

# Fälle zum Kapitalgesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Leuschner / Sajnovits / Wilhelm

2. Auflage 2024  
ISBN 978-3-406-80973-6  
C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei  
[beck-shop.de](https://beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](https://beck-shop.de) steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

[beck-shop.de](https://beck-shop.de) hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird [beck-shop.de](https://beck-shop.de) für sein

umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

tur<sup>8</sup> die Schaffung eines individuellen Schadensersatzanspruchs sinnvoll sein und im Lichte des haftungsrechtlichen Gesamtsystems als tragbar erscheinen. Schließlich ist (3.) bei der Bestimmung der Schutzgesetzeigenschaft unter Umständen auch der unionsrechtliche Effet-utile-Grundsatz zu berücksichtigen (→ Rn. 12 ff.).

### a) Individualschutzvermittlung

Zur Feststellung einer intendierten Individualschutzvermittlung muss nach der Rechtsprechung des BGH in umfassender Würdigung des gesamten Regelungszusammenhangs geprüft werden, „ob es in der Tendenz des Gesetzgebers liegen konnte, an die Verletzung des geschützten Interesses die deliktische Einstandspflicht des dagegen Verstößenden mit allen damit zugunsten des Geschädigten gegebenen Beweiserleichterungen zu knüpfen“<sup>9</sup>.

Der Wortlaut des Art. 15 MAR bzw. der diesen ausfüllenden Definitionsnorm des Art. 12 MAR enthält keine Hinweise auf einen intendierten Individualschutz.<sup>10</sup> Artikel 15 MAR spricht lediglich davon, dass Marktmanipulationen und der Versuch hierzu verboten sind, während Art. 12 MAR definiert, was unter einer Marktmanipulation iSd Verordnung zu verstehen ist.<sup>11</sup>

Daneben sprechen auch systematische Erwägungen gegen eine Individualschutzvermittlung iSd § 823 Abs. 2 BGB.<sup>12</sup> Anders als etwa bei Art. 35a RatingVO und Art. 11 PRIIP-VO, in denen der Unionsgesetzgeber unmittelbar anwendbare zivilrechtliche Schadensersatzansprüche normiert hat, setzt er beim Marktmissbrauchsregime ganz überwiegend auf eine aufsichts- und sanktionenrechtliche Durchsetzung.<sup>13</sup> Es ist auch im übrigen Regelungszusammenhang nicht ersichtlich, dass die MAR individuellen Anlegerschutz bezweckt. Artikel 1 MAR erklärt die Schaffung eines gemeinsamen Rechtsrahmens für Insidergeschäfte, die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen und die Marktmanipulation (Marktmissbrauch) und Maßnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch zum Regelungsgegenstand. Die Verhaltensvorgaben dienen dazu, die „Integrität der Finanzmärkte in der Union sicherzustellen und den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte zu stärken“.

Auf Basis der Schutzgesetzdogmatik des § 823 Abs. 2 BGB vermittelt Art. 15 MAR daher keinen Individualschutz.<sup>14</sup>

**Hinweis:** AA durchaus vertretbar. Es müsste dann verstärkt auf diejenigen Erwägungsgründe (etwa Erwgr. 47) abgestellt werden, die den Schutz der Anleger herausstellen, und begründet werden, warum damit auch der Schutz individueller Anleger und nicht nur jener der Anlegergesamtheit gemeint ist.<sup>15</sup>

<sup>8</sup> MüKoBGB/Wagner BGB § 823 Rn. 567.

<sup>9</sup> BGHZ 192, 90 (99 Rn. 21) – IKB.

<sup>10</sup> Assmann/Schneider/Mülbelt/Mülbelt VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 28, Art. 15 Rn. 46.

<sup>11</sup> Assmann/Schneider/Mülbelt/Mülbelt VO Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 28, Art. 15 Rn. 46.

<sup>12</sup> Assmann/Schneider/Mülbelt/Mülbelt VO Nr. 596/2014 Art. 15 Rn. 46 ff.; näher auch *Sajnovits* Financial-Benchmarks S. 289 ff.

<sup>13</sup> Assmann/Schneider/Mülbelt/Mülbelt VO Nr. 596/2014 Art. 15 Rn. 48; *Schmolke* NZG 2016, 721; insoweit auch *Poelzig* ZGR 2015, 801 (809).

