die Prüfungsnachweise kritisch zu beurteilen.“

⁷³ Doralt, ZGR 2015, 266 (298 ff.); Merkt (Fn. 46), § 323 Rn. 9.

⁷⁴ H. M., s. etwa Bormann/Greulich, in: MünchKomm-HGB, 2013, § 323 Rn. 158 m. w. Nachw.

⁷⁵ Zu den rechtsdogmatischen Konstruktionen von Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte und Drittschadensliquidation s. die weiteren Nachweise bei Merkt (Fn. 46), § 347 Rn. 21 f.; Möllers, JZ 2001, 909 ff.

⁷⁶ BGH, NJW 2014, 383: Haftung eines Wirtschaftsprüfers wegen vorsätzlicher irreführender Äußerungen.

⁷⁷ Z. B. die Kanzlei Tilp sowie die SdK.

⁷⁸ Im Rahmen einer unterlassenen Ad-hoc-Mitteilung s. Möllers, WM 2003, 2393 ff.

⁷⁹ BGHZ 74, 144 (149 ff.); BGHZ 75, 120 (122 ff.).

Abs. 4 Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (FinDAG) nimmt die BaFin ihre Aufgaben nur im öffentlichen Interesse wahr. Das hat zur Folge, dass ein Staatshaftungsanspruch gem. § 839 Abs. 1 S. 1 BGB i. V. m. Art. 34 S. 1 GG grundsätzlich ausscheidet, weil keine gegenüber einem Dritten bestehende Pflicht verletzt wurde.⁸⁰ Ein solcher Haftungsausschluss wurde vom EuGH bestätigt.⁸¹ Allerdings hat es der BGH in dem das Vorabentscheidungsverfahren abschließenden Urteil für denkbar erachtet, dass in Fällen des Amtsmisbrauchs eine Staatshaftung ausnahmsweise doch möglich ist.⁸²

Die Kanzlei Tilp behauptet nun einen solchen Amtsmisbrauch der BaFin und trägt vor, die Behörde hätte am 19. Februar 2019 die Öffentlichkeit nicht darüber informiert, dass konkrete Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften vorliegen, weil dies Voraussetzung sei, um die DPR für eine Prüfung der Wirecard zu beauftragen.⁸³ Allerdings ist nach dem klaren Wortlaut des § 342b Absatz 2 Satz 3 HGB eine Prüfung bei Vorliegen konkreter Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften (Nr. 1) *oder* auf Verlangen der BaFin möglich. Die BaFin kann damit eine Prüfung auch ohne solche konkreten Anhaltspunkte initiieren.⁸⁴ Zudem waren die bisherigen Fälle des Amtsmisbrauchs deutlich gravierender.⁸⁵ Eine zweite Klage der Schutzvereinigung der Kleinanleger gegen die BaFin erachtet § 4 Abs. 4 FinDAG als unvereinbar mit der Haftungsregel der Transparenz-RL 2013/50/EU, die auch dem Schutz der Kleinanleger diene.⁸⁶ Auch darauf wird zurückzukommen sein.⁸⁷

4. Die fehlende Haftung der Finanzintermediäre: *Finanzberater, Finanzanalysten, Deutsche Börse AG etc.*

Die Pflichtenstellung der Finanzintermediäre ist wenig geklärt, weil es oft noch an der erforderlichen Konkretisierung fehlt. Erfreulicherweise hat der BGH vor vielen Jahren in der berühmten Bond-Entscheidung eine Rechts-

⁸⁰ BGHZ 162, 49 – keine Staatshaftung wegen fehlerhafter Bankenaufsicht; OLG Frankfurt a. M., BeckRS 2020, 8916 – keine Haftung der BaFin.

⁸¹ EuGH, Urt. v. 12.10.2004 – Rs. C-222/02 – Rn. 41 ff.

⁸² BGHZ 162, 49 (66) – keine Staatshaftung wegen fehlerhafter Bankenaufsicht. Vorher bereits BGH, NVwZ-RR 2003, 714 – Amtshaftung wegen Amtsmisbrauchs.

⁸³ S. Pressemitteilung der Kanzlei Tilp v. 24.7.2020, <https://tilp.de/press/wirecard-bafin-skandal-tilp-hat-amtshaftungsklage-gegen-die-bafin-eingereicht-wegen-jahrelangem-amts-misbrauch-im-fall-wirecard-antrag-auf-einleitung-eines-kapmug-musterverfahrens-vordem-o/> (abgerufen am 2.2.2021). Die Kanzlei Tilp hat am 23.7.2020 beim VG Frankfurt Klage gegen die BaFin eingereicht.

⁸⁴ So wohl auch *Merkt* (Fn. 46), § 342b Rn. 3.

⁸⁵ S. etwa *Papier/Shirvani*, in: MünchKomm-BGB, 8. Aufl. 2020, § 839 Rn. 328.

⁸⁶ N. N., FAZ v. 4.11.2020, 25.

⁸⁷ S. unten III.2.b).

pflicht für Anlageberater statuiert, die sich hier geradezu aufdrängt: die Pflicht, das Produkt zu kennen (*know your product*), bevor es empfohlen werden darf. Er formulierte wörtlich: „Nimmt sie ausländische Papiere in ihr Programm auf, hat sie sich – auch anhand ausländischer Quellen – über die Güte dieser Papiere zu informieren und sie einer eigenen Prüfung zu unterziehen. Der Anlageinteressent darf davon ausgehen, daß seine ihn beratende Bank, der er sich aufgrund der von dieser in Anspruch genommenen Sachkunde anvertraut, die von ihr in das Anlageprogramm aufgenommenen Papiere selbst als ‚gut‘ befunden hat.“⁸⁸ Diese Rechtsprechung hat er auch nach Erlass der MiFID II noch aufrechterhalten.⁸⁹ Inzwischen zweifeln allerdings einige Stimmen in der Literatur, ob wegen des aufsichtsrechtlichen Charakters und der bezweckten Vollharmonisierung der MiFID II nationale Gerichte überhaupt noch solche Pflichten statuieren dürfen.⁹⁰

Noch weniger eindeutig sind Haftungsansprüche gegen sonstige Finanzintermediäre wie Finanzanalysten oder Ratingagenturen. Die Pflichtenstellung von Finanzanalysten bleibt weiterhin unscharf, weil die BaFin und die Gerichte es bisher versäumt haben, die Anforderungen zu präzisieren, wann eine Anlageempfehlung fehlerhaft ist. Es fehlen subsumtionsfähige Tatbestände sowie einschlägige Entscheidungen.⁹¹ Für *Finanzanalysten* besteht zwar die Pflicht zur objektiven Darstellung. Hier mangelt es aber an der erforderlichen Konkretisierung, sodass diese Pflicht von der Aufsicht bisher nicht eingefordert wird.⁹² Wie zu zeigen sein wird, verstießen Finanzanalysten gegen ihre Pflicht zur objektiven Darstellung, indem sie die negativen Gerüchte ausblendeten.⁹³ Allerdings haben Finanzanalysten regelmäßig keine vertragliche Beziehung zu den Anlegern.⁹⁴ Wenn pflichtwidrig Gerüchte ignoriert werden, liegt ein Unterlassen vor. Dann sind die Voraussetzungen einer sittenwidrigen Schädigung gem. § 826 BGB besonders hoch. Auch existieren fast keine Urteile zu Ratingagenturen.⁹⁵

⁸⁸ BGHZ 123, 126 (129).

⁸⁹ BGHZ 189, 13 (Rn. 20); BGHZ 191, 119 (Rn. 22, 47 a. E.); zu Bond s. oben Fn. 88.

⁹⁰ Verneinend etwa *Mülbert*, WM 2007, 1156: „Das Ende von Bond durch die MiFID“; *ders.*; ZHR 172 (2008), 183; *Nikolaus/d’Oleire*, WM 2007, 2129 (2134); *Herresthal*, ZBB 2009, 348 (351 ff.); *Sethe*, in: FS Nobbe, 2009, 769 (786 f.). S. auch unten II.3.a).

⁹¹ Ausführlich hierzu *Möllers*, in: KK-WpHG, 2014, § 34b Rn. 118 ff. m. w. Nachw.

⁹² Nachweise bei *Möllers*, NZG 2018, 649 (651).

⁹³ S. unten II.4.c).

⁹⁴ *Möllers*, in: KK-WpHG, 2014, § 34b Rn. 290.

⁹⁵ Zu dem australischen Fall *Bathurst Regional Council v. Local Government Financial Services Pty Ltd.* (No 5), 2012, FCA 1200; *Möllers*, in: KK-WpHG, 2014, § 17 Rn. 29 ff., 36 ff.

III. Zur Prüfung von Gerüchten als nicht valide Information

1. Die Rolle von Informationen für die Märkte

Die Börse gehört zu den effizientesten Märkten überhaupt, weil sie zu den Börsenzeiten Angebot und Nachfrage zusammenbringt und so den Börsenpreis der Aktie ermöglicht. Gehandelt werden die einschlägigen Informationen über das Unternehmen; es wird die zukünftige Umsatz- und Gewinnerwartung der Unternehmen gehandelt. Nach der *Efficient-Capital-Markets-Hypothese* (ECMH) preisen die Börsen alle relevanten Informationen ein.⁹⁶ Im Vordergrund stand deshalb in der Vergangenheit die schnelle und umfassende Information. Die zahlreichen Informationspflichten wollen die verfügbaren Informationen kanalisieren, indem etwa Insider ihren Informationsvorsprung nicht zulasten anderer Marktteilnehmer verwenden dürfen. Zugleich sollen die Informationen mit der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität so schnell wie möglich den Markt erreichen, damit der Insider seinen Informationsvorsprung verliert. Das alles dient dazu, effiziente Märkte zu ermöglichen.

a) Die Relevanz der Validität von Informationen

Die ECMH wurde inzwischen durch die *Behavioral Finance* ergänzt.⁹⁷ In den letzten Jahren hat der Gesetzgeber bereits reagiert, indem Regeln geschaffen wurden, die einen *information overload*, eine Informationsüberflutung, verhindern sollen. Dazu gehörten eine Fülle von leicht verständlichen Zusammenfassungen, welche in leicht verständlicher Form für den (Klein-) Anleger die umfangreiche Berichterstattung ergänzen.⁹⁸ Aktien sind nicht Such- oder Erfahrungs-, sondern Vertrauensgüter.⁹⁹ Es werden nicht Güter gehandelt, sondern „Hoffnungen und Versprechen“¹⁰⁰. Oben wurde am Beispiel von Wirecard gezeigt, wie der Markt irrationalerweise systematisch schlechte Nachrichten ausblendete und an vermeintlich gute glaubte (I.1.c). Im Folgenden soll ein System entwickelt werden, das aufzeigt, wie die Finanzinterme-

⁹⁶ Fama, *Journal of Finance* 25 (1970), 383 (384f.); ders., *Journal of Finance* 46 (1991), 1575 (1576); Fischel, *Cornell Law Review* 74 (1989), 907.

