

Michael Rimbeck

**Rechtsfolgen fehlerhafter
Ad-hoc Mitteilungen im deutschen
und US-amerikanischen Recht**



Herbert Utz Verlag · München

Rechtswissenschaften

Herausgegeben von

Dr. Thomas Küffner
Dr. Küffner & Partner, Landshut, München

Band 43

Zugl.: Diss., Augsburg, Univ., 2005

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek:
Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation
in der Deutschen Nationalbibliografie;
detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt.
Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die
der Übersetzung, des Nachdrucks, der Entnahme von
Abbildungen, der Wiedergabe auf photomechani-
schem oder ähnlichem Wege und der Speicherung in
Datenverarbeitungsanlagen bleiben – auch bei nur
auszugsweiser Verwendung – vorbehalten.

Copyright © Herbert Utz Verlag GmbH · 2005

ISBN 3-8316-0487-8

Printed in Germany

Herbert Utz Verlag GmbH, München
089-277791-00 · www.utzverlag.de

Abkürzungen	8
Einleitung	9
1. Kapitel: Die Entwicklung der Publizitätspflichten im US-amerikanischen Recht	11
§ 1 Gesetzgebungshistorie.....	11
I. "Securities Act of 1933" und "Securities Exchange Act of 1934".....	11
1. "Securities Act of 1933".....	11
2. "Securities Exchange Act of 1934".....	12
II. "Blue Sky Law".....	12
III. Die verschiedenen "Listing Requirements".....	13
§ 2 Die Verpflichtung zur Bekanntgabe von Ad-hoc-Mitteilungen.....	13
I. Die Publizitätspflicht nach dem SEA.....	13
1. Der Umfang und der Zeitrahmen der Verpflichtung.....	14
a) Die mitteilungspflichtigen Tatsachen.....	14
b) Der Zeitraum.....	14
2. Die Art und Weise der Veröffentlichung.....	15
3. Der "Sarbanes-Oxley Act" (SOA) und seine Rechtsfolgen.....	15
a) Die Ausgangslage.....	15
b) Die Bush/Pitt Reaktion.....	16
c) "Der Sarbanes-Oxley Act".....	17
d) Die Auswirkungen im Bereich der Publizitätspflichten.....	18
e) Die Umsetzung durch die Börsenaufsichtsbehörde.....	18
II. Die Publizitätspflicht nach "Regulation FD" ("Fair Disclosure").....	19
III. Die Publizitätspflichten nach Rule 10b-5.....	20
IV. Zusammenfassung.....	20
2. Kapitel: Die Handlungsmöglichkeiten der "Securities and Exchange Commission" (SEC).....	21
§ 3 Die "Securities and Exchange Commission" (SEC).....	21
I. Der behördliche Aufbau.....	21
1. Die Abteilungen.....	21
2. Die Dienststellen.....	22
II. Die Kommunikationsmittel.....	22
III. Die Perspektive.....	23
IV. Durchsetzung der Rechte.....	24
§ 4 Strafrechtliche Sanktionen.....	24
I. Der Verfahrensablauf.....	24
II. Das Strafmaß.....	25
III. Corporate Fraud Task Force.....	26
IV. Die Veränderungen durch den SOA.....	26
V. Die Perspektive.....	28
VI. Die Strafbarkeit von Teilnehmern.....	28
VII. Zusammenfassung.....	28
§ 5 Zivilrechtliche Sanktionen.....	29
I. "Injunctive Relief" (Unterlassungsanordnung).....	29
1. Die gesetzliche Ausgangslage.....	29
2. Die tatbestandlichen Voraussetzungen.....	29
3. Die Rechtsfolge.....	30
4. Erlass einer Anordnung gegenüber Teilnehmern.....	31
II. "Disgorgement of Ill-Gotten Profits" (Abschöpfung illegaler Gewinne).....	32