<sup>14</sup> Gleiches wurde in der Rspr. und im Schrifttum auch überwiegend zu § 20a aF WpHG vertreten.

<sup>15</sup> Dazu etwa *Poelzig* KapMarktR § 16 Rn. 480 ff.

## b) Einfügung des Schadensersatzanspruchs in das haftungsrechtliche Gesamtsystem

- 11 Ein Schadensersatzanspruch würde sich auch nicht sinnvoll in das kapitalmarktrechtliche Haftungsregime einfügen.<sup>16</sup> Deliktischer Schutz vor primären Vermögensschäden wird im deutschen Deliktsrecht nur sehr zurückhaltend gewährt. Diese bewusste Entscheidung des Gesetzgebers würde konterkariert, wenn der Verstoß gegen jedes Gesetz, das auch die Interessen Einzelner schützt, sogleich zu einer Haftung bei primären Vermögensschäden führen würde.<sup>17</sup> Dies wird im Kapitalmarktrecht besonders deutlich. Würde auch ein fahrlässiger Verstoß gegen das Marktmanipulationsverbot zu einer Haftung für primäre Vermögensschäden führen, verlören die spezialgesetzlichen Haftungstatbestände des Kapitalmarktrechts weitgehend an Bedeutung. Mit Blick auf die großen Überschneidungsbereiche zwischen informationsgestützten Marktmanipulationen und fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen würde dieser Konflikt die haftungsbegrenzende Funktion der §§ 97 Abs. 2 und 98 Abs. 2 WpHG einebnen und die Entscheidung des Gesetzgebers gegen einen allgemeinen kapitalmarktrechtlichen (Informations-)Haftungstatbestand unterlaufen.<sup>18</sup>

**Hinweis:** Auch hier ist eine aA vertretbar. Es könnte etwa erwo-gen werden, dass bei einer vollständigen tatbestandlichen Überschneidung mit den §§ 97, 98 WpHG der Anspruch gemäß § 823 Abs. 2 BGB iVm Art. 15 MAR um die tatbestandseinschränkenden Merkmale der §§ 97, 98 WpHG teleologisch zu reduzieren sei.

## c) Effet-utile-Grundsatz

- 12 Besonders im deutschen Kapitalmarktrechtsschrifttum wird häufig vertreten, der unionsrechtliche Effet-utile-Grundsatz gebiete eine zivilrechtliche Ahndung bestimmter Verstöße. Dabei wird auf die Rechtsprechung des EuGH in den Sachen *Courage*, *Manfredi* und *Muñoz* sowie auf allgemeine Überlegungen zum unionsrechtlichen Gebot der effektiven Rechtsdurchsetzung und auf die gesamtgesellschaftlichen Vorzüge des Private Enforcement verwiesen.<sup>19</sup>
- 13 Für das Marktmanipulationsverbot überzeugen diese Überlegungen letztlich nicht. Die Erwägungen des EuGH in den Sachen *Courage*, *Manfredi* und *Muñoz* können nicht vorbehaltlos auf das Marktmissbrauchsrecht übertragen werden, weil sich der europäische Gesetzgeber in der MAR in voller Kenntnis der Divergenzen zwischen den Mitgliedstaaten nicht mit einer zivilrechtlichen Haftung befasst hat.<sup>20</sup> Diese positive Entscheidung des europäischen Gesetzgebers muss zur Wahrung institutioneller Balance<sup>21</sup> auch vom EuGH akzeptiert werden.<sup>22</sup> Die Überlegungen zu den gesamtgesellschaftlichen Vorzügen privater Rechtsdurchsetzung stützen sich im

---

<sup>16</sup> Assmann/Schneider/Mülb-ert/Mülb-ert VO Nr. 596/2014 Art. 15 Rn. 47.

<sup>17</sup> Verse ZHR 170 (2006), 398 (407) mwN.

<sup>18</sup> Assmann/Schneider/Mülb-ert/Mülb-ert VO Nr. 596/2014 Art. 15 Rn. 47.

<sup>19</sup> Poelzig ZGR 2015, 801; dies. NZG 2016, 492 (501); Seibt/Wollenschläger AG 2014, 593 (607); Poelzig KapMarktR § 16 Rn. 481; aA etwa Klöhn/Schmolke MAR Art. 15 Rn. 85 ff., 89 ff.; Schmolke NZG 2016, 721 (723 ff.); Sajnovits Financial-Benchmarks S. 298 ff.