⁹⁷ S. oben Fn. 59ff. und Klöhn (Fn. 60), 90ff.

⁹⁸ Möllers/Kernchen, *ZGR* 2009, 1ff.; Fleischer/Schmolke/Zimmer, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), *Beitrag der Verhaltensökonomie (Behavioral Economics) zum Handels- und Wirtschaftsrecht*, 2011, 9, 50ff.; Stabl, *Information Overload am Kapitalmarkt*, 2013; s. etwa Art. 78 OGAW-RL 2009/65/EG; Art. 7 ProspektVO (EU) 2017/1129 v. 14.6.2017, ABl. EU 2017 L 168/12.

⁹⁹ Kalls, *Anlegerinteressen*, 2001, 164; Fleischer (Fn. 60), F 23.

¹⁰⁰ Taylor, in: Blair (Hrsg.), *Blackstone's Guide to the Financial Services and Markets* 2000, 2001, 17 (29): „The Essence of a financial contract is that it involves a promise: money is exchanged today for an (often vague) promise of money in the future.“

diäre künftig mit Gerüchten und der Validität von Informationen umgehen sollten. Validität bedeutet die Werthaltigkeit und Gültigkeit von Informationen. Es soll verhindert werden, dass die Marktteilnehmer einerseits bestimmte Informationen ausblenden und andererseits bestimmten Informationen blind vertrauen. Aber: wenn an der Börse die Zukunft gehandelt wird¹⁰¹ – ist es dann nicht Teil des Spiels, dass Prognosen und Gerüchte mit Unsicherheiten behaftet sind, sodass man am Ende, ex-post, immer schlauer ist als vorher? Dürfen Unternehmen und Finanzanalysten nicht irren, wenn sie die künftige finanzielle Entwicklung des Unternehmens vorhersehen (sollen)? Niemand hat die berühmte Glaskugel. Wer gut oder böse war – ob EY oder die FT Recht hatte, ob die Bilanzen richtig oder falsch waren, konnten, so ließe sich behaupten, weder Investoren noch Finanzintermediäre damals absehen. Und sprach nicht sogar mehr für das rechtswidrige Tun der Short-Seller, wenn dieses, ebenso wie die Zatarra-Finanzanalyse rechtswidrig war?¹⁰² Könnten Short-Seller durch gezielte Falschinformation nicht Pflichten unberechtigterweise auslösen – also Kosten verursachen oder mit Stopp-Regeln dem Unternehmen schaden? Das sind alles berechnete Einwände. Es gilt juristische Strukturen zu finden, um die Verhaltensweisen der *Behavioral Finance* wie Herdenverhalten, Überoptimismus, selektive Wahrnehmung oder Ankerverhalten zu vermeiden (I.3.). Im Kern geht es um die Frage, wie die Marktteilnehmer mit Gerüchten umzugehen haben. Dabei sollen die bisher im Gesetz geregelten Pflichten weiter konkretisiert werden. Es ist zwischen den Marktteilnehmern zu unterscheiden und zwischen aktiven Recherche- und Informationspflichten und Veröffentlichungsverboten zu differenzieren.

b) Das ausreichend präzise Gerücht

Interessanterweise gibt es seit Jahren eine Diskussion, wie ein Unternehmen auf Gerüchte zu reagieren hat.¹⁰³ Gerüchte werden als unsichere Informationen über Tatsachen mit einem gewissen Verbreitungsgrad umschrieben.¹⁰⁴ Sie können als „Umstände“ im Sinne von Insiderinformationen zu qualifizieren sein, Art. 7 Abs. 2 MAR Nr. 596/2014. Gem. Art. 17 Abs. 4 und 5 MAR darf das börsennotierte Unternehmen die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen ausnahmsweise aufschieben, wenn dies im öffent-

¹⁰¹ *Fleischer* (Fn. 60), F 48.

¹⁰² S. oben Fn. 12 f.

¹⁰³ Für einen Überblick s. *Klöhn* (Fn. 60), 237 ff.; *ders.*, in: KK-WpHG, 2014, § 15 Rn. 238 ff.

¹⁰⁴ *Klöhn*, in: KK-WpHG, 2014, § 13 Rn. 53; *Klöhn*, in: Klöhn (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung, 2018, Art. 7 Rn. 57; vorher schon *Klitzing*, Ad-hoc-Publizität, 1999, 88: unverbürgte Nachrichten von unsicherer Zuverlässigkeit; *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841 (842): Ungewissheit über seinen Wahrheitsgehalt. S. auch *Hopt/Kumpfan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechtshandbuch, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 50. A. A. *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert* (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Art. 7 MAR Rn. 35.

lichen Interesse liegt und zudem die Geheimhaltung gesichert ist. „Ausreichend präzise Gerüchte“ berechtigen dagegen nach dem Wortlaut des Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MAR nicht dazu, die Ad-hoc-Mitteilung aufzuschieben. Es wird dann unwiderlegbar vermutet, dass die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet ist. In diesem Rahmen wird intensiv das „ob“ diskutiert, also die Frage gestellt, wann eine Ad-hoc-Publizitätspflicht eingreift, weil das Gerücht präzise ist, etwa aufgrund eines Informationslecks im Unternehmen,¹⁰⁵ weil es einen hohen Grad an Genauigkeit und Substanz ausweist¹⁰⁶ oder es einen Tatsachekern bzw. einen ernst zu nehmenden Kern enthält.¹⁰⁷ Im Folgenden werden die verschiedenen Schritte als Teil von Recherchepflichten des Unternehmens diskutiert, die der Ad-hoc-Publizität im Zweifel zeitlich vorausgehen. Es handelt sich um Pflichten des Vorstandes, die zu Pflichtverletzungen im Sinne von § 93 AktG führen können.

2. Recherche- und Informationspflichten des börsennotierten Unternehmens

a) Die Erweiterung von Informationskanälen um kritische Stimmen wie Short-Seller, investigativer Journalismus und Whistleblower

In einem ersten Schritt sind die Informationsquellen zu erweitern und damit auch der Umfang der Informationen. Auf deutscher und auf europäischer Ebene herrscht bisher noch Unklarheit über den Umgang mit Short-Sellern. Negative Gerüchte können auch extern entstehen, wie dies in den letzten Jahren bei Short-Sell-Attacken, aber auch im investigativen Journalismus der Fall war. Der Wirecard-Fall ist beispielhaft dafür, dass man deren Information ignoriert, ja aufs Stärkste bekämpft hat. In den USA hat die Securities and Exchange Commission (SEC) als Aufsichtsbehörde ausdrücklich die positive Arbeit von Short-Sellern gewürdigt, weil sie helfen, schneller negative Nachrichten in den Markt einzuspeisen und damit Informationsasymmet-

¹⁰⁵ ESMA, Final Report – Draft technical standards on the MAR v. 28.9.2015, ESMA/2015/1455, 53, Rn. 242: „Would the confidentiality be no longer maintained, including due to rumours that are sufficiently accurate to indicate that a leak of information has occurred, and irrespective from where the breach of confidentiality originates, the issuer must publicly disclose this inside information (Article 17(7))“; *BaFin*, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von und Umfang mit Insiderinformationen (FAQs) v. 31.1.2019, 6, Rn. III.3; zustimmend *Assmann* (Fn. 104), Art. 17 MAR Rn. 138. Ähnlich *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (600) mit der Vermutung, dass sich das Gerücht auf die Insiderinformation stützen muss; *Klöbn*, AG 2016, 423 (431); *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), *Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht*, 2018, § 10 Rn. 131; *Pfüller*, in: Fuchs (Hrsg.), *WpHG*, 2. Aufl. 2016, § 15 Rn. 148.

¹⁰⁶ *Retsch*, NZG 2016, 1201 (1205); ihm folgend *Veil/Brüggemeier* (Fn. 105), § 10 Rn. 131. Kritisch aber „präzise, wenn präzise [...]“. Polemisch *Assmann* (Fn. 104), Art. 17 MAR Rn. 138 Fn. 1: „Was soll das sein?“

¹⁰⁷ *Hopt/Kumpan* (Fn. 104), § 107 Rn. 50; *Buck-Heeb*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 5. Aufl. 2020, § 8 Rn. 64.

rien verringern.¹⁰⁸ Vergleichbares gilt für den Whistleblower. Jemand, der strafwürdiges Unrecht aufdeckt, ist kein „Verräter“, dem gekündigt werden darf, weil er die Treuepflichten gegenüber seinem Arbeitgeber verletzt.¹⁰⁹ Er unterstützt vielmehr die Arbeit der Aufsicht und gleicht eher einem Held, der belohnt werden sollte. Das europäische Recht ist hier weitergehend als das bisherige deutsche Recht, weil es den Whistleblower schützt. Regelungen finden sich in der Whistleblowing-RL (EU) 2019/1937¹¹⁰. Nach Artt. 7 Abs. 2, 10 der Whistleblowing-RL ist es zulässig, sich auch direkt an öffentliche Stellen zu wenden.¹¹¹ Zu Recht wird betont, dass deshalb die Rechtslage des Whistleblowers durch ein eigenes, nationales Gesetz grundlegend auf neue Beine zu stellen ist. Gute *Corporate Governance* des Unternehmens verlangt, fortan interne Whistleblowing-Strukturen einzurichten, um besser Gerüchten nachgehen zu können.¹¹² Das ist das Ziel wirkungsvoller Compliance-Abteilungen der börsennotierten Unternehmen. Dazu sind entsprechende Whistleblowerstellen einzurichten. Hier hilft ein Blick in das Kartellrecht weiter. Schon die Spieltheorie zeigt, dass man Anreize setzen muss, um etwa beim Kartell das Schweigen zu brechen.¹¹³ Kronzeugenregeln sind üblich; ebenso Anreize für Whistleblower.¹¹⁴ Inzwischen führt auch Art. 32 MAR die Verpflichtung ein, wirksame Mechanismen für die Meldung von Verstößen gegen die MAR zu schaffen.¹¹⁵ Allerdings sind zu viele Regeln als Optionsklauseln ausgestattet, die einem *level playing field* wieder entgegen-

¹⁰⁸ SEC Order Halting Short Selling in Financial Stock v. 19.9.2008, 2008-211 sowie SEC, Statement of Securities and Exchange Commission Concerning Short Selling and Issuer Stock Repurchases v. 1.10.2008, 2008-235: „The Commission notes that short selling plays an important role in the market for a variety of reasons, including contributing to efficient price discovery, mitigating market bubbles, increasing market liquidity, promoting capital formation, facilitating hedging and other risk management activities, and importantly, limiting upward market manipulations“; s. auch *Hazen*, *The Law of Securities Regulation*, 2009, § 6.2. (8); *Palombo*, *Brooklyn Law Review* 75 (2010), 1447 (1458); *Bonser*, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 22 (2017), 328; s. *Möllers*, *NZG* 2018, 649 (650); *Bayram/Meier*, *BKR* 2018, 55 (56); *Wentz*, *WM* 2019, 196 (197); *Commandeur*, *AG* 2020, 575 Rn. 8.

