

Kausalitätserfordernis und „positive Anlagestimmung“ bei der Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation

Der Beitrag beschäftigt sich mit der Rechtsfigur der „Anlagestimmung“. Demnach muss der geschädigte Anleger nicht die eigene Kenntnis vom Prospekt beweisen, um sich auf die Prospekthaftung berufen zu können, sondern nur den Umstand, dass der unrichtige bzw. unvollständige Angaben enthaltende Prospekt zum Zeitpunkt der Anlageentscheidung erhältlich war.

Von Alexander Hofmann

1. Das Problem

Der OGH hat jüngst erkannt hat, dass das Verbot der Einlagenrückgewähr der Prospekthaftung nach § 11 KMG nicht entgegensteht.¹ Vertreter von Emittenten nehmen daher nun verstärkt die Anspruchsvoraussetzung der Kausalität des Prospektmangels für die fehlgeleitete Disposition und die dazu entwickelte Rechtsfigur der Anlagestimmung in das Visier.²

Unstrittig haftet der Emittent dem Anleger nur für einen solchen Schaden, der ihm durch das Vertrauen auf den falschen Prospekt entstanden ist (§ 11 KMG). Der mangelhafte bzw. unvollständige Prospekt muss die Ursache für die schadensträchtige Anlageentscheidung sein, um eine Ersatzpflicht des Emittenten auszulösen.

2. Marktrealität und faktische Beweisschwierigkeiten

Die Erfahrung lehrt, dass Prospekte von Anlegern in der Regel nicht persönlich gelesen werden. Prospekte richten sich an Fachkreise und Analysten. Anleger verlassen sich auf die Empfehlungen ihrer Finanzberater, Folder und sonstige Werbung des Emittenten sowie die Berichterstattung der Wirtschaftspresse; oder sie handeln nach dem Vorbild anderer, die sich kundig gemacht haben. Die relevanten Informationen fließen durch eine Vielzahl von Akteuren in das Marktgeschehen ein. Diese kommunizieren miteinander nicht direkt, einseitig, linear und vertraulich, sondern mittelbar, wechselseitig, vernetzt und öffentlich. Preissensitive Information „spricht sich herum“.

Der geschädigte Anleger könnte gar nicht oder nur sehr schwer beweisen, dass er den Prospekt selbst gelesen habe oder auf welche sonstige Weise sich die mangelhafte bzw. unrichtige Information den Weg durch das offene Kommunikationssystem des Marktes zu ihm gebahnt und seinen inneren Entschluss für das Investment bestimmt hat. Würde die Rechtspraxis derart strenge Anforderung an die Beweisführung der Kausalität stellen, so bliebe die Prospekthaftung totes Recht. Desinformation bliebe ohne zivilrechtliche Haftungssanktion. Als Konsequenz daraus würde die zur Sicherung der Informationspflicht gedachte Schadenersatzpflicht keine generalpräventive Wirkung mehr entfalten, was nach allgemeiner Auffassung nicht gewünscht ist.³ Die Informationspflichten des Wertpapierrechtes dienen der Anerkennung und Sicherung des Kapitalmarktes als eine rechtliche Institution, deren offenes Verfahren eine gleichwohl verlässliche Steuerungsfunktion zu erfüllen hat.⁴

3. Rechtsprechung und Schrifttum in Deutschland

Um die beschriebenen Beweisprobleme zu umschiffen und um die rechtspolitischen Zielsetzungen des Kapitalmarktes nicht zu konterkarieren, haben die deutsche Rsp und Lehre bei vergleichbarer Rechtlage zum notwendigen Kausalzusammenhang zwischen dem Prospektmangel und der schadensträchtigen Anlageentscheidung den Begriff der „Anlagestimmung“ geprägt. Demnach genügt der Erwerb innerhalb eines bestimmten Zeitraumes ab Veröffentlichung, um die Vermutung zu begründen, dass der Anleger aufgrund der durch den Prospekt erzeugten Anlagestimmung disponiert hat.⁵ Zwischenzeitig wurde in Deutschland die Figur der Anlagestimmung in Form einer Beweislastumkehr für die

1 OGH 30.3.2011, 7 Ob 77/10i.

2 Siehe *Zabradnik*, Der Weg zur Prospekthaftung bleibt steinig, Der Standard, Printausgabe 8.6.2011.

3 Mit sehr fundierter Begründung zuletzt *G. Graf*, Die Prospekthaftung und der Kausalitätsbeweis des geschädigten Anlegers, *GeS* 2011, 203 [206]; ähnlich *Schobel*, Anlagestimmung und Kausalitätsbeweis, *FS Koziol* (2010) 1111 [1118]; im Ergebnis wohl auch

Kalss, Anlagestimmung – ein Instrument des österreichischen Kapitalmarktes?, *GesRZ* 2010, 245 [247].

4 *Weber*, Der Markt als rechtliche Institution, *JBl* 1994, 792 [803].

5 BGH 14.7.1998, XI ZR 173/97, BGHZ 139, 225; OLG Düsseldorf 5.4.1984, 6 U 239/82, WM 1984, 586; OLG Frankfurt 27.3.1996, 21 U 92/95, WM 1996, 1216; siehe *Oulds in Kümpel/Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht⁴ (2011) Rz 15.233.