<sup>20</sup> Klöhn/Schmolke MAR Art. 15 Rn. 94.

<sup>21</sup> Schmolke NZG 2016, 721 (722 ff.); vgl. auch Grigoleit ZHR 177 (2013), 264 (275 ff.).

<sup>22</sup> Klöhn/Schmolke MAR Art. 15 Rn. 89 ff.

Marktmissbrauchsrecht zudem allenfalls auf Vermutungen und sind nicht empirisch belegt.

Im Ergebnis spricht dies gegen eine zwingende Einwirkung des Unionsrechts auf die Schutzgesetzdogmatik des § 823 Abs. 2 BGB. 14

**Hinweis:** Auch insoweit ist natürlich eine aA vertretbar.

## 2. Zwischenergebnis

Mangels Schutzgesetzzeigenschaft kommt eine Schadensersatzhaftung gemäß § 823 Abs. 2 BGB iVm Art. 15 MAR nicht in Betracht. 15

## VI. Schadensersatzanspruch gemäß § 823 Abs. 2 BGB iVm § 263 StGB

A, B und C könnten allerdings Ansprüche gegen V aus § 823 Abs. 2 BGB iVm § 263 StGB haben. § 263 StGB dient dem Schutz des Einzelnen vor Vermögensschäden und ist damit Schutzgesetz iSd § 823 Abs. 2 BGB.<sup>23</sup> 16

V müsste das Schutzgesetz verletzt, also einen Betrug nach § 263 Abs. 1 StGB begangen haben. Im Rahmen der von ihm veranlassten Ad-hoc-Mitteilung täuschte V, indem er wahrheitswidrig behauptete, die F-AG habe einen Vertrag über 105 Lizenzen geschlossen. Weiterhin müsste die Täuschung jeweils bei A, B und C kausal eine irrtumsbedingte Vermögensverfügung hervorgerufen haben, wobei insoweit die Anspruchsteller die Beweislast tragen.<sup>24</sup> Im Fall von B und C liegen diese Voraussetzungen nicht vor: C hatte gar keine Kenntnis von der falschen Ad-hoc-Mitteilung; B hatte zwar Kenntnis, vermag dies aber nicht zu beweisen. Lediglich A kann nachweisen, dass er Kenntnis von der Ad-hoc-Mitteilung hatte. Er hat auch einen kausal hierauf beruhenden Vermögensschaden erlitten, indem er Aktien zu einem Preis erwarb, der nicht ihrem objektiven Wert entsprach. 17

Auch A kann einen entsprechenden Schadensersatzanspruch indes nur geltend machen, wenn bei V die in § 263 StGB geforderte Absicht der rechtswidrigen Bereicherung vorlag. Dies ist der Fall, wenn der Täter den zielgerichteten Willen besitzt, einen Vermögensvorteil zu erzielen und „Stoffgleichheit“ zwischen Vermögensschaden und beabsichtigter Bereicherung besteht. Der erstrebte Vorteil muss sich gewissermaßen als Kehrseite des Schadens darstellen.<sup>25</sup> In Betracht kommt dabei sowohl Selbstbereicherungs- als auch Fremdbereicherungsabsicht. Die stoffgleiche Selbstbereicherung würde voraussetzen, dass der von A gezahlte Kaufpreis in das Vermögen des V übergeht. Eine entsprechende Absicht des V wäre nur dann zu bejahen, wenn er den Verkauf eigener Aktien an A plante. V hatte indes nicht vor, eigene Aktien zu veräußern. In Betracht kommt daher allenfalls eine Fremdbereicherungsabsicht. Diese wäre zu bejahen, wenn V beabsichtigt hätte, dass der von A gezahlte Kaufpreis in das Vermögen der F-AG übergeht. Aber auch das ist nicht der Fall. Der von A am Sekundärmarkt gezahlte Kaufpreis fließt nicht der F-AG als Emittentin, sondern dem verkaufenden Akteur am Sekundärmarkt zu. Selbst der durch alle Käufe am Sekundärmarkt bewirkte Kursanstieg schlägt sich nicht unmittelbar in 18

<sup>23</sup> BGHZ 160, 149 = AG 2004, 546 – Infomatec I; *Poelzig* KapMarktR § 16 Rn. 584.