¹⁰⁹ Zur Verpflichtung, sich an den Arbeitgeber zu wenden, s. § 17 Abs. 2 S. 1 ArbSchG; BAG, *NZA* 2017, 702 (Rn. 15 ff.).

¹¹⁰ Whistleblowing-RL (EU) 2019/1937 v. 6.11.2019, ABl. EU 2019 L 305/17.

¹¹¹ *Garden/Hiéramente*, *BB* 2019, 963 (964); *Sonnenberg*, *BB* 46 (2019), I; *Schmolke*, *NZG* 2020, 5 (9 ff.).

¹¹² Art. 8 Abs. 1 Whistleblowing-RL (EU) 2019/1937 v. 6.11.2019, ABl. EU 2019 L 305/17.

¹¹³ *Holler/Illing/Napel*, *Einführung in die Spieltheorie*, 8. Aufl. 2019; *Möllers* (Fn. 3), § 5 Rn. 152 ff.

¹¹⁴ Zum Kronzeugen s. Mitteilung der Kommission über den Erlass und die Ermäßigung von Geldbußen in Kartellsachen, ABl. EU 2006 C 298/17; umfangreich jetzt die Kronzeugen-RL (EU) 2019/1 v. 11.12.2018, ABl. EU 2018 L 11/3. Auf nationaler Ebene s. Bekanntmachung des BKartA Nr. 9/2006 v. 7.3.2006 über den Erlass und die Reduktion von Geldbußen in Kartellsachen – Bonusregelung –, www.bundeskartellamt.de (abgerufen am 2.2.2021), und § 33e Abs. 1 GWB.

¹¹⁵ Im deutschen Recht wurde zudem § 4d FinDAG erlassen.

stehen.¹¹⁶ Ob im deutschen Recht die Behörde den Whistleblower mit finanziellen Anreizen locken kann, wie dies etwa Sec. 21F Securities Exchange Act (SEA) vorsieht, steht noch in den Sternen.¹¹⁷ Im Ergebnis verlangt dies aber eine grundsätzliche Neubewertung von Short-Sellern und Whistleblowern. Dazu sind die Gerüchte beider Personengruppen erst einmal wahrzunehmen.

b) Die Pflicht zur inhaltlichen Auseinandersetzung mit plausiblen Gerüchten

In einem zweiten Schritt wird gefordert, sich mit den auf dem Markt vorhandenen Gerüchten inhaltlich auseinanderzusetzen, also sie zu verifizieren oder zu falsifizieren. Wie lässt sich nun vermeiden, dass Short Seller unberechtigterweise *fake news* in die Welt setzen und das Unternehmen zu Kosten gezwungen wird, die man sich besser sparen könnte? Je glaubwürdiger und fundierter ein Gerücht vorgetragen wird, desto größer müssen die Anstrengungen des Unternehmens sein, dieses zu verifizieren oder zu falsifizieren. Anhaltspunkte hierfür sind das Renommee der Quelle und die Substanz der Vorwürfe, also die Begründungstiefe. Inhaltlich muss das Gerücht nicht nur eine gewisse Plausibilität besitzen, sondern stärker noch auf vernünftigen, d. h. nachvollziehbaren Überlegungen basieren. Dazu ist auch zu fragen, ob auch ein vernünftiger Dritter diesen Gerüchten nachgehen würde. Die Pflicht zur Auseinandersetzung mit negativen Gerüchten kann das börsennotierte Unternehmen verpflichten, eine Recherche durchzuführen, indem etwa eine Zweitmeinung in Form eines Sondergutachtens eingeholt wird. Wirkungsvoll kann ein Sondergutachten sein, in dem Dritte durch eine schnelle Reaktion die Richtigkeit der Daten bestätigen, wie jüngst im Fall Grenke.¹¹⁸ In concreto verlangen gute Corporate Governance und Compliance, dass die einschlägigen Stellen im Unternehmen den Vorwürfen nachgehen. Ggf. ließe sich die Aufsicht durch den Aufsichtsrat optimieren, indem er selbst Rechte erhält. Sowohl Aufsichtsrat als auch Wirtschaftsprüfer sollten Arbeitnehmer interviewen können und auf die internen Überwachungseinheiten, wie Revision, Compliance und Whistleblower-Systeme, zugreifen können.¹¹⁹

¹¹⁶ S. etwa Art. 32 Abs. 4 MAR: „Mitgliedstaat kann einführen.“

¹¹⁷ *Pfeifle*, Finanzielle Anreize für Whistleblower im Kapitalmarktrecht, 2016. *Schmolke*, ZGR 2019, 876 (918) und *Dzida/Granetzny*, NZG 2020, 1201 (1206) regen Prämien an, wenn der Arbeitnehmer zuerst das unternehmensinterne Hinweisgebersystem nutzt.

¹¹⁸ Zu KPMG, Warth & Klein Grant Thornton und Standard & Poor's s. *Giersberg*, Gutachten stützen Grenzke, FAZ v. 18.12.2020, 23.

¹¹⁹ S. hierzu die Änderungen in §§ 91, 100, 107 AktG durch das Gesetz zur Stärkung der Finanzmarktintegrität v. 9.6.2021 (Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz – FISG); BGBl. Nr. 30, S. 1534; zustimmend *Arbeitskreis der Bilanzrechtsprofessoren (AKBR)*, Stellungnahme zum FISG, III.1., www.bmf.de (abgerufen am 2.2.2021).

Sowohl die FT als auch deutsche Wirtschaftszeitschriften hatten von den Vorwürfen falscher Bilanzen berichtet. Wenn *McCrum* in der FT in 16 Berichten konkret und substantiiert auf Unrichtigkeiten bei den Bilanzen hinwies,¹²⁰ bestanden konkrete Anhaltspunkte für ein hohes Maß an Plausibilität einer Bilanzfälschung. Wirecard durfte diese Informationen nicht ignorieren, sondern musste den Vorwürfen nachgehen. Umgekehrt ist aber zu entscheiden, wenn, wie bei der Studie von Zatarra, Informationen nachweislich falsch sind und die Studie ihren Urheber nicht erkennen lässt.¹²¹ Auf eine solche Studie musste Wirecard nicht reagieren.

c) Zum Umfang der Reaktionspflicht des Unternehmens auf Gerüchte mit hinreichender Plausibilität

Wie gerade ausgeführt, müssen börsennotierte Unternehmen erstens die Gerüchte wahrnehmen, sich zweitens mit ihnen auseinandersetzen und dann drittens ggf. substantiiert auf diese reagieren. Das präzise Gerücht verpflichtet zur Ad-hoc-Publizität. Wann ist ein solches Gerücht aber präzise? ErwGr. 14 MAR nennt als Kriterium beispielhaft die Verlässlichkeit der Informationsquelle. Dies ist für sich genommen noch nicht ausreichend. Über den Urheber der Informationsquelle hinaus ist auf das Gerücht selbst abzustellen. Inhaltlich muss das Gerücht nicht nur eine gewisse Plausibilität besitzen, sondern mehr noch auf vernünftigen, d. h. nachvollziehbaren Überlegungen basieren.¹²² Es geht folglich nur um das für alle Beteiligten im Rahmen der Aufklärung zumutbare und naheliegende Verhalten. Mit diesen Kriterien lässt sich beurteilen, ob die Eintrittswahrscheinlichkeit erhöht und umgekehrt die Unsicherheit über den Eintritt der Insiderinformation verringert wird.¹²³ Rein subjektive, ohne konkrete Vorgänge belegte Gerüchte sind dagegen nicht präzise.¹²⁴ Im Ergebnis geht es darum, wie gut begründet und überzeugend das Gerücht ist. Damit gehört es zu den Pflichten des Vorstandes, auf die Gerüchte selbst substantiiert zu reagieren. Dies stimmt auch mit den Regelungszwecken des Kapitalmarktrechts überein. Es ist außerdem ökonomisch effizient, weil Spekulationen reduziert werden. Ausgangspunkt ist wiederum die Überlegung, dass grundsätzlich das Unternehmen selbst als Informationsmonopolist¹²⁵ seine eigenen Unternehmensinformationen

¹²⁰ Hierzu oben Fn. 9.

¹²¹ S. oben Fn. 12 f.

¹²² S. oben II.2.b) und Fn. 107.

¹²³ Etwas weniger scharf spricht Grundmann von „einem hinreichenden Grad an objektiver Zuverlässigkeit der Aussage“, Grundmann, in: GK-HGB, Bankvertragsrecht, 5. Aufl. 2017, 6. Teil Rn. 344.

¹²⁴ Grundmann (Fn. 123), Rn. 344.

¹²⁵ S. oben Fn. 51.

beherrscht.¹²⁶ Finanzintermediäre sind davon grundsätzlich abhängig. Damit hat das Unternehmen einen Informationsvorsprung und die Marktteilnehmer ein entsprechendes Defizit. Das betroffene Unternehmen wird gefordert, durch wahre Nachrichten *fake news* entgegenzutreten.

