

12/2015

S. 753–820, ART.-NR. 643–693

Dezember 2015

RuSt 2015

„Die RuSt in Rust“ vereint seit 19 Jahren
Österreichs führende Juristen & Steuerexperten

RdW

ÖSTERREICHISCHES RECHT DER WIRTSCHAFT

Herausgeber: Wilma Dehn, Werner Doralt, Gunter Mayr,
Christian Nowotny, Franz Schrank

WIRTSCHAFTSRECHT

- » **Hans-Georg Koppensteiner:** Gibt es in Österreich einen Nachteilsausgleich?
- » **Claudia Reith:** In Kraft: Die neue europäische Insolvenzverordnung
- » **Alexander Schopper/Benedikt Wallner:** RuSt 2015: Anlegerschutz im österreichischen Kapitalmarktrecht
- » **Walter G. Paefgen/Elke Napokoj:** RuSt 2015: „Compliance“ als gesellschaftsrechtliche Organpflicht?

ARBEITSRECHT

- » **Matthias Unterrieder:** Konkurrenzklauseln und Ausbildungskosten: Änderungen für neue Vereinbarungen
- » **Andreas Gerhartl:** Ausländerbeschäftigung: Aktuelle Probleme durch Stillhalteklausele

STEUERRECHT

- » **Gunter Mayr:** Rückstellung für Rekultivierung von Skigebieten
- » **Georg Kofler/Florian Rosenberger:** RuSt 2015: Internationales Steuerrecht – Highlights
- » **Bernhard Kuder/Christine Weinzierl:** RuSt 2015: Update Umsatzsteuerrecht – Highlights

Univ.-Prof. Dr. Alexander Schopper/Dr. Benedikt Wallner • Innsbruck/Wien

Aktuelle Fragen des Anlegerschutzes im österreichischen Kapitalmarktrecht

RuSt 2015

19. Jahresforum für Recht und Steuern

» RdW 2015/656

Der Beitrag¹ nimmt die Entscheidung OGH 9 Ob 26/14k zum Anlass, einige aktuelle Fragen des Anlegerschutzes im österreichischen Kapitalmarktrecht zu untersuchen.

1. Einleitung

Die Entscheidung OGH 9 Ob 26/14k² enthält bemerkenswerte Aussagen zur Beweislastverteilung für den Schadenersatzan-

spruch eines Anlegers gegen den Emittenten, wenn der Anleger seinen Anspruch auf einen Verstoß gegen die Ad-hoc-Meldepflicht gem § 48d Abs 1 BörseG stützt. Allerdings hat der OGH in dieser Entscheidung auch einige Fragen offengelassen, die im konkreten Verfahren wie auch in unzähligen Parallel- und Folgeverfahren von Bedeutung sind. Dieser Beitrag beleuchtet zentrale Aussagen der Entscheidung und entwickelt unterschiedliche Lösungsansätze für einige offene Fragen.

2. Ad-hoc-Meldepflicht ist Schutzgesetz

Wenig überraschend ist an der erwähnten Entscheidung zunächst, dass der 9. Senat die Ad-hoc-Meldepflicht als ein Schutzgesetz iSd § 1311 ABGB qualifiziert, steht dies doch im Einklang

¹ Der vorliegende Beitrag ist ein um Fußnoten ergänzter schriftlicher Auszug aus einem Vortrag, den die Verfasser auf der Jahrestagung für Recht und Steuern 2015 in Rust gehalten haben.

² OGH 20. 3. 2015, 9 Ob 26/14k, ÖBA 2015, 755 (*Sindelar*) = VbR 2015, 125 (*F. Schuhmacher*) = RdW 2015, 428; vgl dazu auch *G. Graf*, Voraussetzungen und Rechtsfolgen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität, *ecolex* 2015, 841.



mit der überwiegenden Ansicht in der Literatur³ und mit der Vorjudikatur des OGH.⁴

Bei der Übertretung eines Schutzgesetzes entspricht es der stRsp, dass der Geschädigte nur die Übertretung und den Eintritt des Schadens beweisen muss. Es bedarf keines strikten Nachweises des Kausalzusammenhangs.⁵ Das führt jedoch regelmäßig nicht zur Beweislastumkehr, sondern lediglich zur Beweiserleichterung iSd Anscheinsbeweises, wenn und weil konkrete Beweise vom Beweispflichtigen billigerweise nicht erwartet werden können. Schon ein Geschehensablauf, der nach der Lebenserfahrung für einen bestimmten Kausalzusammenhang typisch ist, weist prima facie ausreichend auf die Kausalität der zu beweisenden Tatsache hin. Dabei muss es freilich nicht bleiben: Der Schädiger kann diesen einmal erweckten Anschein wieder zerstören, einfach indem er nachweist, dass der typische Geschehensablauf im konkreten Fall nicht zwingend ist und die ernsthafte Möglichkeit eines anderen, atypischen Geschehensablaufs besteht. Ein Non-liquet ginge dann zulasten des Geschädigten.