<sup>24</sup> HK-KapMarktStrafR/*Zieschang* StGB § 263 Rn. 107.

<sup>25</sup> Schönke/Schröder/*Perron* StGB § 263 Rn. 168.

einem Vermögenszuwachs der F-AG nieder.<sup>26</sup> Im Ergebnis scheiden daher sowohl eine Selbst- als auch eine Fremdbereicherungsabsicht iSd § 263 Abs. 1 StGB aus.<sup>27</sup>

- 19 A, B und C haben keine Ansprüche aus § 823 Abs. 2 BGB iVm § 263 Abs. 1 StGB.

### **VII. Anspruch wegen vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung gemäß § 826 BGB**

- 20 A, B und C könnten Ansprüche gegen V gemäß § 826 BGB wegen vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung haben.

#### **1. Schädigungshandlung**

- 21 Die Schädigungshandlung ist in der Veranlassung der ihrem Inhalt nach objektiv unzutreffenden Ad-hoc-Mitteilung vom 10.7.2023 zu sehen.

#### **2. Sittenwidrigkeit**

- 22 § 826 BGB setzt voraus, dass die Schädigungshandlung sittenwidrig war. Sittenwidrig ist ein Verhalten, das gegen das Anstandsgefühl aller billig und gerecht Denkenden verstößt.<sup>28</sup> Nach herrschender Meinung liegt ein solcher Verstoß vor, wenn der Anspruchsgegner die Veröffentlichung einer grob unrichtigen Unternehmenskennzahl veranlasst hat, die sich auf Tatsachen von erheblicher Bedeutung bezieht.<sup>29</sup> Vorliegend veranlasste V eine Ad-hoc-Mitteilung mit dem objektiven Inhalt, die F-AG habe eine Vereinbarung über 105 Lizenzen ihres Chatbots getroffen. Tatsächlich wurde lediglich eine Vereinbarung über fünf Lizenzen und eine unverbindliche Option über 100 weitere Lizenzen vereinbart. Das Vertragsvolumen stellte V folglich um ein Vielfaches höher dar als es tatsächlich der Fall war. Darin liegt eine grobe Unrichtigkeit. In Anbetracht der erwartbar starken Auswirkungen der Mitteilung auf den Aktienkurs war die Tatsache auch von erheblicher Bedeutung.
- 23 Die umstrittene Frage, ob die Sittenwidrigkeit darüber hinaus ein eigennütziges Verhalten des Anspruchsgegners erfordert,<sup>30</sup> kann dahinstehen. Da V maßgeblich an der F-AG beteiligt war, ist von der Eigennützigkeit seines Verhaltens auszugehen. Die Veranlassung der Ad-hoc-Mitteilung war sittenwidrig.

#### **3. Vorsatz**

- 24 V müsste des Weiteren vorsätzlich gehandelt haben. Der Vorsatz muss sich dabei auf den Schaden, auf die die Sittenwidrigkeit begründenden Umstände und auf die Kausalität des eigenen Verhaltens beziehen.<sup>31</sup> Eventualvorsatz (*dolus eventualis*) ist ausreichend.<sup>32</sup> Bezogen auf die Veröffentlichung falscher Ad-hoc-Mitteilungen setzt § 826 BGB daher voraus, dass der Anspruchsgegner die Unrichtigkeit der Mittei-

---

<sup>26</sup> HK-KapMarktStrafR/Zieschang StGB § 263 Rn. 94, 106ff.

<sup>27</sup> Vgl. BGHZ 160, 149 = AG 2004, 546 – Infomatec I.

<sup>28</sup> So schon RGZ 48, 114 (124).

<sup>29</sup> Staudinger/Oechsler BGB § 826 Rn. 523.

<sup>30</sup> Näher dazu Staudinger/Oechsler BGB § 826 Rn. 523 mwN.

<sup>31</sup> MüKoBGB/Wagner BGB § 826 Rn. 26.