Der Vorstandsvorsitzende Braun konnte über Jahre hinweg mithilfe von Interviews, Pressemitteilungen, Twitter und per Ad-hoc-Mitteilungen die Kurse beeinflussen, ohne dass die BaFin dieses Handeln unterbunden hätte.¹²⁷ Twitternachrichten oder Ad-hoc-Mitteilungen im Sinne von „alles wird gut“ sind rechtlich unzulässig. Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 S. 2 MAR verbietet es, bestimmte PR-Maßnahmen als Ad-hoc-Mitteilungen zu veröffentlichen. Schon § 15 Abs. 2 S. 1 WpHG a. F. statuierte ein Veröffentlichungsverbot für unwichtige PR-Nachrichten, die keine Insiderinformation enthalten.¹²⁸ Nach Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 S. 1 MAR sind die Informationen so aufzubereiten, dass die Öffentlichkeit diese „korrekt und rechtzeitig“ bewerten kann. Daraus sollte man ein allgemeines Veröffentlichungsverbot für unwichtige Informationen und somit ein Verbot eines *information overkill* ableiten.¹²⁹ Vorliegend kam hinzu, dass die Nachrichten von Braun irreführend und unrichtig waren.

3. Die Pflicht der Aufsichtsbehörde zur Klärung widersprüchlicher Informationen

In Sachen Wirecard muss sich die BaFin vorwerfen lassen, auf einem Auge blind gewesen zu sein, indem sie nur einseitig gegen die Short-Seller vorging, aber die dahinterstehenden Vorwürfe ignorierte. Künftig wird man fordern müssen, dass auch die Aufsichtsbehörde nachvollziehbare Gerüchte verfolgen muss. So kann sie Schaden vom Finanzplatz abwenden. Dazu muss die Aufsicht auch eigene Rechercherechte haben. Besitzt die Behörde nicht den erforderlichen Sachverstand, muss sie diesen einholen. Einen Sondergutachter zu beauftragen, ist dafür der richtige Weg. Das zweistufige Verfahren des Bilanzrechts war hier zu träge. Die Aufsichtsbehörde muss sofort das Recht haben, eine Sonderprüfung zu initiieren oder sie an sich zu ziehen.¹³⁰ Weil im

¹²⁶ Ähnlich *Klöbn* (Fn. 60), 243: Emittent kann zu deutlich geringeren Kosten zuverlässige Aussagen über die Wahrscheinlichkeit eines Gerüchts machen.

¹²⁷ S. oben Fn. 22f. In den USA reagierte die SEC dagegen sehr effektiv, als Elon Musk unrichtigerweise erklärte, er wolle Tesla von der Börse nehmen, Judge Approves Musk SEC Settlement, *Automotive News Europe*, 1.5.2019, 18:08, <https://europe.autonews.com/automakers/judge-approves-musk-sec-settlement> (abgerufen am 2.2.2021); Möllers, *The International Lawyer* 53 (2020), 91 (92f.).

¹²⁸ *Pfüller* (Fn. 105), § 15 Rn. 397f.

¹²⁹ So überzeugend *Grundmann* (Fn. 123), Rn. 520.

¹³⁰ *Loy/Steuer*, KoR 2020, 413 (421f.).

Fall Grenke der gesamte Konzern dem KWG unterlag, konnte die BaFin ein Sondergutachten gem. § 44 Abs. 1 S. 2 KWG veranlassen.¹³¹ Das neue Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz (FISG) beabsichtigt, ein solches Sonderprüfungsrecht der Aufsichtsbehörde auf alle börsennotierten Unternehmen auszuweiten.¹³² In diesen Fällen besteht eine Pflicht der Aufsichtsbehörde zum Handeln. Ihr kommt damit kein Ermessen zu, die Gerüchte zu ignorieren. Mit anderen Worten: Ein Unterlassen stellt eine Pflichtverletzung dar.

4. Veröffentlichungsverbote der Marktteilnehmer zur Verhinderung von fake news

a) know your product und Empfehlungsverbote für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (§ 63 WpHG)

Im Unterschied zu den gerade genannten Pflichten bestehen für Finanzintermediäre erst einmal keine eigenen Recherchepflichten, weil sie selbst entscheiden können, welches Unternehmen sie analysieren. Das ändert sich aber dann, wenn der Anlageberater ein Finanzprodukt aktiv empfehlen möchte. Gem. § 63 Abs. 5 WpHG muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die von ihm angebotenen oder empfohlenen Finanzinstrumente verstehen.¹³³ Im Gegensatz zur oben vertretenen Ansicht sind die zivilrechtlichen Regeln der Bond-Rechtsprechung trotz MiFID II weiterhin anwendbar, weil das Europarecht bislang die zivilrechtliche Haftung nicht harmonisiert hat.¹³⁴ Damit gilt die *know your product* Recherchepflicht weiterhin als zivilrechtliche Pflicht. Überzeugend betont der BGH in der Bond-Entscheidung, dass es bei einem Beratungsvertrag treuwidrig wäre, wenn das Risiko der unzureichenden Aufklärung auf den Kunden abgewälzt würde. Kommt der Berater seiner Recherchepflicht nicht nach, besteht ein Empfehlungsverbot: er

¹³¹ S. Kröner/Holtermann, Bafin zieht Bilanzprüfung von Leasingfirma Granle an sich, Handelsblatt v. 30.9.2020.

¹³² S. jetzt die neu gefassten § 107 Abs. 5, 7, § 108 Abs. 1–3 WpHG, s. RefE FISG, 1 (Fn. 119): „Die BaFin braucht ein Prüfungsrecht gegenüber allen kapitalmarktorientierten Unternehmen einschließlich Auskunftsrechte gegen Dritte, die Möglichkeit forensischer Prüfungen sowie das Recht, die Öffentlichkeit früher als bisher über ihr Vorgehen bei der Bilanzkontrolle zu informieren.“ Zustimmend AKBR, Stellungnahme zum FISG, I.1 (Fn. 119).

¹³³ Rothenhöfer, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2020, § 63 WpHG Rn. 17. Möllers, in: KK-WpHG 2014, § 31 Rn. 99 ff.; Möllers/Puble, JZ 2012, 592 ff.; Fuchs, in: Fuchs (Fn. 105), § 31 Rn. 275; Edelmann, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Fn. 107), § 3 Rn. 20 f.; Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Kern, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2019, Ziff. 17.52 ff.

¹³⁴ OLG Düsseldorf, WM 2011, 399 (400); Poelzig, ZGR 2015, 801 (814); Koller, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Fn. 104), § 63 WpHG, Rn. 11; Rothenhöfer (Fn. 133), § 63 WpHG Rn. 13; Fuchs (Fn. 133), vor § 31 Rn. 84. A. A. die Autoren in Fn. 90.

darf das Finanzprodukt dann nicht empfehlen.¹³⁵ Dies entspricht auch dem US-amerikanischen Recht, das eine vergleichbare Rechtsfigur kennt (*know your security*).¹³⁶ Insoweit besteht ein Empfehlungsverbot.

b) Die Nachvollziehbarkeit einer Anlageempfehlung

Was gilt für Finanzanalysen, die seit der MAR als Anlageempfehlungen bezeichnet werden?¹³⁷ Anlageempfehlungen betreffen die Zukunft, die keiner kennt.¹³⁸ Daher sind 90 % aller Finanzanalysen ex-ante nach ihrem Inhalt vertretbar, selbst wenn im Nachhinein die Prognose nicht eintrifft. Die Anlageempfehlungen müssen seit 2019 in einem Register bei der BaFin eingetragen werden; damit kann der Urheber einer Anlageempfehlung festgestellt werden und die BaFin die Öffentlichkeit warnen, wenn diese anonym publiziert wird.¹³⁹ Inzwischen hat die BaFin erstmals auch vor einzelnen Anlageempfehlungen gewarnt.¹⁴⁰ Eine solche formale Prüfung kann allerdings nur ein erster Schritt sein, um unzulässige Anlageempfehlungen vom Markt fern zu halten. Darüber hinaus können Anlageempfehlungen auch inhaltlich rechtswidrig sein, wenn sie nachweislich unrichtige Tatsachen verbreiten, auf Zweifel an den Informationen nicht hinweisen oder nicht nachvollziehbar sind.¹⁴¹ Art. 3 Abs. 1 lit. c) der Delegierten VO 2016/958¹⁴² verlangt, dass die Informationsquellen zuverlässig sind oder auf Zweifel an der Zuverlässigkeit der Quelle hingewiesen wird.¹⁴³ Gem. Art. 3 Abs. 3 der Delegierten VO 2016/958 muss die Empfehlung auf Ersuchen der Behörde begründet werden. Zu den objektiv unrichtigen Anlageempfehlungen wird man auch

¹³⁵ BGHZ 123, 126 (131): „Wenn eine Bank den mit der Informationsbeschaffung im Ausland verbundenen gesteigerten Aufwand und die Gefahren einer lückenhaften Unterrichtung scheut, muß sie auf eine Empfehlung verzichten und entsprechende Fragen des Kunden nach dieser Anleihe mit dem Hinweis auf das Risiko der von ihr nicht einzuschätzenden Bonität des Emittenten beantworten. Sie kann die Folgen ihrer eigenen Versäumnisse nicht auf den Kunden abwälzen, der auf ihre Beratung vertraut.“

¹³⁶ *SEC v. Dain Rauscher, Inc.*, 254 F.3d 852, 9th Cir. 2001: „A securities professional has an obligation to investigate the securities he or she offers to customers“; *Hazen*, *The Law of Securities Regulation*, 7th ed. 2017, § 14.25.

¹³⁷ Vgl. Art. 20 i. V. m. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR Nr. 596/2014 und § 85 WpHG.

¹³⁸ „Prediction is very difficult, especially about the future.“

¹³⁹ Vgl. § 86 Abs. 1 WpHG.

¹⁴⁰ §§ 86, 6 Abs. 9 WpHG. Interessanterweise handelt es sich um originäres nationales Recht. Zur Frage, ob dies nicht gegen die MAR Nr. 596/2014 verstößt, s. *Veil*, in: FS Bergmann, 2018, 765 (773 ff.); *Fett*, in: Schwark/Zimmer (Fn. 133), § 86 Rn. 1.

¹⁴¹ Vertiefend *Möllers*, NZG 2018, 649 (652); vorher bereits *Möllers*, in: KK-WpHG, 2014, § 34b Rn. 135, 194.

¹⁴² Delegierte VO (EU) 2016/958 v. 9.3.2016 zur objektiven Darstellung von Anlageempfehlungen, ABl. EU 2016 L 160/15.

¹⁴³ *Möllers*, NZG 2018, 649 (651); zutreffend auch *Fett* (Fn. 140), § 85 WpHG, Rn. 46.

solche zählen, die nur einseitig positiv oder negativ empfehlen und widersprechende Überlegungen unterschlagen, weil damit die Zweifel an den Informationen nicht offengelegt werden.