Der 9. Senat erteilt sodann der vereinzelt vertretenen Meinung eine Absage, dass etwa nur Preisschäden des Anlegers im Schutzzweck der Norm liegen (Kursdifferenz-, Preisschaden), nicht aber auch die Integrität der Willensentschließung des einzelnen Anlegers (Vertragsabschlussschaden): Diese Sichtweise sei „zu eng, weil der Bereichsöffentlichkeit veranlagungsrelevante Informationen gleichmäßig auch und gerade deshalb zur Verfügung gestellt werden sollen, damit sie einen verständigen Anleger frühzeitig erreichen und von ihm als Teil seiner Anlegerentscheidungen genutzt werden können.“⁶ Daher ist grundsätzlich auch die Willensbildung des einzelnen Anlegers Schutzgut der Ad-hoc-Meldepflicht iSd § 48d BörseG. In diesem Zusammenhang ist dann aber auch zu bedenken, dass nach der Rsp der Anscheinsbeweis dort ausgeschlossen ist, wo der Kausalverlauf durch den individuellen Willensentschluss eines Menschen bestimmt werden kann.⁷ Da es sich beim Kauf- oder Verkaufentschluss eines Anlegers um einen individuellen Willensentschluss handelt, scheidet die oben angesprochene Beweiserleichterung bei Ad-hoc-Meldepflichtverstößen nach Teilen der Lehre von vornherein aus.⁸

Geradezu richtungsweisend erweisen sich dann die Ausführungen des OGH zur Beweislast in Bezug auf die Kausalität eines Verstoßes gegen die Ad-hoc-Meldepflicht für den vom Anleger geltend gemachten Schaden. Freilich muss man eine Besonderheit sehen, die die Entscheidung eingangs⁹ noch extra hervorhebt: Auf den tatsächlichen Eintritt einer (erheblichen) Kursbeeinflussung kommt es hier wegen der Tatbildlichkeit der *Insider-Information* nicht an, sondern nur auf die *Eignung* zu einer erheblichen Kursbeeinflussung. „Dass nachträglich kein Einfluss einer Meldepflichtverletzung auf den Kursverlauf feststellbar ist, nimmt der Information daher noch nicht ihren Charakter als *Insider-Information*, über die der Markt in Kenntnis zu setzen gewesen wäre.“ Das hat für die Betrachtung der Kausalität zur Folge, dass sie nicht zwischen verpönten Verhalten und Kursverlauf, sondern zwischen verpönten Verhalten und Anlageentschluss bestehen muss.¹⁰ Und diesen – langen – Weg sieht sich die Entscheidungsbesprechung einmal genauer an.

3. Beweislast für die haftungsbegründende Kausalität

3.1. Zur Anlagestimmung

Abermals¹¹ enthält auch diese Entscheidung „mangels konkretem Klagsvorbringen“ keine expliziten Erwägungen zur Anlagestimmung. Das ist schade, weil der Begriffshof dieser aus Deutschland stammenden Rechtsfigur denkbar weit und unscharf ist. Da ihr Vorliegen zu beweisen hat, wer sich auf die Anlagestimmung beruft,¹² der Kläger dies vorliegend aber unterlassen hat, konnte der OGH gar nicht näher darauf eingehen.

Nach der Ansicht des 9. Senats ist das Vorliegen eines Kausalzusammenhangs zwischen dem Verstoß gegen die Ad-hoc-Meldepflicht und der Anlageentscheidung erforderlich. „Für den Schadenersatzanspruch muss der Erwerbentschluss des Anlegers auf der unwahren oder hier: der unterlassenen Veröffentlichung einer *Insider-Information* beruhen [...]“.¹³ Der OGH löst die damit verbundene Frage, wer die Kausalität in diesem Zusammenhang zu beweisen hat, durch Heranziehung allgemeiner Regeln zur Beweislastverteilung für den Kausalzusammenhang.¹⁴ Da-

3 Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² § 20 Rz 16; Rüdfler, Kapitalmarktrechtliche Informations- und Verhaltenspflichten als Schutzgesetze? GES 2010, 116; F. Schuhmacher, GesRZ 2012, 258 (Entscheidungsanmerkung); Wallner, Wege des Anlegerwissens beim Etikettenschwindel, VbR 2014/87, 147; aA Enzinger, Grundlagen und Voraussetzungen der Haftung für Erklärungen an die Öffentlichkeit, insb im Kapitalmarktrecht, in FS Straube (2009) 19 (33 ff); Harrer, Zivilrechtliche Irritationen im Kapitalmarktrecht, ZFR 2011, 9 (9 ff); zweifelnd Schopper, Ad-hoc-Meldepflicht als Schutzgesetz, ÖBA 2014, 495 ff.

4 OGH 15. 3. 2012, 6 Ob 28/12d, ÖBA 2012, 548 = GesRZ 2012, 252 (F. Schuhmacher) = EvBl 2012, 763 (Csoklich); 8 Ob 104/12w, ÖBA 2013, 438; RIS-Justiz RS0127724.

5 RIS-Justiz RS0022474; RS0027462.

6 OGH 20. 3. 2015, 9 Ob 26/14k, bei Rz I.4.

7 RIS-Justiz RS0040288.

8 Siehe Schopper, ÖBA 2014, 495 (503); im Ergebnis nun auch OGH 20. 3. 2015, 9 Ob 26/14k, mit der Ausnahme für die Unterlassung einer

Ad-hoc-Meldung über „besonders gravierende Informationen“ (dazu sogleich).

9 OGH 20. 3. 2015, 9 Ob 26/14k, bei Rz I.2.

10 Umgekehrt folgt daraus nach Teilen der Lehre aber auch, dass ein Vertrauen auf die tatsächlich richtige Kursbildung nicht vom Schutzzweck der Ad-hoc-Publizität erfasst ist. Gestützt auf § 48d Abs 1 BörseG iVm § 1311 ABGB kann ein Anleger daher nicht die „Naturalrestitution“ verlangen, weil er beim Kaufentschluss auf einen ihm vorgelegten Kurschart der Aktie aus den letzten Jahren vertraut hat, der sich bei ordnungsgemäßem Ad-hoc-Publizitätsverhalten des Emittenten als wesentlich volatiler dargestellt hätte, was den Anleger von seinem Kaufentschluss abgehalten hätte. Vgl dazu näher Schopper, ÖBA 2014, 495 (504).