<sup>32</sup> MüKoBGB/Wagner BGB § 826 Rn. 27.

lung zumindest für möglich hielt und billigend in Kauf nahm, dass darauf vertrauende Anleger durch die Veröffentlichung auf falscher Tatsachengrundlage zum Kauf oder Verkauf motiviert werden.<sup>33</sup> Diese Voraussetzungen liegen hier vor. V wusste, dass die von ihm veranlasste Meldung objektiv unrichtig war. Weiterhin war ihm bewusst, dass mit der Mitteilung die Anlageentscheidungen potenzieller Anleger beeinflusst werden. Er handelte somit vorsätzlich iSd § 826 BGB.

#### 4. Ersatzfähiger Schaden

Fraglich ist, welche Schäden die jeweiligen Anspruchsteller A, B und C ersetzt verlangen können. Dabei ist zwischen dem **Vertragsabschlussschaden** und dem **Kursdifferenzschaden** zu unterscheiden. 25

##### a) Vertragsabschlussschaden

Der Ersatz des Vertragsabschluss Schadens zielt auf die Erstattung des gezahlten Kaufpreises gegen Übertragung der erworbenen Aktien ab. Er stellt die Naturalrestitution (§ 249 Abs. 1 BGB) unter die Annahme, dass der Anleger ohne die schädigende Handlung keinen Vertrag über den Erwerb der Aktien abgeschlossen hätte. Könnten A, B und C Ersatz des Vertragsabschluss Schadens geltend machen, würde das bedeuten, dass V ihnen den vollen Kaufpreis iHv jeweils 10.000 EUR erstatten müsste. Im Gegenzug wären A, B und C zur Übertragung der erworbenen Aktien an V verpflichtet. Fraglich ist jedoch, ob (1.) der Ersatz des Vertragsabschluss Schadens als Rechtsfolge des § 826 BGB grundsätzlich in Betracht kommt (→ Rn. 27) und wenn ja, ob (2.) im konkreten Fall in Bezug auf die Anspruchsteller die notwendigen Kausalitätsanforderungen erfüllt sind (→ Rn. 29 ff.). 26

##### aa) Grundsätzliche Ersatzfähigkeit des Vertragsabschluss Schadens

Teilweise wird die Ersatzfähigkeit des Vertragsabschluss Schadens generell abgelehnt, da der Schädiger durch eine entsprechende Ersatzpflicht das allgemeine Marktrisiko aufgebürdet bekomme.<sup>34</sup> Letzteres folgt daraus, dass der Anleger, der seine Aktien gegen Erstattung des gezahlten Kaufpreises zurückgeben kann, unter Umständen auch für Verluste kompensiert wird, die nicht auf der falschen Ad-hoc-Mitteilung, sondern auf durch andere Faktoren ausgelösten Kursrückgängen (zB negative konjunkturelle Entwicklung) beruhen. Die herrschende Meinung geht jedoch zu Recht davon aus, dass dieser Aspekt der Zulässigkeit der Geltendmachung des Vertragsabschluss Schadens nicht entgegensteht.<sup>35</sup> Sofern der Kaufentschluss auf der Fehlinformation beruht, ist es konsequent und angemessen, den Anleger von allen daraus resultierenden Nachteilen freizustellen und ihm auch das allgemeine Marktrisiko abzunehmen. Für eine Einschränkung des insoweit eindeutigen Wortlauts der §§ 249 ff. BGB besteht kein Anlass. 27

Für A, B und C besteht daher grundsätzlich die Möglichkeit, von V die Erstattung ihrer Erwerbskosten Zug um Zug gegen Übertragung der Aktien zu verlangen. 28

<sup>33</sup> BGHZ 160, 149 Rn. 47 = NJW 2004, 2971 (2973) – Infomatec I; BGH NJW 2004, 2668 (2670); Staudinger/Oechsler BGB § 826 Rn. 530; *Buck-Heeb* KapMarktR § 6 Rn. 583.

<sup>34</sup> *Fuchs/Dübn* BKR 2002, 1063 (1067 ff.).

<sup>35</sup> BGHZ 160, 149 Rn. 40 ff. = NJW 2004, 2971 (2972) – Infomatec I; BGH NJW 2005, 2450 (2451); Staudinger/Oechsler BGB § 826 Rn. 528; MüKoBGB/Wagner BGB § 826 Rn. 113 ff.; zusammenfassend *Buck-Heeb* KapMarktR § 6 Rn. 588.