Im Wirecard-Fall hatte die dauerhafte Berichterstattung der FT Zweifel an der Richtigkeit der Aussagen der Wirecard AG bzw. der Testate von EY erhoben. Die Gerüchte wurden von der FT als einer der renommiertesten internationalen Wirtschaftszeitungen zudem durch einschlägige Quellen belegt und in zahlreichen Artikeln und Anlagen über mehrere Monate weiter vertieft und konkretisiert. Das unterschied die Behauptungen von Anlageempfehlungen, deren Urheber nicht bekannt waren. Die Anlageempfehlungen hätten auf diese Zweifel hinweisen müssen. Wäre dies passiert, hätte man kurz vor der Insolvenz nicht noch Kursziele von 230–270 Euro ausrufen können. Dies ging nur, weil die Analysten die bisherigen Gerüchte und die Erstellung des Sondergutachtens in ihren Anlageempfehlungen ausblendeten.¹⁴⁴ Alternativ hätten die Akteure die Möglichkeit gehabt, auf ihre Empfehlung zu verzichten oder aber eine klare Verkaufsempfehlung auszusprechen. Interessanterweise hatten im Fall Wirecard zumindest einige Finanzanalysten nach dem KMPG-Gutachten ihre Anlageempfehlungen deutlich reduziert.¹⁴⁵ Hintergrund ist die Überlegung, dass die Finanzintermediäre aufgrund ihrer Sachkunde besonderes Vertrauen genießen.¹⁴⁶

III. Zur Rechtsdurchsetzung

1. *Law matters* – Recht als Mittel zur Sicherstellung von Vertrauen

Europa steht im Wettbewerb zu den USA und der Volksrepublik China. Von den 20 größten Unternehmen der Welt sind inzwischen die meisten aus den USA oder China.¹⁴⁷ In den modernen Technologien wie IT, KI, autonomes Fahren versucht die EU händierend Anschluss zu finden. Ein Grund für Defizite liegt in dem zu knappen Risikokapital, das die Marktteilnehmer in Europa Start-up-Unternehmen zur Verfügung stellen.¹⁴⁸ Für die Teilnahme

¹⁴⁴ Zu den Anlageempfehlungen der Commerzbank, Baader und Hauck & Aufhäuser, s. oben Fn. 34.

¹⁴⁵ Z. B. am 4.5.2020 HSBC Senkung des Kursziels von 210 auf 105 Euro, NordLB am 28.4.2020 auf 102 Euro: „Wesentliche Fragen blieben ungeklärt.“

¹⁴⁶ S. oben Fn. 88 und Möllers, in: KK-WpHG, 2014, § 34b WpHG, Rn. 1 ff.

¹⁴⁷ Es finden sich nur zwei europäische Unternehmen (Nestlé und Roche Holding) darunter, FAZ v. 8.7.2020, 21.

¹⁴⁸ Lamfalussy u. a., Lamfalussy Schlussbericht v. 15.2.2001, 15, <https://docplayer.org/12130686-Schlussbericht-des-ausschusses-der-weisen-ueber-die-regulierung-der-europaeischen-wertpapiermaerkte.html> (abgerufen am 2.2.2021).

an der Börse ist das Vertrauen der Anleger ein gewichtiger Schutzzweck.¹⁴⁹ Marktteilnehmer müssen darauf vertrauen können, dass sie grundsätzlich gleich behandelt werden, also kein Marktteilnehmer aufgrund Insiderwissen oder Marktmanipulationen finanzielle Vorteile zulasten anderer Marktteilnehmer zieht. Fehlt es an einem Regelungsregime oder wird dieses nicht durchgesetzt, herrschen Wildwest-Methoden und Marktteilnehmer ziehen sich von der Börse zurück. Recht spielt eine doppelte Rolle: Als Imperativ gebietet oder verbietet es ein bestimmtes Tun.¹⁵⁰ Recht muss abschreckend sein, damit an den Börsen unzulässige Insidergeschäfte und Marktmanipulationen verhindert werden.¹⁵¹ Für das Vertrauen ist die Rechtsdurchsetzung deshalb unabdingbar – *law* oder besser *enforcement matters*.¹⁵² Eine inzwischen herrschende These lautet, dass die Rechtsdurchsetzung dieser Regeln und der Erfolg von Börsen korrelieren.¹⁵³

In den USA, aber auch in China ist das Sanktionsregime unzweifelhaft strenger als in Europa. In den USA hat dies damit zu tun, dass eine zivilrechtliche Sanktionierung durch Sammelklagen stattfindet und ein erheblicher Druck seitens der Behörden erzeugt wird, um einen Vergleich zu erzwingen.¹⁵⁴ In der Volksrepublik China hat der Staat auf das wirtschaftliche Geschehen einen starken Einfluss und kann relativ einfach auch auf die Unternehmen zugreifen. Die sichtbare Hand des Staates und die unsichtbare

¹⁴⁹ S. etwa Art. 1 MAR 596/2014: „Vertrauen der Anleger zu stärken“. Zu den verschiedenen Schutzzwecken s. *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, 51 ff.; EuGH, Urt. v. 10.5.1995 – Rs. C-384/93 – Rn. 42; *Fleischer* (Fn. 60), F 20; *Möllers*, AcP 208 (2008), 1 (8); *Kals/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2015, § 1 Rn. 17.

¹⁵⁰ Zur Verhaltenssteuerung des Rechts s. etwa *Austin*, Lectures on Jurisprudence on the Philosophy of Positive Law, Vol. I, 1885, 90, 94; *Möllers* (Fn. 3), § 2 Rn. 7 ff.

¹⁵¹ Zur abschreckenden Wirkung s. *Mataja*, Das Recht des Schadensersatzes vom Standpunkte der Nationalökonomie, 1888, 19 ff.; *Möllers* (Fn. 3), § 5 Rn. 142 ff.

¹⁵² *BMF* (Fn. 4), 1 (3): „Genauso wichtig ist es, eine wirksame Verfolgung und Bestrafung der Täter und der von der Straftat profitierenden Unternehmen sicherzustellen. Nur so sichern wir das Vertrauen der Anleger, die Reputation unseres Finanzmarkts und die Arbeitsplätze in den Banken, Versicherungen und anderen Finanzdienstleistern.“

¹⁵³ *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny*, Journal of Finance 52 (1997), 1131; *dies.*, Journal of Political Economy 106 (1998), 1113 (1140); *dies.*, Journal of Finance 55 (2000), 1 (5 ff.); *Modigliani/Perotti*, International Review of Finance 1–2 (2000), 81 ff.; *Black*, UCLA Law Review 48 (2001), 781 (834 ff.); *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer*, Journal of Financial Economics 61 (2006), 1; *Jackson/Roe*, Journal of Financial Economics 93 (2009), 207; *Coffee*, Journal of Corporation Law 25 (1999), 1 (2); *ders.*, University of Pennsylvania Law Review 156 (2007), 229; *Bhattacharya/Daouk*, Review of Finance 13 (2009), 577 (578). Zur Diskussion in Deutschland, s. *Möllers*, AcP 208 (2008), 1 f., *Klöhn*, in: Schulze (Hrsg.), Compensation of Private Losses, 2011, 179 ff.; *Poelzig*, Normdurchsetzung durch Privatrecht, 2012, 361 ff.; *ders.*, ZGR 2015, 801 (817 ff.); *Wagner*, in: FS Köndgen, 2016, 649 (673); *Maume*, ZHR 180 (2016), 358 (361 ff.).

¹⁵⁴ *Möllers/Pregler*, ZHR 176 (2012), 144 (146, 151 ff.). Zu dem Vergleich der USA im Rahmen des VW-Dieselskandals, s. etwa *Schmitz*, in: Gsell/Möllers (Hrsg.), Enforcing Consumer and Capital Markets Law. The Diesel Emissions Scandal, 2020, 339 ff.

Hand des Marktes werden zu einem System sui generis kombiniert, indem das Prinzip der Gewaltenkonzentration durch die Partei gilt.¹⁵⁵ Obwohl die US-amerikanischen Börsen weltweit immer noch führend sind, kann das US-amerikanische Recht nicht einfach übernommen werden. Der in Europa dominierende Verhältnismäßigkeitsgrundsatz und strafrechtliche Prinzipien wie die Unschuldsvermutung stehen einer Übernahme von Rechtsinstituten wie den *punitiv damages* oder dem erzwungenen öffentlich-rechtlichen Vergleich entgegen.¹⁵⁶ Europa hat ein anderes Verständnis von Gewaltenenteilung und Recht.¹⁵⁷ Weil vergleichbare Werkzeuge in Europa fehlen oder deutlich schwächer ausgeprägt sind, muss der europäische Gesetzgeber andere Lösungswege finden. Ansonsten besteht die Gefahr, dass die Börsen in Europa noch weiter gegenüber den Börsen in New York, Hongkong oder Shanghai zurückfallen. Das für die neuen Entwicklungen im Bereich von Umwelt, IT oder KI erforderliche Risikokapital steht dann ebenso wenig zur Verfügung wie die Aktie als renditestarke Anlageklasse für die private Altersvorsorge.¹⁵⁸ Sinnvoll ist insoweit eine gute Verzahnung verschiedener Rechtswege, um mögliche Nachteile auszugleichen und auf diese Weise effektiv verhaltenssteuernd zu wirken.¹⁵⁹

2. Forderungen zur Optimierung der öffentlich-rechtlichen Rechtsdurchsetzung

a) Überwachung der Überwachung

Bekanntlich hat das Lamfalussy-Verfahren die Rechtssetzung massiv ausgeweitet. Durch eine Vollharmonisierung auf drei Ebenen versucht der europäische Normgeber alle Einzelfragen zu klären.¹⁶⁰ Das Lamfalussy-Verfahren hat insoweit einen richtigen Kern: Grundsätzlich ist die Aufsicht in der Lage,

¹⁵⁵ *Baron/Yin-Baron*, Die Chinesen. Psychogramm einer Weltmacht, 7. Aufl. 2019, 265. Zum Prinzip der Gewaltenkonzentration, s. *Pißler*, RabelsZ 80 (2016), 373 (392 f.).

¹⁵⁶ *Gsell/Möllers*, in: *Gsell/Möllers* (Fn. 154), 465 (467 f.) und oben Fn. 154.

¹⁵⁷ Zur Ablehnung der *punitiv damages* in Deutschland s. etwa BGHZ 118, 312. In Europa wurde *punitiv damages* nicht in die Kartell-Schadensersatzklagen-RL 2014/104 v. 26.11.2014, ABl. EU 2014 L 349/1 übernommen, s. Art. 3 Abs. 3 und ErWG 13 S. 3. Vergleichbares gilt für die RL (EU) 2020/1828 über Verbandsklagen zum Schutz der Kollektivinteressen der Verbraucher v. 25.11.2020, ABl. EU 2020 L 409/1, s. ErWG 10 S. 2 und ErWG 42 S. 3.