11 Wie zuvor schon OGH 2 Ob 41/14i, 8 Ob 105/13v, 4 Ob 5/13v, auf welche diese Entscheidung hinweist.

12 Wallner, VbR 2014/87, 147 (148) mwN.

13 OGH 20. 3. 2015, 9 Ob 26/14k, bei Rz I.5.

14 Ebenso Schopper, ÖBA 2014, 495 (502 f); vgl nunmehr auch Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² § 20 Rz 23 f.



rauf ist sogleich zurückzukommen. UE wird dadurch einem solchen Verständnis der sogenannten Anlagestimmung eine Absage erteilt, wonach eine (in Deutschland gesetzliche) Annahme bestehe, dass ein Erwerb innerhalb eines bestimmten Zeitraums (in Deutschland sechs Monate) nach dem Verstoß gegen eine kapitalmarktrechtliche Informationspflicht jedenfalls in einem Kausalzusammenhang mit dem Verstoß steht: Hat der Anleger das Papier in diesem kritischen Zeitraum erworben, ist der Kausalbeweis somit nicht durch Anwendung der allgemeinen Regeln zur Beweislastverteilung zu lösen, sondern der beklagte Emittent hat sich freizubeweisen. Das ist für Österreich weiterhin abzulehnen und – wie die besprochene Entscheidung zeigt – auch nicht erforderlich, um Kausalitätsprobleme zu lösen. Versteht man hingegen mit Teilen der Lehre die Anlagestimmung¹⁵ als Gesamtheit der typischerweise multikausalen Ursachen, die letztlich zur Anlageentscheidung geführt haben,¹⁶ so bleibt zwar die Beweislast (bei allen noch zu besprechenden Erleichterungen) beim geschädigten Anleger. Der Beweis ist dann aber differenziert zu führen.

3.2. Beweisthema I: Kenntniserlangung des Anlegers von der Ad-hoc-Meldung

Der 9. Senat unterscheidet bei der Kausalitätsprüfung – und das ist eine grundlegende und zutreffende Weichenstellung der besprochenen Entscheidung – zwei Beweisthemen: Erstens, ob der Anleger bei rechtskonformer Einhaltung der gebotenen Ad-hoc-Meldepflicht überhaupt vom Inhalt der Ad-hoc-Meldung erfahren hätte. Nur wenn dies bejaht werden kann, stellt sich zweitens die Frage, ob der Anleger dann eine andere (oder keine) Veranlagungsentscheidung getroffen hätte. Diese zweite Frage, betreffend den Willensentschluss zur Veranlagungsentscheidung selbst, hat dann wiederum zwei Konsequenzen:

- Erstens kommt *dafür* kein Anscheinsbeweis mehr infrage, weil sich ein Anleger nach stRsp in Bezug auf seine eigene Willensentscheidung in keinem Beweisnotstand befindet.¹⁷
- Und zweitens wäre die – nach dem Regelbeweismaß zu treffende – Feststellung der entsprechenden Willensentscheidung des Anlegers – als eine Frage der Beweiswürdigung – nicht mehr revisibel.¹⁸

Den ersten Nachweis, also dass der Anleger bei Einhaltung der gebotenen Meldepflicht Kenntnis von der „richtigen“ Ad-hoc-Meldung erlangt hätte, hat grundsätzlich der Anleger zu erbringen. Dabei muss der Anleger nicht unbedingt beweisen, dass er selbst die Ad-hoc-Meldung gelesen hätte, sondern es reicht aus, dass diese Meldung beispielsweise dem vom Anleger zurate gezogenen Anlageberater zur Kenntnis gelangt wäre und dieser dann die Information an den Anleger weitergegeben hätte (*Kausalitätskette*).¹⁹ Der OGH lässt sogar – neben dem Anlageberater – noch alle weiteren denkbaren Ursachenwege zu, über die der Geschädigte Kenntnis hätte erlangen können, bis hin zur Kenntniserlangung „über die Medien“. Er verlangt aber konkrete Behauptungen dafür, die auch inhaltlicher Überprüfung standhalten. So sei es zwar „bei ausreichend gravierenden Informationen“ durchaus plausibel, dass sie sich nicht nur in der Bereichsöffentlichkeit über Finanzintermediäre verbreiten, sondern auch Eingang in die allgemeinen Medien (Fernsehen, Zeitungen etc) finden. Jedenfalls war die Ermächtigung der M**** Bank AG zum Rückkauf von 29,9 % der Zertifikate der Beklagten nach Ansicht des OGH keine so gravierende, die allgemeine Aufmerksamkeit erregende Mitteilung.