### **bb) Transaktionskausalität**

- 29 Der Ersatz des Vertragsabschlusschadens zielt darauf, den Vertragsabschluss rückgängig zu machen und impliziert daher die Vorstellung, bei der Entscheidung des Anlegers, die Aktien zu kaufen, handele es sich um den primär im Rahmen des § 826 BGB maßgeblichen Schaden. Folglich besteht Einigkeit darüber, dass der Ersatz des Vertragsabschlusschadens nur in Betracht kommt, wenn ein Kausalzusammenhang zwischen der vom Anspruchsgegner veranlassten Fehlinformation und der Kaufentscheidung besteht (sog. Transaktionskausalität).<sup>36</sup>

#### **(1) Erfordernis der Transaktionskausalität**

- 30 Insoweit ist zwischen den drei Anspruchstellern zu differenzieren. A hat die Aktien in Kenntnis der Ad-hoc-Mitteilung erworben. In seiner Person ist das Erfordernis der Transaktionskausalität daher erfüllt. C hatte demgegenüber nachweisbar keine Kenntnis von der Ad-hoc-Mitteilung, sodass in seinem Fall keine Transaktionskausalität gegeben ist. B schließlich hatte zwar Kenntnis von der Ad-hoc-Mitteilung, kann dies jedoch nicht beweisen. Nach den allgemeinen Grundsätzen der Beweislastverteilung, wonach der Anspruchsteller das Vorliegen aller Anspruchsvoraussetzungen zu beweisen hat,<sup>37</sup> geht die Beweisnot zulasten des B.

#### **(2) Beweiserleichterungen**

- 31 Möglicherweise kommen B jedoch Beweiserleichterungen zugute. Teilweise wird vertreten, Anleger könnten sich hinsichtlich der Transaktionskausalität auf den Beweis des ersten Anscheins berufen.<sup>38</sup>
- 32 Dabei beruft man sich auf die Figur der Anlagestimmung, die besagt, dass typischerweise ein zumindest mittelbarer Zusammenhang zwischen der falschen Kapitalmarktinformation und dem Kaufentschluss besteht.<sup>39</sup> Die Figur der Anlagestimmung wurde vom BGH für den Bereich der Emissionsprospekthaftung entwickelt.<sup>40</sup> Ein Emissionsprospekt erzeuge, indem es die Einschätzung des Wertpapiers in Fachkreisen mitbestimmt, bei Interessenten eine sog. Anlagestimmung. Diese Anlagestimmung sei typischerweise ursächlich für den Kaufentschluss der Anleger, und zwar unabhängig davon, ob diese beim Erwerb der Aktien Kenntnis vom Emissionsprospekt hatten. Hiernach wird folglich ein mittelbarer Kausalzusammenhang zwischen der falschen Kapitalmarktinformation und der Anlageentscheidung vermutet.<sup>41</sup> (Zur neueren Rechtsprechung des BGH zum Prospektrecht vgl. → Fall 4 Rn. 14 ff.).

---

<sup>36</sup> Ausführlich zur Transaktionskausalität *Leuschner* ZIP 2008, 1050 (1051 ff.); s. auch MüKoBGB/*Wagner* BGB § 826 Rn. 121. Der BGH spricht insoweit – leicht missverständlich – von einer „haftungsbegründenden Kausalität“. Tatsächlich ist unter diesem Begriff nach allgemeinem Verständnis das Kausalitätsverhältnis zwischen Handlung und Rechtsgutverletzung im Rahmen des § 823 Abs. 1 BGB zu verstehen. Da § 826 BGB jedoch keine den Schaden vermittelnde Rechtsgutverletzung fordert, handelt es sich bei der Transaktionskausalität um eine Ausprägung der haftungsausfüllenden Kausalität.

<sup>37</sup> BGH NJW 1999, 352 (353); HK-ZPO/*Saenger* ZPO § 286 Rn. 58.

<sup>38</sup> Vgl. etwa *Findeisen/Backhaus* WM 2007, 100 ff.

<sup>39</sup> BGH NJW 1998, 3345.

<sup>40</sup> BGH NJW 1998, 3345; dazu auch *Langenbacher* AktKapMarktR § 14 Rn. 69 f.

<sup>41</sup> Vgl. *Leuschner* ZIP 2008, 1050 (1052 f.).