1. Einführung.....	32
2. Der 10-Punkteplan des Präsidenten.....	32
3. Die Antwort des Gesetzgebers	33
a) Die gesetzliche Regelung	33
b) Die Behandlung von Strafgeldern	34
c) Unentgeltliche Zuwendungen an den Staat	35
d) Die Zurückerstattung von Geldern	35
4. Die Begünstigten.....	35
5. Die Bilanz.....	36
III. "Temporary Asset Freeze"	37
1. Die Voraussetzungen.....	37
a) "A Substantial Likelihood of Success on the Merits"	38
b) "A Substantial Threat that Plaintiff will suffer Irreparable Injury if the Injunction is denied"	38
c) "The Threatened Injury Outweighs Any Damage That The Injunction Might Cause Defendants"	38
d) "The Injunction Will Not Disserve The Public Interest"	38
2. Die Veränderungen durch den SOA.....	39
IV. Civil Penalties	39
1. Historie.....	39
2. Die Höhe der zu verhängenden Geldstrafe	41
3. Die Verhängung einer Geldstrafe gegenüber Teilnehmern.....	42
4. Verjährung.....	42
V. "Barring Violators from Acting as an Officer or Director of a Public Company" (Berufsverbot)	42
1. Einführung.....	42
2. Die tatbestandlichen Voraussetzungen.....	43
a) "Injunction Proceeding"	43
b) "Violation of § 10b SEA"	43
c) "Substantial Unfitness"	43
3. Die Verhängung eines Berufsverbotes gegenüber Teilnehmern.....	43
4. Die Veränderungen durch den SOA.....	44
VI. Zusammenfassung	45
§ 6 Öffentlich-rechtliche Sanktionen	46
I. "Cease and Desist Orders"	46
II. Begleitende Maßnahmen.....	47
III. Zusammenfassung.....	48
3. Kapitel: Zivilrechtliche Schadenersatzansprüche geschädigter Anleger	50
§ 7 Anspruchsgrundlagen und -voraussetzungen	50
I. Die Anspruchsgrundlagen	50
II. Die Anspruchsvoraussetzungen eines implizierten Rule 10b-5 Anspruches	51
1. "Any Untrue or Misleading Statement"	52
2. "In Connection with the Purchase or Sale of any Security"	52
3. "Scienter"	52
4. "Materiality"	53
5. "Reliance"	53
§ 8 Schadensbemessung	53
I. Einleitung	53
II. Art der Schadensberechnung.....	55
1. "United States Supreme Court"	55

a)	Affiliated Ute Citizens v. United States	55
b)	Randall v. B. J. Loftsgarden	57
c)	Zusammenfassung	58
2.	"The First Circuit"	58
a)	Schadensbemessung im Rahmen von Rule 10b-5 im Allgemeinen	58
b)	Schadensbemessung im Rahmen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen	60
c)	Zusammenfassung	61
3.	"The Second Circuit"	61
a)	Schadensbemessung im Rahmen von Rule 10b-5 im Allgemeinen	61
b)	Schadensberechnung im Rahmen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen	64
c)	Zusammenfassung	65
4.	"The Third Circuit"	65
a)	Schadensbemessung im Rahmen von Rule 10b-5 im Allgemeinen	65
b)	Schadensbemessung im Rahmen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen	66
c)	Zusammenfassung	67
5.	"The Fourth Circuit"	67
a)	Schadensbemessung im Rahmen von Rule 10b-5 im Allgemeinen	67
b)	Schadensbemessung im Rahmen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen	69
c)	Zusammenfassung	70
6.	The "Fifth Circuit"	70
a)	Schadensbemessung im Rahmen von Rule 10b-5 im Allgemeinen	70
b)	Schadensbemessung im Rahmen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen	72
c)	Zusammenfassung	73
7.	"The Sixth Circuit"	74
a)	Schadensbemessung im Rahmen von Rule 10b-5 im Allgemeinen	74
b)	Schadensbemessung im Rahmen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen	75
c)	Zusammenfassung	76
8.	"The Seventh Circuit"	76
a)	Schadensbemessung im Rahmen von Rule 10b-5 im Allgemeinen	76
b)	Schadensbemessung im Rahmen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen	78
c)	Zusammenfassung	79
9.	"The Eighth Circuit"	79
a)	Schadensbemessung im Rahmen von Rule 10b-5 im Allgemeinen	79
b)	Schadensbemessung im Rahmen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen	82
c)	Zusammenfassung	83
10.	"The Ninth Circuit"	83
a)	Schadensbemessung im Rahmen von Rule 10b-5 im Allgemeinen	83
b)	Schadensbemessung im Rahmen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen	84
c)	Zusammenfassung	88
11.	"The Tenth Circuit"	88
a)	Schadensbemessung im Rahmen von Rule 10b-5 im Allgemeinen	88
b)	Schadensbemessung im Rahmen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen	90
c)	Zusammenfassung	91
12.	"The Eleventh Circuit"	91
a)	Schadensbemessung im Rahmen von Rule 10b-5 im Allgemeinen	91
b)	Schadensbemessung im Rahmen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen	93
c)	Zusammenfassung	93
13.	"The District of Columbia Circuit"	93
a)	In re National Marketing Litigation	94
b)	In re National Student Marketing Litigation	94
c)	Zusammenfassung	94