Unschärf ist allerdings der in diesem Zusammenhang vom 9. Senat herangezogene Beleg mit unrichtigen Bestätigungsmerkern: Ad-hoc-Meldepflichtverstöße (und auch Prospektmängel) unterscheiden sich grundlegend vom unrichtigen Bestätigungsvermerk, der eine standardisierte Information darstellt. Die Nichterteilung oder Einschränkung eines Bestätigungsvermerks mag eine standardisierte Warnfunktion für die Marktteilnehmer haben. Ob und wie die Marktteilnehmer eine bestimmte Ad-hoc-Meldung bei rechtzeitiger oder inhaltlich korrekter Veröffentlichung aufgenommen hätten, lässt sich in aller Regel aber nicht generell beantworten.²⁰

Dieser Beweis ist weiterhin, als Beweis des hypothetischen Kausalverlaufs bei einer (angeblichen) Schädigung durch Unterlassen, durch ein herabgesetztes Beweismaß gekennzeichnet, verglichen mit dem Nachweis der Verursachung bei einer Schadenszufügung durch positives Tun. Denn die Frage, wie sich die Geschehnisse entwickelt hätten, wenn der Schädiger pflichtgemäß gehandelt hätte, lässt sich naturgemäß nie mit letzter Sicherheit beantworten, weil dieses Geschehen eben nicht stattgefunden hat.²¹

¹⁵ Vielleicht sollte der Begriff besser vermieden werden: Eine „Stimmung“ mag bei romantischen Abendessen oder kreativen Fotos eine Rolle spielen, während es bei der Haftung für kapitalmarktrelevante Informationen – wie der Name schon sagt – eben um Information geht, die entweder gegeben wurde und falsch war oder unterlassen wurde, obwohl sie zu geben von den Vorschritten geboten gewesen wäre. Ihren Inhalt zu ermitteln, erscheint bei Weitem aussichtsreicher als den Inhalt einer Stimmung.

¹⁶ In diesem Sinn *Friedrich*, Haftung bei fehlerhafter Ad-hoc-Publizität insb nach § 826 BGB 9 mwN; *Graf*, Die Prospekthaftung und der Kausalitätsbeweis des geschädigten Anlegers, GeS 2011, 203; *Kalss/Oppitz in Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005) 869; *Wallner*, VbR 2014/87, 147 (148).

¹⁷ Vgl RIS-Justiz RS0040288.

¹⁸ Näher dazu sogleich unter 3.3.

¹⁹ In diesem Sinn bereits *Graf*, GeS 2011, 203; *Schopper*, ÖBA 2014, 495 (503); *Wallner*, VbR 2014/87, 147 (148).

²⁰ Vgl *Schopper*, Keine Prospekthaftung ohne Vertrauen auf Prospektangaben, VbR 2014/127, 203; *Kalss*, Das Scheitern des Informationsmodells gegenüber privaten Anlegern, in *Kalss/Oberhammer*, Anlegeransprüche – Kapitalmarktrechtliche und prozessuale Fragen, 19. ÖJT II/1 (2015) 31.

²¹ RIS-Justiz RS0022900 [T14] uva. Es genügt daher die überwiegende Wahrscheinlichkeit, dass der Schaden auf das Unterlassen des pflichtgemäßen Handelns zurückzuführen ist (RIS-Justiz RS0110701 [T11]; RS0022700 [T5 und T7]). Dieses Kriterium liegt unter dem Regelbeweismaß der ZPO, nach dem für eine (Positiv-)Feststellung eine „hohe“ Wahrscheinlichkeit erforderlich ist (RIS-Justiz RS0110701 [T12]; 4 Ob 67/12z; *Rechberger* in *Fasching/Konecny*, ZPG III² Vor § 266 ZPO Rz 11, 13).



Der OGH untersucht zunächst²² die kausale Wirkung einer gebotenen, aber *unterlassenen* Information.²³ Anderes gilt sodann für die kausale Wirkung einer zwar gegebenen, aber *unrichtigen* (irreführenden) Information.²⁴ Wie soeben besprochen, muss man beim Beweisthema der Kenntniserlangung des Anlegers zwischen unrichtigen und unterlassenen Ad-hoc-Meldungen differenzieren. Dies folgt aus der Anwendung der soeben geschilderten Regel, wonach bei einer angeblichen Schädigung durch Unterlassen die Anforderungen an den Beweis des hypothetischen Kausalverlaufs geringer sind als jene an den Nachweis der Verursachung bei einer Schädigung durch aktives Tun. Für Unterlassungen reicht der Nachweis einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit, das Regelbeweismaß ist hier herabgesetzt, während für Schäden durch aktives Tun das Regelbeweismaß, mithin eine „hohe Wahrscheinlichkeit“ gefordert wird. Konkret folgt daraus: Bei einem angeblichen Schaden aufgrund einer unterlassenen Ad-hoc-Meldung genügt es, wenn der Anleger beweist, dass er bei rechtskonformer Veröffentlichung der Ad-hoc-Meldung diese mit „*überwiegender Wahrscheinlichkeit*“ zur Kenntnis genommen hätte. Für Schäden aufgrund einer unrichtigen oder irreführenden Ad-hoc-Meldung gilt das Regelbeweismaß der ZPO, dh dem Anleger muss die unrichtige Ad-hoc-Meldung mit hoher Wahrscheinlichkeit zur Kenntnis gelangt sein.