Teilweise wird in diesem Zusammenhang aber auch auf die aus den USA stammende Fraud-on-the-Market Theory abgestellt.<sup>42</sup> Diese beruht auf den Annahmen der Effizienzmarkthypothese (Efficient Capital Markets Hypothesis), dass entwickelte Kapitalmärkte informationseffizient sind, dh alle öffentlichen (auch unrichtigen) Informationen jeweils in den Kursen enthalten sind. Folglich würden auch diejenigen Anleger getäuscht, die die falsche Ad-hoc-Mitteilung gar nicht kannten. Denn sie hätten jedenfalls auf die korrekte Preisbildung vertraut. **33**

Der BGH hat demgegenüber zu Recht die Annahme einer entsprechenden Beweiserleichterung abgelehnt.<sup>43</sup> Dies gilt auch für Kapitalmarktinformationen, die als extrem unseriös einzustufen sind.<sup>44</sup> Die Rechtsfigur des Anscheinsbeweises findet nur in Bereichen Anwendung, in denen ein bestimmter Sachverhalt nach der Lebenserfahrung auf das Hervorrufen bestimmter Folgen schließen lässt. Sie setzt also einen typischen Kausalverlauf zwischen Handlung und Schaden voraus.<sup>45</sup> Der Anschein eines unmittelbaren Zusammenhangs zwischen Ad-hoc-Mitteilung und Vertragsabschluss ist zu verneinen, da die Ad-hoc-Mitteilung vom durchschnittlichen Anleger typischerweise gerade nicht gelesen wird.<sup>46</sup> Weder die Figur der Anlagestimmung noch die Fraud-on-the-Market Theory vermögen das Gegenteil zu begründen. Bezüglich ersterer ist zwar zu konzedieren, dass sich viele Anleger von steigenden Kursen „anstecken“ lassen und daher ein durch eine Falschmitteilung bewirkter Kursanstieg mittelbar Kaufentschlüsse auslösen mag. Dass typischerweise alle Kaufentschlüsse dergestalt motiviert sind, erscheint jedoch fernliegend.<sup>47</sup> Es gibt durchaus auch Anleger, deren Kaufentschluss auf einer Diversifikationsstrategie – wie im Fall des C – oder der Analyse von Fundamentalwerten beruht. Gegenteiliges folgt auch nicht aus der Fraud-on-the-Market Theory. Ihr Erklärungsansatz war nie darauf gerichtet, einen Kausalzusammenhang zwischen der Fehlinformation und dem Kaufentschluss darzulegen. Die Fraud-on-the-Market Theory erklärt nur, weshalb auch diejenigen Anleger geschädigt werden, die unabhängig von der Fehlinformation Aktien erworben haben, dh sie zielt auf den Kausalzusammenhang zwischen der Fehlinformation und dem Vermögensschaden. **34**

Es bleibt somit dabei, dass B die Transaktionskausalität beweisen muss. Da ihm dies nicht gelingt, kann er den Vertragsabschlussschaden nicht geltend machen. **35**

### cc) Keine weiteren Kausalitätserfordernisse

Im Zusammenhang mit dem Ersatz des Vertragsabschluss Schadens sind keine weiteren Kausalitätserfordernisse zu erfüllen. Insbesondere ein Kausalzusammenhang zwischen der Fehlinformation und dem Kurs zum Zeitpunkt des Kaufs, der unter der Bezeichnung „Preiskausalität“ bzw. „Schadenskausalität“ im Zusammenhang mit dem Kursdifferenzschaden diskutiert wird (→ Rn. 44), spielt an dieser Stelle keine Rolle. Wie eingangs ausgeführt (→ Rn. 27), basiert die Geltendmachung des **36**

<sup>42</sup> Vgl. *Langenbucher* AktKapMarktR § 14 Rn. 69f.; *Klöhn* ZHR 2014, 671ff.; *Findeisen/Backhaus* WM 2007, 100 (106).

<sup>43</sup> So mit Blick auf §§ 37b, 37c WpHG (§§ 97, 98 nF) auch BGHZ 192, 90 Rn. 61 = NJW 2012, 1800 (1807) – IKB; ebenso zuvor BGHZ 160, 134 Rn. 41 = NJW 2004, 2664 (2666) – Infomatec I; dem zust. etwa *Poelzig* KapMarktR § 18 Rn. 539.

<sup>44</sup> BGH NJW-RR 2013, 1448 (1451); *Estermann* BB 2013, 2004.