¹⁵⁸ *Greenwood/Smith*, Journal of Economic Dynamics & Control 21 (1997), 145; *Möllers*, AcP 208 (2008), 1 (4, 7); *Grundmann* (Fn. 123), 6. Teil Rn. 8 f.; zum Funktionenschutz s. *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Oulds*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2019, Rn. 11.53 ff.; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 10. Aufl. 2020, Rn. 2. Instrukтив etwa *Deutsches Aktieninstitut (DAI)*, Lebensstandard im Alter sichern – Rentenlücken mit Aktien schliessen, Dezember 2016.

¹⁵⁹ *Poelzig*, ZGR 2015, 801 (821).

¹⁶⁰ *Assmann/Schneider*, Wertpapierhandelsgesetz, WpHG, 4. Aufl. 2006, Vorwort; *Mülbert*, ZHR 176 (2012), 369 f.; *Möllers*, ZEuP 2018, 325 (330 ff.); ausführlich *ders.*, in: FS 25 WpHG 2019, 19 (24 ff.), *Veil*, in: FS K. Schmidt, 2019, 571 (574).

schnelle Entscheidungen zu treffen. Aufgrund des Untersuchungsgrundsatzes müssen Behörden ermitteln. Die gerichtliche Klärung hat den Nachteil, dass sie für die Börse letztlich viel zu langsam ist. Wenn Gerichte zehn Jahre und länger benötigen, um über die Rechtmäßigkeit einer Handlung zu entscheiden, kommt dies sicherlich zu spät. Zudem besteht bei Privaten oft das Risiko, dass diese gar nicht klagen wollen. Strafrechtliche Verfahren erfordern den Vollbeweis, weil die Unschuldsvermutung gilt. Damit sprechen gewichtige Argumente für eine Überwachung durch die Aufsicht. Vier Forderungen sind im Folgenden aber aufzustellen, um die Arbeit der Behörden effektiver zu machen: Wenn die Compliance-Strukturen ausgeweitet werden, sollten auch die Kompetenzen der Behörde ausgeweitet werden: Die letzten dreißig Jahre arbeitete man in Deutschland daran, die Strukturen von Corporate Governance und Compliance zu verbessern. Das Gesellschaftsrecht als Unternehmensrecht stößt allerdings strukturell an Grenzen. Im Zweifel müssen Informationsansprüche auf Einsicht in den Bericht der Sonderprüfung oder Haftungsansprüche des Aufsichtsrates gegen den Vorstand dem Unternehmensinteresse weichen.¹⁶¹ Zudem existiert die Problematik, dass Haftungsansprüche und die Regeln des DCGK nur begrenzt eingefordert werden können.¹⁶² Die neu einzuführenden Überwachungspflichten sollten der BaFin zustehen: Das wäre dann erstens nicht nur eine Sonderprüfung, sondern auch die Überprüfung entsprechender Compliance-Strukturen.¹⁶³ Zu vertiefen ist zweitens die Frage, ob für die Verfolgung von Insidergeschäften und Marktmanipulationen die EU zuständig sein sollte. Dies hätte den Vorteil, dass das *level playing field* und eine schlagkräftige Durchsetzung denkbar wären. Eine europäische Eingreiftruppe wäre etwa für die Marktmanipulation durch Short-Seller zuständig.¹⁶⁴ Das europäische Kartellrecht kann hier wieder als Pate dienen.

b) Vermeidung von Interessenkonflikten und Streichung der Haftungsprivilegierung

Als dritte Forderung ist ein wichtiges Steuerungsinstrument des Kapitalmarktrechts zu beachten und auf andere Marktteilnehmer auszudehnen, nämlich die

¹⁶¹ *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, 2020, § 142 Rn. 24, 31

¹⁶² Der Aufsichtsrat kann zwar wegen Unterlassen gem. §§ 116, 93 AktG verklagt werden, darf aber das Unternehmensinteresse mitberücksichtigen, etwa wenn er es unterlässt, Ansprüche gegen den Vorstand geltend zu machen, BGHZ 135, 244 (255 ff.).

¹⁶³ S. oben Fn. 119.

¹⁶⁴ *Merkt*, Gutachten zum 64. DJT, 2002, G 125; *Hopt*, NZG 2009, 1401 (1404); *Möllers*, NZG 2010, 285 (289); *ders.*, NZG 2018, 649 (654); *ders.*, in: FS 25 Jahre WpHG, 2019, 19 (33 ff.); jetzt auch *AKBR*, NZG 2002, 938 (945); *Kraanken/Langenbacher*, Working Paper: The Wirecard lessons: A reform proposal for the supervision of securities markets in Europe, SAFE Policy Letter No. 88, Juli 2020; *Angeloni*, Wirecard scandal raises need for common EU market rules, SAFE Policy Blog, 2.7.2020; hierzu auch *Loy/Steuer*, KOR 2020, 413 (422).

Vermeidung von Interessenkonflikten.¹⁶⁵ Man findet es etwa bei der Regelung von Finanzintermediären. Wenn aber schon Intermediäre Interessenkonflikte vermeiden sollen, muss dies erst recht für die Aufsicht gelten: Mit Wertpapieren von Unternehmen zu handeln, die man überwachen soll,¹⁶⁶ muss verboten werden. Das ist inzwischen geschehen.¹⁶⁷ Und schließlich ist viertens die Haftungsprivilegierung der Aufsicht nicht überzeugend, weil sie kontraproduktiv wirkt. Wer für sein Tun nicht verantwortlich ist, wird ggf. weniger sorgfältig arbeiten. Für grob fahrlässiges Verhalten hat sie zu haften.¹⁶⁸

3. Gerichtliche Kontrolle auch durch das Zivilrecht

a) Zur Notwendigkeit der Ex-Post-Kontrolle und zivilrechtliche Haftung

Die Normierungsdichte des Lamfalussy-Verfahrens gerät an seine Grenzen. Es erinnert an den Versuch von Friedrich II., mit dem Allgemeinen Preussischen Landrecht (ALR) und seinen 17.000 Paragraphen alle Lebensverhältnisse abzudecken.¹⁶⁹ Der obige Versuch, Gerüchte kapitalmarktrechtlich korrekt einzuordnen, zeigt deutlich, dass sich auch ESMA und BaFin schwertun, eine passende Konkretisierung vorzunehmen.¹⁷⁰ Ob dagegen die Zeit schon reif für ein europäisches Kapitalmarktgesetzbuch ist,¹⁷¹ darf bezweifelt werden. Dafür ist die Rechtsetzungstechnik schlichtweg zu aufwändig¹⁷² und die Qualität des Rechts noch zu gering.¹⁷³

Dass der EuGH im Zweifel das Kapitalmarktrecht weiter konkretisiert, ist sinnvoll und erforderlich. Vergleichbares gilt für das Vakuum, gegen rechtswidrige Anlageempfehlungen vorzugehen oder die *know your product*-Pflicht, zu konkretisieren.¹⁷⁴ Prozessual bedarf es eines einheitlichen

¹⁶⁵ Vgl. ErwG 71, 74 und Art. 24 Abs. 1 MiFiD, ErwG 10, 16, 22, 27, 30 und Art. 1 S. 2; Art. 6, Anh. 1 RatingVO (EG) NR. 1060/2009, Art. 22 Abs. 1 UAbs. 3 Änderungs-RL 2014/56/EG über Abschlussprüfer. Als allgemeines Rechtsprinzip s. Möllers, in: FS Hopt, 2010, 2247 (2250).

¹⁶⁶ Hierzu oben Fn. 41.

¹⁶⁷ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/boerse-inside/finanzaufsicht-ba-fin-mitarbeiter-duerfen-aktien-aus-der-finanzbranche-nicht-mehr-privat-handeln/26237298.html?ticket=ST-2279461-DRNIBAE9g3SbW4CUxfM-ap3> (abgerufen am 2.2.2021).

¹⁶⁸ Ebenso *AKBR* (Fn. 119), I.6., www.bmf.de (abgerufen am 2.2.2021). Grob fahrlässig ist damit ein objektiv grober Pflichtenverstoß, verbunden mit einer subjektiv schlechthin unentschuldbaren Pflichtverletzung, welche die einfache Fahrlässigkeit erheblich überschreitet, vgl. *Schaub*, in: Online-GK-BGB, Stand: 1.12.2020, § 276 BGB Rn. 92 m. w. Nachw.

¹⁶⁹ Möllers, in: FS 25 Jahre WpHG, 2019, 19 (24).

¹⁷⁰ Ausführlich oben Fn. 106 ff.

¹⁷¹ Für ein solches Gesetzbuch, welches die europäischen Vorschriften zum Kapitalmarktrecht zusammenfasst, s. *Veil* (Fn. 160), 571 (573); *ders.*, in: FS 25 WpHG, 2019, 87 (98).

¹⁷² Möllers, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, 19 (24 ff.).

¹⁷³ *Simonis*, AG 2016, 651 ff.; *Sethe*, in: FS 25 Jahre WpHG, 2019, 1171 (1183 f.).

¹⁷⁴ S. oben III.4.b) und c).