Die Unterscheidung zwischen unterlassener und unrichtiger Ad-hoc-Meldung kann im Einzelfall schwierige Abgrenzungsfragen aufwerfen, weil bei näherer Betrachtung die Veröffentlichung einer unrichtigen Ad-hoc-Meldung gleichzeitig auch eine „Unterlassung“ beinhalten wird, auch wenn der OGH das vorliegend nicht problematisiert: Wer nämlich eine unrichtige Ad-hoc-Meldung veröffentlicht, unterlässt es dabei in aller Regel auch, die an sich gebotene richtige Ad-hoc-Meldung zu veröffentlichen. Ob man bei einem Ad-hoc-Meldepflichtverstoß eine Schädigung durch aktives Tun oder durch eine Unterlassung annimmt, für die eine Beweiserleichterung gilt, ist dann wohl nur eine Frage der Perspektive. Das mag zwar für die meisten Fälle spitzfindig klingen, weil zumeist aus dem Sachverhalt und dem Vorbringen klar hervorleuchtet, welche konkrete Information in welcher konkreten Situation zu geben gewesen wäre, aber unterlassen wurde, oder zwar gegeben wurde, aber falsch und irreführend war. Aber die vorliegende Entscheidung des 9. Senats liefert ein anschauliches Beispiel des Problems:

Die beklagte Emittentin veröffentlichte am 27. 2. 2006 eine Ad-hoc-Meldung, wonach die vom 20. 2. 2006 bis 3. 3. 2006 angesetzte Kapitalerhöhung „erfolgreich beendet“ worden sei und sogar wegen Überzeichnung vorzeitig geschlossen werden musste. Tatsächlich wurden aber 37,8 % des Volumens der Kapi-

talerhöhung indirekt von der beklagten Emittentin selbst erworben, weil die Platzierung in diesem Umfang nicht am Markt erfolgen konnte. Das qualifiziert der OGH völlig zutreffend als eine „jedenfalls irreführende“ Information.²⁵ Gleichzeitig erblickt er eine Schädigung durch Unterlassung:²⁶ Die Tatsache, dass eine andere Gesellschaft im Zuge der Kapitalerhöhung 37,8 % des Volumens der Kapitalerhöhung mit Geldern der Beklagten erwerben musste, um eine vollständige Platzierung erreichen zu können, sei „darüber hinaus“ eine veröffentlichungspflichtige Insider-Information.²⁷

Die Frage der Kausalität der unrichtigen Meldung vom 27. 2. 2006 muss dann vorläufig offenbleiben, weil noch Feststellungen zu einem solchen Kausalverlauf – zusammengefasst in der Rechtsfigur der klägerischen „Kaufentscheidung bei korrekten Mitteilungen“²⁸ – fehlen. Auf einen Kurseinbruch, zu dem es bei rechtmäßigem Alternativverhalten gekommen wäre und der ihn von Nachkäufen abgehalten hätte, kann sich der beweispflichtige Kläger jedenfalls nicht stützen: Die dazu getroffenen Negativfeststellungen gehen nach dem Obgesagten zu seinen Lasten.²⁹

3.3. Beweisthema II: Willensentschluss des Anlegers

Gelingt der Nachweis der (hypothetischen) Kenntniserlangung des Anlegers von der Ad-hoc-Meldung, ist nach der zutreffenden Ansicht des OGH weiter zu fragen, ob der Anleger bei unterstellter Kenntnis der richtigen Ad-hoc-Meldung eine andere (oder keine) Veranlagungsentscheidung getroffen hätte. Die Beweislast dafür trifft wiederum den Anleger, wobei der OGH einem herabgesetzten Beweismaß die Absage erteilt und das Regelbeweismaß anwendet. Da es sich bei der Anlageentscheidung um einen Willensentschluss des Anlegers, also einen inneren Vorgang handelt, wäre die Annahme eines herabgesetzten Beweismaßes oder gar eines Anscheinsbeweises sachlich nicht gerechtfertigt. Im Übrigen steht die Ansicht des OGH im Einklang mit der stRsp zur Beweislast bei Schäden aufgrund von fehlerhafter Anlageberatung und der Prospekthaftung.³⁰

Wiederum ist zwischen unrichtigen und unterlassenen Ad-hoc-Meldungen zu differenzieren: Bei unrichtigen oder irreführenden Ad-hoc-Meldungen ist vom Anleger nachzuweisen, dass

22 „Zur Verletzung einer Ad-hoc-Meldepflicht im Juli 2005“, OGH 20. 3. 2015, 9 Ob 26/14k, zu Rz I.

23 „Im vorliegenden Fall müsste daher nach dem Beweismaß der überwiegenden Wahrscheinlichkeit feststehen, dass dem Kläger der Inhalt der unterlassenen Ad-hoc-Meldung bei Publikation zur Kenntnis gelangt wäre.“ OGH 20. 3. 2015, 9 Ob 26/14k, letzter Satz zu Rz I.8.

24 „Zur irreführenden Mitteilung vom 27. Februar 2006“, OGH 20. 3. 2015, 9 Ob 26/14k, zu Rz II.

25 OGH 20. 3. 2015, 9 Ob 26/14k, bei Rz II.2.

26 OGH 20. 3. 2015, 9 Ob 26/14k, bei Rz II.3.

27 Dies deswegen, „weil sie dem verständigen Anleger signalisiert hätte, dass auf dem Kapitalmarkt keine ausreichende Nachfrage bestand und die Kapitalerhöhung somit nicht erfolgreich – im Sinne einer Vollplatzierung – beendet werden konnte. Einer solchen Mitteilung wäre von Analysten und Anlegern zweifellos hohe Aufmerksamkeit gewidmet worden, in der Folge wäre sie als Teil von individuellen Veranlagungsentscheidungen genutzt worden. Schließlich zeigen auch die nach Bekanntwerden der Rückkäufe eingetretenen massiven Kursverluste, die später nicht wiedergutmacht wurden, dass die unterlassene Information tatsächlich veranlagungsrelevant war.“ OGH 20. 3. 2015, 9 Ob 26/14k, bei Rz II.3.