14. Gesamtzusammenfassung	95
III. Maß der Schadensberechnung	96
1. Definition des "Out-of-Pocket" Schadens	97
2. Die Berechnung des tatsächlichen Aktienwertes	97
a) "Harris Measure of Damages"	98
b) Judge Sneed und die Einführung der "Price" und der "True Value Line"...	100
c) Judge Walker und die Anwendung von Finanztheorien	103
d) Die von den Gerichten anerkannten Finanztheorien	112
e) Weitere mit der Schadensberechnung im Zusammenhang stehende Probleme	118
§ 9 Anspruchsgegner	124
I. Die Ausgangslage	124
1. "Primary Violator"	124
2. "Aiding and Abetting"	125
3. "Controlling Person"	125
4. "Respondeat Superior"	125
II. Das Problem	126
III. Die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen	127
1. Die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen im Allgemeinen	127
2. Die einzelnen Beteiligten	128
a) Die Haftung von Anwälten und Wirtschaftsprüfern	128
b) Die Haftung der "Directors"	129
c) Die Haftung der "Officers"	131
d) Die Haftung des Unternehmens	132
§ 10 Haftungsform	133
I. Gesamt- oder teilschuldnerische Haftung – Die Klärung durch den "Private Securities Litigation Reform Act"(PSLRA)	133
II. Die Berechnung des Pro Rata Anteils der Teilschuldner	134
III. Die Berechnung des Haftungsanteils der gesamtschuldnerisch Haftenden ..	134
IV. Der Ausgleich unter den Beklagten	134
4. Kapitel: Das Problem des ersatzfähigen Schadens im Rahmen einer Haftung für eine fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilung nach deutschem Recht	136
§ 11 Bedeutung und Aufgabe einer rechtsvergleichenden Interpretationsmethode	136
§ 12 Die Rechtsfolge einer zivilrechtlichen Haftung wegen unwahrer oder unterlassener unverzüglicher Ad-hoc-Mitteilungen nach derzeitigem deutschem Recht	138
I. Die Ausgangslage	139
II. Die verschiedenen Lösungsansätze	139
1. Das sogenannte positive Interesse	140
2. Die Alternativen	140
3. Der Ersatz des Vertragsabschlusschadens	141
a) Argumente, die für den Ersatz des Vertragsabschlusschadens vorgebracht werden:	141
b) Argumente, die gegen den Ersatz des Vertragsabschlusschadens vorgebracht werden:	142
4. Die Frage nach der Haftung für das allgemeine Marktrisiko	145
a) Die Frage nach der Haftung für das allgemeine Marktrisiko nach US- amerikanischem Recht	145