Instanzenzuges – wie er im Kartellrecht schon besteht. Es ist misslich, wenn in Deutschland die Rechtswege gesplittet sind, weil sowohl der BGH als auch das BVerwG zuständig sein können.¹⁷⁵ Hier ist das europäische Prozessrecht weiter, weil der EuGH immer über Vorabentscheidungsverfahren entscheidet. Zudem kann die Behörde nicht alles wissen, sodass die Rechtsdurchsetzung durch private Parteien (*private enforcement*) effektiver sein kann, weil die Anzahl potentieller Überwacher um ein vielfaches größer ist. *Private enforcement* ist zwingend notwendig, weil die Aufsicht immer personell unterbesetzt ist.¹⁷⁶ Darüber hinaus hat *private enforcement* eine wichtige Ergänzungsfunktion, weil es erlaubt, Lücken des Gesetzgebers und der Verwaltung zu schließen. Eine Vervollständigung übernimmt das Zivilrecht auch dann, wenn wie im Wirecard-Fall die Aufsicht auf einem Auge blind ist und evident rechtswidriges Tun nicht verfolgt. Im deutschen Deliktsrecht ist die Ergänzungsfunktion gegenüber öffentlich-rechtlichen Normen ausdrücklich anerkannt, um so Haftungslücken schließen zu können.¹⁷⁷ Es gilt deshalb, die Rechtsdurchsetzung von Zivilrecht und öffentlichem Recht sinnvoll zu verbinden. Das findet sich so auch im europäischen Unlauterkeitsrecht,¹⁷⁸ aber auch im Kartellrecht. Gerade der EuGH hat auch eine zivilrechtliche Rechtsdurchsetzung angemahnt.¹⁷⁹ In Deutschland beschränken sich im Bereich unzureichender Kapitalmarktinformation die Ansprüche aus §§ 97 f. WpHG und § 826 BGB regelmäßig auf das negative Interesse, weil der Anleger für die Rückabwicklung beweisen muss, dass er ansonsten nicht gekauft hätte.¹⁸⁰ Schließlich wird vom BGH grundsätzlich die Schutzgesetzfähigkeit von kapitalmarktrechtlichen Vorschriften und damit die Möglichkeit, Ansprüche über § 823 Abs. 2 BGB geltend zu machen, mit dem Argument verneint, es sei Aufgabe des Gesetzgebers, entsprechende Ansprüche einzuführen.¹⁸¹ Gefordert ist mithin der Gesetzgeber, auch deshalb, weil er nicht nur punktuell, sondern umfassend eine Materie regeln kann.

¹⁷⁵ Zu dieser Forderung bereits Möllers, NZG 2018, 649 (657).

¹⁷⁶ Jackson/Roe, Journal of Financial Economics 93 (2009), 207 (208); Wagner (Fn. 162), 649 (673).

¹⁷⁷ BGHZ 139, 79 (83). Vorher schon BGH, NJW 1985, 620 (621); BGH, NJW 1984, 801 (802); BGH, NJW 1987, 372 (373) m. w. Nachw.

¹⁷⁸ Möllers/Heinemann, The Enforcement of Competition Law in Europe, 2007, 363: Die rein zivilrechtliche Rechtsdurchsetzung des Unlauterkeitsrechts ist in den Mitgliedstaaten der EU die Ausnahme.

¹⁷⁹ EuGH, Urt. v. 20.9.2001 – Rs. C-453/99 – Rn. 29; EuGH, Urt. v. 13.7.2006 – Rs. C-295/04 – Rn. 39 ff.

¹⁸⁰ BGHZ 160, 134 = NJW 2004, 2664 (2667); BGH, NJW 2001, 2450 (2453); ausführlich Möllers/Leisch (Fn. 69), §§ 37b, c Rn. 360 ff.

¹⁸¹ Etwa BGHZ 186, 58 (68 f. Rn. 29) zu § 34a WpHG a. F.; BGHZ 175, 276 (281 Rn. 18) zu § 32 WpHG a. F.; BGHZ 192, 90 (98 f. Rn. 21) zu § 20a WpHG a. F. Hierzu Möllers/Leisch (Fn. 69), §§ 37b, c Rn. 493 ff., 501 ff.

b) Vorschläge für ein europäisches Haftungsrecht und die geringe Realisierungswahrscheinlichkeit

Es bedarf künftig weiterer Harmonisierungsbemühungen im europäischen Kapitalmarktrecht, um zivilrechtliche Haftungstatbestände zu schaffen. Zwei eher extreme Ansichten lassen sich ausmachen. Zum einen sind schon seit vielen Jahren Vorschläge unterbreitet worden, wie zivilrechtliche Haftungstatbestände auszuformulieren wären.¹⁸² In diese Richtung denken auch die Autoren, die bereits *de lege lata* für bestimmte Tatbestände eine Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. Art. 15 MAR (EU) 596/2014 bejahen.¹⁸³ Allein: passiert ist wenig. Im europäischen Recht sind die Regelungen zur zivilrechtlichen Haftung sehr überschaubar. Es gibt Haftungsvorschriften nur in der TransparenzRL,¹⁸⁴ der JahresabschlussRL,¹⁸⁵ der ProspektVO,¹⁸⁶ der RatingVO¹⁸⁷ sowie der PRIIPVO¹⁸⁸. Weitgehend wird nur das „ob“ einer Haftung harmonisiert, ansonsten aber auf das nationale Recht zurückverwiesen.¹⁸⁹ Begründet wird dies damit, dass die Voraussetzungen für Kausalität, Schaden und Verschulden in den Mitgliedstaaten höchst unterschiedlich sind.¹⁹⁰ Wegen der unterschiedlichen Traditionen sind deshalb ausgefeilte Haftungstatbestände mit detaillierten Voraussetzungen wenig realistisch.¹⁹¹ Die Gegenansicht möchte daher auf jegliche Harmonisierung verzichten und

¹⁸² Möllers/Leisch (Fn. 69), §§ 37b, c Rn. 70 ff.; etwa Hopt/Voigt, in: Hopt/Voigt (Hrsg.), Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, 1 ff.; Hellgardt, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, 221 ff.; s. Poelzig (Fn. 153); Franck, Marktordnung durch Haftung, 2016.

¹⁸³ S. etwa Hellgardt, AG 2012, 154 (163 ff.); ders., in: Assmann/Schneider/Mülbert (Fn. 104), §§ 97, 98 WpHG Rn. 58; Seibt, ZHR 177 (2013), 388 (424 f.); Poelzig, ZGR 2015, 801 (808 ff.).

¹⁸⁴ Art. 7 TransparenzRL 2004/109/EG v. 15.12.2004, ABl. EU 2004 L 390/38. Zur fehlenden Umsetzung kritisch Möllers, AcP 208 (2008), 1 (29 f.); Mülbert/Steup, NZG 2007, 761 (766); Brinckmann, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2014, § 18 Rn. 77; Hellgardt, in: FS 25 Jahre WpHG, 2019, 701 (706). A. A. aber Leenenbach, Kapitalmarktrecht, 2010, Rn. 11.530.

¹⁸⁵ Art. 50c ÄnderungsRL 2006/46/EG zur JahresabschlussRL 78/660/EG v. 14.6.2006, ABl. EU 2006 L 224/1.

¹⁸⁶ Art. 11 ProspektVO (EU) 2017/1129 (Fn. 98).

¹⁸⁷ Vgl. Art. 35a Änderungs-RatingVO (EU) Nr. 462/2013 v. 21.5.2013, ABl. EU 2013 L 146/l.

¹⁸⁸ Vgl. Art. 11 PRIIPVO (EU) Nr. 1286/2014 v. 26.11.2014, ABl. EU 2014 L 352/1.

¹⁸⁹ S. etwa Art. 7 TransparenzRL (Fn. 184), Art. 50c ÄnderungsRL (Fn. 185), Art. 11 Abs. 1 ProspektVO (Fn. 98): „die Mitgliedstaaten stellen sicher ...“ Ausdrücklich auch Art. 11 Abs. 2, 3 PRIIPVO (Fn. 188) und Art. 35a Abs. 4 Änderungs-RatingVO (EU) Nr. 462/2013 (Fn. 187).

¹⁹⁰ Art. 35a Abs. 4 S. 1 Änderungs-RatingVO (EU) Nr. 462/2013 (Fn. 187): „Begriffe wie ‚Schaden‘, ‚Vorsatz‘, ‚grobe Fahrlässigkeit‘, ‚in vertretbarer Weise verlassen‘, ‚gebührende Sorgfalt‘, ‚Auswirkung‘, ‚angemessen‘ und ‚verhältnismäßig‘, die in diesem Artikel genannt aber nicht definiert werden, werden im Einklang mit dem jeweils geltenden nationalen Recht gemäß den einschlägigen Bestimmungen des internationalen Privatrechts ausgelegt und angewandt.“

¹⁹¹ So bereits Möllers/Leisch (Fn. 69), §§ 37b, c Rn. 82; Veil (Fn. 160), 571 (576).

es den Mitgliedstaaten selbst überlassen, zivilrechtliche Haftungstatbestände zu schaffen.¹⁹² Das führt zwar zu einem Wettbewerb der Rechtsordnungen. Das Haftungsrecht den Mitgliedstaaten zu überlassen, verhindert aber das gewünschte *level playing field*.¹⁹³

c) Vorschläge für eine vorsichtige weitere Harmonisierung des europäischen Haftungsrechts

Gefordert ist deshalb ein gesunder Mittelweg: Auf europäischer Ebene bedürfte es in einem ersten Schritt der Diskussion, welche Marktteilnehmer potentiell haften könnten. Dazu wäre die Pflichtenstellung zu konkretisieren. Zu fordern sind entsprechende Haftungsnormen bei Falschinformationen von Unternehmen. Bei den anderen Marktteilnehmern steht vor allem das Unterlassen im Raum. Das sind etwa die Wirtschaftsprüfer, aber auch die Aufsicht, wenn sie offensichtlich ihre Pflichten ignorierten. Hier Haftungsbeschränkungen zu fordern,¹⁹⁴ ist kontraproduktiv. Wenn der nationale Gesetzgeber davon absieht, Ansprüche auf Staatshaftung einzuführen, muss ggf. der EuGH rechtsfortbildend tätig werden.¹⁹⁵ Schließlich sollten auch andere Finanzintermediäre haften, wenn sie unzureichend recherchieren oder gegen die oben genannten Veröffentlichungsverbote verstoßen.

In einem zweiten Schritt wären dann die Haftungsgrundlagen zu schaffen. Dabei müssen die Vorgaben aber deutlich über Art. 7 TransparenzRL hinausgehen.¹⁹⁶ Vielleicht lässt sich hierfür die Entwicklung im Kartellrecht nutzbar machen. Nach den Urteilen *Courage* und *Manfredi* stellte sich die Frage, ob der Gesetzgeber oder die Gerichte, die nationale oder die europäische Ebene besser zur Regelung der damit verbundenen Einzelfragen wie Kausalität, Umfang des Schadens etc. geeignet seien.¹⁹⁷ Man entschied sich für den europäischen Gesetzgeber als Regelsetzer. Dies lässt sich auf die oben skizzierten offenen Fragen übertragen: Der europäische Gesetzgeber ist demokratisch legitimiert und kann in einem Gesetzgebungsverfahren fachlich

¹⁹² So als kurzfristige Perspektive *Wundenberg*, ZGR 2015, 124 (154 ff.); *Veil* (Fn. 160), 571 (576 f.).

¹⁹³ Zu den damit verbundenen Fragen des Internationalen Privatrechts, s. *Lehmann*, in: MünchKomm-BGB, Internationales Finanzrecht, 2018, Art. 519 ff., 547 ff.; *Schäfer*, ZGR 2020, 359 (362 ff.).