28 OGH 20. 3. 2015, 9 Ob 26/14k, bei Rz II.5.

29 OGH 20. 3. 2015, 9 Ob 26/14k, bei Rz II.4.

30 Vgl. *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² § 20 Rz 25; *Schopper*, ÖBA 2014, 495 (502).



er bei seiner Anlageentscheidung (auch) auf die unrichtige oder irreführende Ad-hoc-Meldung vertraut hat. Im Fall der bereits oben erwähnten Ad-hoc-Meldung vom 27. 2. 2006 müsste also vom Anleger bewiesen werden, dass er Wertpapiere des Emittenten (auch) deshalb erworben hat, weil er aufgrund der unrichtigen Ad-hoc-Meldung von einer erfolgreichen Kapitalerhöhung ausgegangen war. Der Anleger muss die unrichtige Ad-hoc-Meldung somit im Zeitpunkt seiner Anlageentscheidung nicht nur gekannt haben, sondern er muss seine Anlageentscheidung auch danach ausgerichtet haben. Bei einer unterlassenen Ad-hoc-Meldung ist vom Anleger nachzuweisen, dass er bei Kenntnis der ordnungsgemäß veröffentlichten Ad-hoc-Meldung eine andere Veranlagungsentscheidung getroffen hätte.

3.4. Relevanz für Prospekthaftung und informationsbasierte Marktmanipulation

Der 9. Senat hat die soeben erläuterte Zweiteilung der Beweisführung für die haftungsbegründende Kausalität vorliegend nur auf Ad-hoc-Meldepflichtverstöße angewandt. Es besteht aber kein Grund, bei einem Schadenersatzanspruch eines Anlegers gestützt auf eine Prospekthaftung nach § 11 KMG oder nach allgemein-zivilrechtlichen Grundsätzen davon abzuweichen. Vielmehr ist es zur Vermeidung von Wertungswidersprüchen sogar geboten, diesen Ansatz der Rsp fortan auch bei der Prospekthaftung anzuwenden. Grundsätzlich wird das auch für Schadenersatzansprüche von Anlegern aufgrund einer informationsbasierten Marktmanipulation³¹ als Schutzgesetz gelten, wobei gerade in diesem Bereich noch besonders viele Fragen offen sind, die Gegenstand einer eigenen Untersuchung sein sollten. Freilich ist nicht zu übersehen, dass §§ 48a–d BörseG – wie eingangs schon erläutert – und § 11 KMG unterschiedliche Tatbilder haben.

Für die Prospekthaftung nach § 11 KMG ist entscheidend, dass der geschädigte Anleger auf die Prospektangaben, die für die Beurteilung der Wertpapiere oder Veranlagungen erheblich sind, *vertraut hat* und ihm daraus ein Schaden entstanden ist.³² Das umfasst positive wie negative (unterlassene, aber gebotene) Information gleichermaßen. Denn ausdrücklich wird ja nicht nur das Vertrauen in die *Richtigkeit*, sondern auch in die *Vollständigkeit* der im Prospekt enthaltenen Angaben geschützt.³³ Daraus folgt die rechtliche Fiktion, dass nicht existiert, was im Prospekt nicht erwähnt ist. So wird aus der nicht enthaltenen (negativen) Information die transportierte Botschaft an den Anleger, ein bestimmter Sachverhalt, meistens eine bestimmte Gefährdungslage, liege nicht vor, was der positiven Information – etwa durch ausdrückliche Erwähnung des Gegenstands – vom Informationsgehalt her wohl gleichzuhalten ist. Die oben unter 3.2. geschilderte Problematik eines unterschiedlichen Beweismaßes für Schäden aus Unterlassung und aus aktivem Tun stellt sich dann nicht.

³¹ Vgl § 48a Abs 1 Z 2 lit c BörseG.

³² Vgl etwa Schopper, VbR 2014/127, 203.

³³ § 7 IVm § 11 KMG, § 131 InvFG sowie Emissionsprospekt-RL.

4. Zeitliche Beschränkung der Haftung wegen Ad-hoc-Meldepflichtverstößen

In der vorliegenden Entscheidung sah sich der 9. Senat nicht veranlasst, konkrete Ausführungen zu den zeitlichen Grenzen der schadenersatzrechtlichen Haftung für Ad-hoc-Meldepflichtverstöße zu machen. Die Notwendigkeit einer gewissen zeitlichen Begrenzung ergibt sich schon aus der ansonsten drohenden Gefahr einer uferlosen Haftung. Für die Beantwortung der Frage ist – ganz im Sinne der Dogmatik zur Schutzgesetzverletzung – der sachliche bzw modale Schutzbereich des § 48d Abs 1 BörseG zu ermitteln.³⁴ Generell liegt es bei jeder Haftung wegen eines Verstoßes gegen eine gesetzlich angeordnete Informationspflicht nahe, auf den vom Gesetz vorgesehenen Zeitraum für die verpflichtende Bereithaltung der betreffenden Information abzustellen. Für Ad-hoc-Meldepflichten ließe sich eine sachgerechte zeitliche Einschränkung aus § 5 Abs 2 VMV ableiten. Demnach müssen Ad-hoc-Meldungen sechs Monate lang auf der Internetseite des Emittenten abrufbar sein. Nach Ablauf dieses Zeitraums wird einer Ad-hoc-Meldung kein Informationswert mehr zugestanden, weil die Informationen danach gar nicht mehr bereitgestellt werden müssen. Es ist konsequent, dass daher nach der hL³⁵ Transaktionen von Anlegern, die nach dem Ablauf von sechs Monaten ab dem Zeitpunkt des Verstoßes gegen die Ad-hoc-Meldepflicht erfolgt sind, nicht mehr vom Schutzzweck der Norm erfasst sind. Da es sich um eine Frage des Schutzzwecks der Norm handelt und nicht um ein Problem des Kausalzusammenhangs, gilt diese zeitliche Einschränkung unabhängig von den Umständen des Einzelfalls, also insb auch unabhängig von der Gravität der Ad-hoc-Meldepflichtverletzung und vom Vorbringen des einzelnen Anlegers zur Kausalität.