b)	Die Übertragung der Wertungserfahrung des US-amerikanischen Rechts ins deutsche Recht	146
§ 13	Weiterentwicklung der in der deutschen Rechtsliteratur derzeit vertretenen Theorien	148
I.	Der Ersatz des Kursdifferenzschadens	148
II.	Der Ersatz des Vertragsabschlußschadens	149
1.	Der Schutzzweck der Norm	149
2.	Die analoge Anwendung des § 45 II Nr. 2 BörsG.....	151
a)	Planwidrige Gesetzeslücke	151
b)	Vergleichbarkeit der Interessenlagen	152
III.	Die Verteilung der Beweislast.....	153
1.	Die Verteilung der Beweislast nach der Theorie des Kursdifferenzschadens... ..	153
a)	Die haftungsbegründende Kausalität.....	153
b)	Die haftungsausfüllende Kausalität	154
2.	Die Verteilung der Beweislast nach der Theorie des Vertragsabschluss- schadens.....	155
a)	Die haftungsbegründende Kausalität.....	155
b)	Die haftungsausfüllende Kausalität	157
3.	Ergebnis.....	158
	Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	159
	Literatur	166
	Fallverzeichnis.....	174

Einleitung

Vor allem der Fall des Neuen Marktes hat in den letzten Jahren dazu geführt, dass sich die betroffenen Unternehmen vermehrt mit geschädigten Investoren auseinandersetzen hatten, die den von ihnen erlittenen Investitionsschaden ersetzt haben wollten.¹ Als rechtliche Grundlage dieses Kompensationsverlangens sollte dabei vor allem die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen dienen.

Schnell mussten die Investoren jedoch erkennen, dass sich die Durchsetzung der von ihnen geltend gemachten Ansprüche als nahezu aussichtslos gestaltete.² Der Grund hierfür lag dabei meist darin, dass die Gerichte das Vorliegen der tatbestandlichen Anspruchsvoraussetzungen der verschiedenen geltend gemachten Anspruchsgrundlagen aus den unterschiedlichsten Gründen verneinten.³

Es verwundert daher nicht, dass sowohl der Gesetzgeber als auch die Gerichte die mit dem zu ersetzenden Schaden zusammenhängenden Probleme auf der Rechtsgenseite bisher kaum erörtert haben, ein Umstand, der nicht gerade zu einer Rechtssicherheit und –klarheit geführt hat.

Zwar hat der deutsche Gesetzgeber gerade in den letzten 15 Jahren versucht, durch die Verabschiedung von vier Finanzmarktförderungsgesetzen und des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes den Anlegerschutz zu verstärken, nichts geändert hat dies jedoch an der Tatsache, dass es sich bei den Rechtsfolgen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen nach wie vor um einen weitestgehend ungeklärten Problembereich handelt.⁴ Bis eine endgültige Klärung durch den Gesetzgeber erfolgt, ist es daher Aufgabe der Wissenschaft und der Gerichte, hinsichtlich des Inhaltes des zu ersetzenden Schadens ein schlüssiges Gesamtkonzept zu entwickeln.

Vorrangiges Ziel dieser Arbeit ist es daher, zu einer vertretbaren einheitlichen Lösung hinsichtlich der Berechnung des zu ersetzenden Schadens im Rahmen einer Haftung für eine fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilung zu gelangen. Dies gilt vor allem im Hinblick auf die durch das vierte Finanzmarktförderungsgesetz⁵ neu eingeführten §§ 37 b und c WpHG⁶. Dieses Ziel soll dadurch erreicht werden, dass die aus der Un-

¹ Siehe hierzu *Rützel*, Der Anlegeranwalt-ein neues Bankenrisiko?, Die Bank 2001, S. 667; *Gerke*, Anleger zwischen Klagen und Wehklagen, BB 2001, Heft 45, S. 1 ff.; zu den teilweisen erheblichen Kursverlusten einzelner Unternehmen vgl. *Hansen*, AG 2001, R 315 (R 316); siehe auch *Deutsche Börse AG*, Facts & Figures Neuer Markt – 2002, 13.03.2002, wo dargestellt wird, dass der Marktwert der am Neuen Markt dotierten Aktien innerhalb eines Zweijahreszeitraumes um fast 200 Milliarden Euro geschrumpft ist.