¹⁹⁴ So aber auf europäischer Ebene die Empfehlung 2008/473/EG v. 5.6.2008, ABl. EU 2008 L 162/39. Anders dagegen jetzt die Haftungserweiterung im neuen § 323 HGB, s. FISG (Fn. 119); zustimmend *AKBR*, Stellungnahme zum FISG, II.2.

¹⁹⁵ Zur Staatshaftung wegen Nichtumsetzung von Richtlinien, s. EuGH, Urt. v. 19.11.1991 – Rs. C-6/90 u. a. – Rn. 32 ff.; ausführlich *Möllers* (Fn. 3), § 12 Rn. 123 ff.

¹⁹⁶ Zu dieser Forderung bereits *Möllers/Leisch* (Fn. 69), §§ 37b, c Rn. 84; *Möllers*, AcP 208 (2008), 1 (29 f.).

¹⁹⁷ S. *Wollenschläger/Wurmnest/Möllers*, Private Enforcement of European Competition Law and State Aid Law, 2020.

die erforderliche Expertise viel besser hinzuziehen als ein Kollegialgericht. Er kann systematisch gleich eine Fülle von Fragen beantworten, während die Gerichte Einzelfragen nur punktuell in einer Kette von Entscheidungen klären können.¹⁹⁸ Im Ergebnis könnte man auch die materiell-rechtlichen Überlegungen für Haftungsansprüche konkretisieren. Dabei hat man ja durchaus Erfahrungen mit einer präziseren Haftungsnorm im Kapitalmarktrecht, nämlich Art. 35a RatingVO: Hier wird etwa zu Beweislast Stellung genommen.¹⁹⁹ Zudem ließe sich noch eine Auffangklausel einführen, die sich an Art. 17 Kartell-SchadensersatzRL 2014/104 orientiert, wonach die „Mitgliedstaaten gewährleisten, dass weder die Beweislast noch das Beweismaß für die Ermittlung des Schadensumfangs die Ausübung des Rechts auf Schadensersatz praktisch unmöglich machen oder übermäßig erschweren“. Darüber hinaus gewährleisten die Mitgliedstaaten, „dass die nationalen Gerichte gemäß den nationalen Verfahren befugt sind, die Höhe des Schadens zu schätzen, wenn erwiesen ist, dass ein Kläger einen Schaden erlitten hat, es jedoch praktisch unmöglich oder übermäßig schwierig ist, die Höhe des erlittenen Schadens aufgrund der vorhandenen Beweismittel genau zu beziffern.“²⁰⁰

4. Verbindung von öffentlich-rechtlicher und zivilrechtlicher Rechtsdurchsetzung

Wenn sich modernes Wirtschaftsrecht bei der Rechtsdurchsetzung aller drei Rechtsgebiete bedient, muss künftig eine bessere Verzahnung von öffentlich-rechtlicher, zivilrechtlicher und strafrechtlicher Rechtsdurchsetzung gelingen. Dazu gehören nicht nur eine zentrale nationale Zuständigkeit einer Behörde im Strafrecht oder eines einheitlichen Rechtsweges, um widersprüchliche Urteile zu vermeiden, sondern auch die Klärung verschiedener Einzelfragen, die das Wettbewerbsrecht bereits vorlebt: So wird die Verjährung der zivilrechtlichen Klage unterbrochen, nachdem die Behörde tätig geworden ist,²⁰¹ und es existieren Informationsansprüche. Erfreulicherweise finden sich die Rechtsinstitute nicht nur in der Kartell-Schadensersatz-RL, sondern auch in der jüngst verabschiedeten RL 2020/1828 über Verbands-

¹⁹⁸ Zu den einschlägigen Argumenten s. *Möllers* (Fn. 3), § 13 Rn. 83.

¹⁹⁹ Zu Fragen der Beweislast s. etwa *Wojcik*, NJW 2013, 2385 (2387 ff.); *Möllers/Niedorf*, ECFR 2014, 333 (346); *Kontogeorgou*, DStR 2014, 1397 (1402 ff.); *Veil/Teigelack*, in: *Veil* (Fn. 184), § 27 Rn. 73; *Kumpan/Grütze*, in: *Schwarz/Zimmer* (Fn. 133), § 29 WpHG Anh. Rn. 158 ff.

²⁰⁰ Art. 17 Abs. 1 Kartell-Schadensersatzklagen-RL 2014/104 (Fn. 157); konstruktiv *Veil*, in: *Gsell/Möllers* (Fn. 156), 405 (419 ff., 422).

²⁰¹ Art. 10 Abs. 2 Kartell-Schadensersatzklagen-RL 2014/104 (Fn. 157); Art. 16 Verbandsklagen-RL (EU) 2020/1828 (Fn. 157).

klagen.²⁰² Es wäre jetzt ein mutiger, aber denkbarer Schritt des europäischen Gesetzgebers, diese Ideen auf das europäische Kapitalmarktrecht zu übertragen.

V. Zusammenfassende Thesen und Ausblick

1. Bei dem Wirecard-Skandal handelt es sich mitnichten um einen unvorhersehbaren Einzelfall. Wegen der Warnungen durch die FT waren die Vorwürfe des Bilanzbetruges vielmehr seit mehreren Jahren bekannt. Unzureichend war die unternehmensinterne Überwachung, bestehend aus Revision, Compliance und der Untätigkeit des Aufsichtsrates als Teil der Corporate Governance, aber auch die Prüfung durch Dritte, wie der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft EY und der staatlichen Überwachung durch die BaFin. Wenn Finanzintermediäre wie Fondsverwalter, Finanzanalysten, Berater oder Ratingagenturen bis kurz vor der Insolvenz noch Wirecard-Aktien dem Anlegerpublikum empfahlen, fehlten auch hier wichtige Kontrollmechanismen. Der Wirecard-Skandal verdeutlicht das systematische Versagen nahezu der gesamten Finanzbranche.

Die *Behavioral Finance* beschreibt anschaulich die Irrationalität menschlichen Handelns am Kapitalmarkt, wie Herdenverhalten, Überoptimismus sowie Euphorie, selektive Wahrnehmung und die Finanzintermediäre als Anker zur Orientierung der Anleger.

2. Die Wahrscheinlichkeit, wegen dieser Fehler Ansprüche geltend machen zu können, ist nach geltendem Recht unzureichend: Haftungsansprüche gegenüber der Wirecard AG und seiner Vorstände laufen wegen der Insolvenz voraussichtlich weitgehend leer, Haftungsansprüche gegen den Wirtschaftsprüfer sind auf 4 Mio. Euro begrenzt und die Haftung gegenüber der BaFin scheidet nach dem Wortlaut des Gesetzes vollständig aus. Auch eine Haftung gegenüber Finanzintermediären ist eher unwahrscheinlich, weil die Haftungsvoraussetzungen noch zu vage sind.

3. Die bisherige Reaktion auf den Wirecard-Skandal zielt mit dem FISG vorrangig auf eine stärkere Rechtsdurchsetzung. Weil an der Börse Informationen über Unternehmen bewertet werden, muss der Blick verstärkt auf die Validität, die Richtigkeit von Unternehmensinformationen gelenkt werden. Der Wirecard-Skandal zeichnet sich dadurch aus, dass über Jahre hinweg unklar war, ob die Bilanzen von Wirecard unrichtig waren. Wichtiger erscheint es deshalb zu fragen, wer wie auf welche Informationen hätte reagieren müs-

²⁰² Artt. 5, 6 Kartell-Schadensersatzklagen-RL 2014/104 (Fn. 157); Art. 18 Verbandsklagen-RL (EU) 2020/1828 (Fn. 157). Hierzu *Möllers/Pregler*, ZHR 176 (2012), 144 (146, 151 ff.); *Gsell/Möllers* (Fn. 156), 465 (485 ff.).

sen. Wie mit Gerüchten als unsicheren Informationen umzugehen ist, ist weiter zu konkretisieren, um den Marktteilnehmern klare Anweisungen an die Hand zu geben. Zu den Recherchepflichten des Unternehmens gehört es, Gerüchte von Short-Sellern und Whistleblowern grundsätzlich wahrzunehmen, wenn diese ein gewisses Maß an Plausibilität besitzen. Das börsennotierte Unternehmen muss sich sodann mit solchen ungesicherten Informationen befassen, mithin den Richtigkeitsgehalt prüfen, ggf. auch durch eine Sonderprüfung, und sodann drittens substantiiert zu dem Gerücht Stellung nehmen. Die Einhaltung dieser Pflichten hat die Aufsicht zu überwachen.

Umgekehrt reichen unsubstantiierte Nachrichten des Unternehmens nicht aus, die als Pressemitteilungen, Twitter-Nachrichten oder über andere Kanäle veröffentlicht werden. Finanzintermediäre unterliegen der *know your product*-Pflicht und dürfen keine unsubstantiierten, auf ungesicherter Grundlage beruhenden, Empfehlungen aussprechen, wenn sie ihrer Recherchepflicht nicht nachkommen.

4. Wollen Deutschland und die EU im weltweiten Wettbewerb nicht weiter zurückfallen, müssen der deutsche und europäische Gesetzgeber die Pflichtenstellung der Marktakteure in einem ersten Schritt konkretisieren. Sodann ist zu fragen, wie die Pflichten besser als bisher durchgesetzt werden können. Die nationalen und europäischen Behörden benötigen stärkere Eingriffsbefugnisse. Sie müssen Corporate Governance strukturiert überprüfen können oder etwa in der Lage sein, eine Sonderprüfung zu beauftragen. Umgekehrt sind Interessenkonflikte zu vermeiden. Zudem sollten die Aufsichtsbehörden auch bei grob fahrlässigem Handeln haften.

Eine zivilrechtliche Haftung auf europäischer Ebene könnte eine wichtige Ergänzungsfunktion übernehmen. Zudem würde ein *level playing field* geschaffen. Orientieren könnte man sich an Art. 35a RatingVO (EU) Nr. 462/2013. Eine sinnvolle Vernetzung von Öffentlichem Recht und Zivilrecht könnte die Verjährungshemmung, Bindungswirkung und Auskunftsrechte regeln. Regelungen hierzu finden sich in der kartellrechtlichen SchadensersatzRL und in der VerbandsklagenRL 2020/1828. Der Wirecard-Fall zeigt sehr deutlich, dass die weitere Entwicklung des Rechts börsennotierter Unternehmen eine Daueraufgabe bleibt.