5. Fragen der Schadensberechnung

5.1. Hypothetische Alternativveranlagung und analoge Anwendung des § 11 Abs 6 KMG

Der OGH wendet bei Anlegeransprüchen aufgrund eines Verstoßes gegen die Ad-hoc-Meldepflicht die Rechtsfigur der hypothetischen Alternativanlage an.³⁶ In der Literatur³⁷ wurde in diesem Zusammenhang bereits auf die Gefahr einer mit dem BörseG unvereinbaren Übermaßhaftung hingewiesen, wenn dem Anleger der Beweis einer gewinnbringenden Alternativveranlagung gelingt, mag es sich dabei um einen entgangenen Gewinn oder um einen positiven Schaden handeln. Dem könnte mit einer analo-

³⁴ Allgemein dazu Karollus, Funktion und Dogmatik der Haftung aus Schutzgesetzverletzung (1992) 341 ff; Karner in Koziol/Bydlinski/Bollenberger, ABGB⁴ § 1311 Rz 5 mwN.

³⁵ Vgl Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² § 20 Rz 19; Schopper, ÖBA 2014, 495 (501).

³⁶ Vgl OGH 20. 3. 2015, 9 Ob 26/14k, bei Rz II.7; 24. 3. 2015, 4 Ob 239/14x, EvBl 2015, 938 (Baumgartner) = ÖBA 2015, 763.

³⁷ A. Baumgartner, ÖJZ 2015, 942 (Entscheidungsanmerkung zu OGH 4 Ob 239/14x).



gen Anwendung von § 11 Abs 6 KMG auf die schadenersatzrechtliche Haftung des Emittenten für den Verstoß gegen sonstige Kapitalmarktinformationspflichten begegnet werden.

Nach § 11 Abs 6 KMG ist die Höhe der Prospekthaftung gegenüber jedem Anleger begrenzt durch den von ihm bezahlten Erwerbspreis, zzgl Spesen und Zinsen ab Zahlung des Erwerbspreises. Anderes gilt nur bei einem vorsätzlichen Verstoß gegen die Prospektspflicht. Die dieser Bestimmung zugrunde liegende Wertung der Begrenzung von Anlegeransprüchen gegen Emittenten bei einem bloß fahrlässigen Verstoß gegen die Prospektpflichten lassen sich auf den fahrlässigen Verstoß des Emittenten gegen sonstige Kapitalmarktinformationspflichten übertragen, auch wenn dem BörseG eine entsprechende Begrenzung fremd ist. Es wäre aber wertungswidersprüchlich, wenn die Prospekthaftung des Emittenten strengeren betraglichen Restriktionen unterläge als der Verstoß gegen die Ad-hoc-Meldepflicht, weil das Risiko einer Übermaßhaftung des Emittenten für Transaktionen auf dem Sekundärmarkt wesentlich größer ist als bei der auf den Primärmarkt bezogenen Prospekthaftung.³⁸ Daher sollte eine dem § 11 Abs 6 KMG analoge Begrenzung auch für schadenersatzrechtliche Ansprüche des Anlegers gegen den Emittenten gelten, die auf einen Ad-hoc-Meldepflichtverstoß oder eine informationsbasierte Marktmanipulation gestützt werden.

Gegen die hier vertretene analoge Anwendung des § 11 Abs 6 KMG kann § 11 Abs 8 KMG nicht ins Treffen geführt werden.³⁹ Diese Bestimmung stellt nur klar, dass neben der sondergesetzlich geregelten Prospekthaftung – im Sinne einer Anspruchskonkurrenz – dem Grunde nach auch Schadenersatzansprüche aufgrund von anderen gesetzlichen Vorschriften oder einer Vertragsverletzung bestehen können. Damit ist aber nicht ausgeschlossen, umgekehrt einzelne Regeln des § 11 KMG analog auf andere, wertungsmäßig idente Schadenersatzansprüche anzuwenden.

5.2. Keine Haftung für das allgemeine Marktrisiko

Offen bleibt nach der Entscheidung OGH 9 Ob 26/14k, ob der Schadenersatzanspruch bei einem Ad-hoc-Meldepflichtverstoß das sogenannte „allgemeine Marktrisiko“ umfasst. Die bereits an anderer Stelle von *Schopper*⁴⁰ vertretene Ansicht, dass das allgemeine Marktrisiko nicht vom Schutzzweck der Ad-hoc-Meldepflicht erfasst ist, hat die Zustimmung von *Kalss/Oppitz/Zollner*⁴¹ gefunden. Daran ist auch nach der Entscheidung des 9. Senats und einer unmittelbar danach ergangenen Entscheidung des 4. Senats⁴² uneingeschränkt festzuhalten:

Ad-hoc-Meldungen beinhalten keine Informationen über allgemeine Marktrisiken, weil es sich dabei nicht um Insider-Informationen handelt. Beim Schadenersatzanspruch wegen eines Verstoßes gegen die Ad-hoc-Meldepflicht ist daher der mit dem allgemeinen Marktrisiko verbundene Nachteil von dem zu ersetzenden Schaden stets abzuziehen. Das gilt unabhängig davon, ob das Klagebegehren auf Naturalrestitution oder auf den Ersatz des Differenzschadens gerichtet ist. Da es sich um eine Frage des Schutzzwecks der Norm handelt, hat in diesem Zusammenhang auch die Frage nach der hypothetischen Alternativveranlagung außer Betracht zu bleiben.⁴³ Der Anleger ist daher auch bei einer hypothetischen Veranlagung in Nichtaktien im Rahmen einer Naturalrestitution nicht so zu stellen, als hätte er nicht in Aktien, sondern zB in ein Sparbuch investiert, weil ihm andernfalls ein Risiko abgenommen wird, über das im Rahmen der Ad-hoc-Meldepflicht gar nicht aufzuklären ist. Die Informationspflicht über allgemeine Marktrisiken bei der Veranlagung in Aktien am Sekundärmarkt obliegt nach dem europäischen und österreichischem Kapitalmarktrecht Finanzintermediären wie Banken oder Wertpapierdienstleistern, nicht aber dem Emittenten im Rahmen der Ad-hoc-Meldepflicht.⁴⁴

Offen ist in diesem Zusammenhang, wer die Behauptungs- und Beweislast für das allgemeine Marktrisiko trägt. Ordnet man das allgemeine Marktrisiko dem Schaden zu, wäre der Anleger hierfür behauptungs- und beweispflichtig. Der Anleger hat dann zu beweisen, dass er einen Schaden erlitten hat, der über jenen des allgemeinen Marktrisikos hinausgeht.⁴⁵ Sieht man im allgemeinen Marktrisiko hingegen eine anspruchvernichtende Tatsache, wäre es nach den allgemeinen Beweisregeln von der beklagten Partei (dem Schädiger) zu behaupten und zu beweisen.

6. Zusammenfassung

Nach der Ansicht des OGH ist das Vorliegen eines Kausalzusammenhangs zwischen dem Verstoß gegen die Ad-hoc-Meldepflicht und der Anlageentscheidung erforderlich. Zutreffend unterscheidet der 9. Senat in der Entscheidung 9 Ob 26/14k bei dieser Kausalitätsprüfung zwei Beweisthemen: Erstens, ob der Anleger bei rechtskonformer Einhaltung der gebotenen Ad-hoc-Meldepflicht überhaupt vom Inhalt der Ad-hoc-Meldung erfahren hätte. Nur wenn dies bejaht werden kann, stellt sich zweitens die Frage, ob der Anleger dann eine andere (oder keine) Veranlagungsentscheidung getroffen hätte. Diese vom OGH vertretene Zweiteilung der Beweisführung für die haftungsbegründende Kausalität sollte grundsätzlich auch auf die Prospekthaftung und die Haftung wegen informationsbasierter Marktmanipulation angewendet werden.

³⁸ Vgl dazu *Eckert*, Emittentenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation und aktienrechtliche Kapitalerhaltung, GesRZ 2010, 88 (93, 95 f).

³⁹ Tendenziell wohl aA *Lorenz* in *Zib/Russ/Lorenz*, KMG § 11 Rz 30.

⁴⁰ Vgl dazu *Schopper*, ÖBA 2014, 495 (499 f).

⁴¹ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² § 20 Rz 20, mwN gleichsinniger Stimmen in FN 35.

⁴² OGH 24. 3. 2015, 4 Ob 239/14x, EvBl 2015, 938 (*Baumgartner*) = ÖBA 2015, 763.

⁴³ Näher dazu *Schopper*, ÖBA 2014, 495 (499 f).

⁴⁴ Vgl auch *Kalss/Oppitz* in *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung 870; *Schopper*, ÖBA 2014, 495 (499).

⁴⁵ So *Schopper*, ÖBA 2014, 495 (500).



Eine zeitliche Grenze bei der Haftung wegen Verstößen gegen die Ad-hoc-Meldepflicht lässt sich aus § 5 Abs 2 VMV ableiten: Transaktionen von Anlegern, die nach dem Ablauf von sechs Monaten ab dem Zeitpunkt des Verstoßes gegen die Ad-hoc-Meldepflicht vorgenommen wurden, sind nicht mehr vom Schutzzweck der Norm erfasst.

Die betragliche Grenze des § 11 Abs 6 KMG ist analog auf die Haftung für einen Verstoß gegen die Ad-hoc-Meldepflicht oder eine informationsbasierte Marktmanipulation anzuwenden. Das allgemeine Marktrisiko ist generell nicht vom Schutzzweck der Ad-hoc-Meldepflicht erfasst.

Foto: privat

**Der Autor:**

Univ.-Prof. Dr. **Alexander Schopper** ist Vorstand des Instituts für Unternehmens- und Steuerrecht an der Leopold-Franzens-Universität Innsbruck. Seine Forschungsschwerpunkte liegen im Bank- und Kapitalmarktrecht, Gesellschaftsrecht, Vertragsrecht und M & A.

✉ alexander.schopper@uibk.ac.at

🌐 lesen.lexisnexis.at/autor/Schopper/Alexander

**Der Autor:**

Dr. **Benedikt Wallner** ist Rechtsanwalt in Wien und tritt im Bank- und Kapitalmarktrecht ausschließlich gegen Banken und sonstige Finanzinstitutionen, zum Teil auch in Zusammenarbeit mit VKI und AK.

✉ office@wienrecht.at

🌐 lesen.lexisnexis.at/autor/Wallner/Benedikt

Foto: Studio Menzl