² Siehe hierzu die Entscheidung des Landgerichts Augsburg vom 24.09.2001 - 3 O 4995/00, DB 2001, S. 2336 (sog. *Infomatec-Fall*), in der ein Gericht erstmals einem geschädigten Investor einen Schadensersatzanspruch gegen den handelnden Vorstand auf Grund der Fehlerhaftigkeit einer Ad-hoc-Mitteilung zugestanden hat (rechtskräftig bestätigt durch BGH-Urteil vom 19.07.2004), siehe hierzu auch *Fleischer*, Gutachten zum 64. DJT, 2002, F 29; Handelsblatt v. 27.12.2001, S.2 "Neue Hoffnung auf anlegerfreundliche Urteile".

³ Vgl. *Baums*, Haftung wegen Falschinformationen des Sekundärmarktes, ZHR 167 (2003), S. 141 f., wo die unterschiedlichen Gründe dargestellt werden, auf Grund derer die Klagen gescheitert sind.

⁴ Siehe hierzu auch *Baums*, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance vom 11.07.2001, Rdnr. 81 ff.

⁵ In Kraft getreten am 01.07.2002, BGBI I, 2002, 2010.

⁶ Mit den § 37 b und c WpHG hat der Gesetzgeber erstmalig eine bereichsspezifische Anspruchsgrundlage für unterlassene bzw. fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen geschaffen.

tersuchung des US-amerikanischen Rechts gewonnenen Wertungserfahrungen, so weit möglich und hilfreich, ins deutsche Recht übertragen werden.

Zudem sollen im Rahmen dieser Arbeit die umfassenden Handlungsbefugnisse der US-amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde näher dargestellt und erläutert werden. Diese Darstellung der Befugnisse, die sich sowohl auf den zivilrechtlichen, als auch den öffentlich-rechtlichen und strafrechtlichen Bereich erstrecken, soll verdeutlichen, wie ausgefeilt und weit entwickelt der Anlegerschutz im US-amerikanischen Wertpapierrecht ist.

Warum im Rahmen dieser Arbeit gerade auf das US-amerikanische Recht abgestellt wird, liegt daran, dass im Bereich des Anlegerschutzes besonders dem US-amerikanischen "Securities Law" eine herausragende Bedeutung zukommt. Dieses genießt zu Recht den Ruf des weltweit am sorgfältigsten ausgeformten und durchdachten Wertpapierrechts. Beigetragen zu dieser Vorbildstellung hat vor allem das Erfahrungspotential, aus dem der US-amerikanische Gesetzgeber schöpfen kann.⁷ Ein weiterer Faktor ist die Stellung der Börsenaufsichtsbehörde, der von staatlicher Seite so viel Autorität verliehen und finanzielle Mittel zugewiesen werden, dass ein äußerst effektives Arbeiten auf hohem Niveau möglich ist. Dies wiederum führt zu dem Erlass ausgereifter "Rules und Regulations", die das amerikanische Wertpapierrecht prägen.

Diese Tatsachen und die herausragende Stellung, die der Anlegerschutz im US-amerikanischen Wertpapierrecht einnimmt, führen dazu, dass es sich anbietet, gerade im Rahmen der Bestimmung des zu ersetzenden Schadens im Falle einer Haftung für eine fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilung, sich auf dem Weg zu einem "richtigen" Ergebnis mit Hilfe eines offenen Diskursprozesses die Wertungserfahrungen des amerikanischen Rechts zu Nutze zu machen.⁸

⁷ So existiert ein kodifiziertes Wertpapierrecht auf Bundesebene nun schon seit mehr als 70 Jahren.

⁸ *Zweigert*, RabelsZ 15 (1949/1950), beschreibt diesen Weg des zu Nutze Machens ausländischer Rechtserfahrungen wie folgt: „Man kann aus dem Bessersein einer anderen Rechtsordnung bei der Lösung der Frage X oder aus dem Bessersein unserer eigenen Rechtsordnung in der Entscheidung des Problems Y sehr wohl darauf schließen, in welcher Richtung das Sollen schlechthin eher liegen kann!"; siehe auch *Dölle*, RabelsZ 34 (1970) 403, 407, der von einem Nebeneinander von Rechtsvergleichung und Rechtsdogmatik im Streben nach sozialer Gerechtigkeit ausgeht.