<sup>45</sup> HK-ZPO/Saenger ZPO § 286 Rn. 41f.

<sup>46</sup> *Buck-Heeb* KapMarktR § 6 Rn. 565.

<sup>47</sup> BGHZ 160, 134 Rn. 45f. = NJW 2004, 2664 (2666f.) – Infomatec I.

Vertragsabschlusschadens auf der Annahme, dass der Kaufentschluss als solcher einen Schaden darstellt. Insoweit genügt es, dass die Fehlinformation für den Kaufentschluss ursächlich war (Transaktionskausalität).

**dd) Mitverschulden wegen unterlassener Veräußerung**

- 37 Der folglich in der Person des A grundsätzlich bestehende Anspruch gegen V auf Erstattung von 10.000 EUR gegen Übertragung der Aktien ist unter dem Gesichtspunkt des Mitverschuldens nicht deshalb zu kürzen, weil er die Aktien nicht unmittelbar im Anschluss an die Kenntniserlangung der falschen Ad-hoc-Mitteilung abstieß und es in der Folge zu weitergehenden Verlusten kam. Ein entsprechender Mitverschuldensvorwurf käme nur dann in Betracht, wenn die zukünftige Kursentwicklung einer Aktie vorhersehbar wäre. Das ist aber nicht der Fall.<sup>48</sup>

**ee) Zwischenergebnis**

- 38 A kann von V Ersatz des Vertragsabschlusschadens verlangen. V hat A 10.000 EUR Zug um Zug gegen die Rückübertragung der Aktien zu zahlen. B und C haben keinen Anspruch auf Ersatz des Vertragsabschlusschadens.

**b) Kursdifferenzschaden**

- 39 Als Rechtsfolge des § 826 BGB kommt aber auch der Ersatz des Kursdifferenzschadens in Betracht. Unter einem Kursdifferenzschaden versteht man im Wesentlichen den Unterschiedsbetrag zwischen dem tatsächlichen Erwerbspreis und dem Erwerbspreis, den der Anleger bei pflichtgemäßem Publizitätsverhalten entrichtet hätte. Die grundsätzliche Zulässigkeit der Geltendmachung des Kursdifferenzschadens ist unbestritten. Fraglich ist jedoch, welche Kausalitätsanforderungen zu stellen sind und wie sich die Schadenshöhe im Einzelnen berechnet.

**aa) Transaktionskausalität**

- 40 Es ist umstritten, ob auch der Ersatz des Kursdifferenzschadens Transaktionskausalität voraussetzt. Der BGH bejaht dies. Da die Informationsdeliktshaftung dem „Schutz der Integrität der Willensbildung“ diene, sei unabhängig von der Geltendmachung bestimmter Schadenspositionen stets ein Kausalzusammenhang zwischen Handlung und Kaufentschluss erforderlich.<sup>49</sup> Entsprechend dem Vorgesagten könnte hiernach nur A den Kursdifferenzschaden geltend machen.
- 41 In der Literatur wird hingegen überwiegend die Auffassung vertreten, die Transaktionskausalität sei nur bei der Geltendmachung des Vertragsabschlusschadens erforderlich.<sup>50</sup> Für die Geltendmachung des Kursdifferenzschadens genüge der Kausalzusammenhang zwischen der Fehlinformation und dem Kursdifferenzschaden (sog. Schadenskausalität; vgl. näher → Rn. 44).<sup>51</sup> Legt man diese Auffassung zugrunde, könnten neben A auch B und C den Ersatz des Kursdifferenzschadens

---

<sup>48</sup> So im Ergebnis die hM (unter anderem Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser WpHG § 98 Rn. 141), die dies mit dem Nichtbestehen einer Kursbeobachtungs- und Verkaufsobliegenheit des Anlegers begründet.

<sup>49</sup> BGHZ 160, 134 Rn. 45 = NJW 2004, 2664 (2667) – Infomatec I.

<sup>50</sup> Ausführlich Leuschner ZIP 2008, 1050 (1054 ff.); s. auch Klöhn AG 2014, 807 (813); MüKoBGB/Wagner BGB § 826 Rn. 121 mwN.

<sup>51</sup> Zur Parallelproblematik bei § 37b aF WpHG (= § 97 nF WpHG): BGHZ 192, 90 Rn. 67 = NJW 2012, 1800 (1807) – IKB.