Prospekthaftung in das Gesetz aufgenommen. Die Beweiserleichterung kommt zum Tragen, wenn der Anleger das Wertpapier innerhalb von 6 Monaten ab Einführung des Prospektes erwirbt (§ 45 Abs 2 Nr 1 dBörseG). Im Zusammenhang mit der Haftung aus unterlassenen oder unrichtigen Ad-hoc-Mitteilungen misst die deutsche Rsp der Anlagestimmung aber weiterhin Bedeutung zu. Weil jedoch Ad-hoc-Mitteilungen im Unterschied zu Prospekten keine Vollständigkeitsgewähr beanspruchen, wird die Anlagestimmung in diesem Anwendungsbereich nicht schematisch für einen bestimmten Zeitraum, sondern nach den Umständen des Einzelfalles und nach ihrer konkreten Ausbildung berücksichtigt. Eine Anlagestimmung wird nicht schon aufgrund der Veröffentlichung vermutet, sondern muss vom Geschädigten bewiesen werden, damit er sich zur Erleichterung der Beweisführung auf sie berufen kann.⁶

*Sethe*⁷ erkennt allerdings auch in Bezug auf Ad-hoc-Mitteilungen zutreffend, dass die gesetzliche Formulierung vom Vertrauen auf die Richtigkeit von unwahren publizierten Informationen (§ 37c Abs 1 dWpHG) nach dem Regelungszweck als Vertrauen auf die Markteffizienz und die ordnungsgemäße Preisbildung zu verstehen ist. Er folgert richtig, dass der Kausalitätsbeweis (auch) hier eigentlich darin besteht, dass sich bei richtiger und vollständiger Informationslage ein anderer Preis gebildet hätte. Der dem Anleger entstandene Vertrauensschaden liegt darin, dass er einen Preis bezahlt hat, der aufgrund der Täuschung nicht dem wahren Wert der Anlage entsprach.

Diese Auffassung kommt praktisch der US-amerikanischen „fraud-on-the-market-theory“ gleich, die auf der Efficient Market Hypothesis⁸ basiert. Ihr zufolge schlägt sich im Börsenkurs die Bewertung aller öffentlich zugänglichen wesentlichen Unternehmensinformation nieder. Eine möglichst große Zahl korrekt informierter Marktteilnehmer bietet daher eine Richtigkeitsgewähr für die Preisfindung, der ihrerseits eine Informationsfunktion zukommt. In Analystenkreisen spricht man davon, dass eine Information „eingepreist“ sei. Freilich beschreibt die Efficient Market Hypothesis nicht nur die Realität. Sie ist gleichzeitig der normative Anspruch an das Funktionieren des „idealen Marktes“. Als Leitbild

liegt sie dem US-amerikanischen Wertpapierrecht⁹ zugrunde, nach dessen Vorbild das europäische Kapitalmarktsystem geformt ist, das vom deutschen WpHG umgesetzt wurde. Es erscheint daher nicht unangebracht, sich bei der Handhabung der Kausalitätsproblematik (auch) an der US-amerikanischen „fraud-on-the-market-theory“ zu orientieren, zumal die US-Gerichte mit ihrer Hilfe Anwendungsprobleme einer Schadenersatzdogmatik des common law (*reliance* und *causation*) überbrückt haben, die nicht wesentlich von jenen abweichen, vor die sich auch schon deutschen Gerichte gestellt sahen.¹⁰

4. Rechtslage in Österreich

In der E 11.9.1997, 6 Ob 2100/96h, hat der OGH die Auffassung, dass dem Kläger, der sich auf das KMG stützt, für den Kausalzusammenhang eine Erleichterung der Beweislast zu gewähren ist, obiter dictum bestätigt. Nur weil in dem konkreten Fall eine Haftung nach allgemein-zivilrechtlichen Grundsätzen zu beurteilen war (es ging um den Vertrieb von Hausanteilsscheinen lange vor dem In-Kraft-Treten des KMG), war diese Ansicht für die Urteilsfindung irrelevant. Der Behauptung von *Kalss*¹¹, dass die österreichische Judikatur die Figur der Anlagestimmung bisher nicht anerkannt habe, kann so dezidiert nicht gefolgt werden. Der OGH hat sich mit diesem Argument noch kein einziges Mal auseinandersetzen müssen. Die E 6 Ob 2100/96h spricht eher für als gegen die Kausalitätsvermutung bei prospektpflichtigen Angeboten.¹²

Das österreichische Schrifttum hat zur Überwindung des sich hierzulande gleichermaßen wie in Deutschland stellenden Kausalitätsproblems das Argument der Anlagestimmung fast einhellig übernommen. Demnach wird der Geschädigte vom Nachweis der tatsächlichen Prospektkenntnis befreit. Es genügt der gelockerte Zusammenhang, den die durch unrichtige bzw unvollständige Prospektangaben generierte positive Anlagestimmung zwischen dem Prospekt und der schadensträchtigen Transaktionsentscheidung herstellt. Im Sinne eines Anscheinsbeweises muss der Anleger nur den Umstand beweisen, dass der Prospekt zum Zeitpunkt der Anlageentscheidung erhältlich war, um sich auf die Prospekthaf-

6 BGHZ 160, 134 – Infomatec I; BGH NJW 2004, 2668 – Infomatec III; WM 2007, 683 – ComROAD I; WM 2007, 684 – ComROAD II; WM 2007, 1557 – ComROAD IV.

7 *Assmann/Schneider*, WpHG⁵ (2009) §§ 37b, 37c Rz 83, 84, mit zahlreichen weiteren Nachweisen; aA *Zimmer/Grotheer* in *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁴ (2010) §§ 37b, 37c WpHG Rz 116.

8 *Fama*, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance (1970) Vol. 25 Iss. 2, 383.

9 Securities Act of 1933 (zur Prospektspflicht) und Securities Exchange Act of 1934 (zu den laufenden Informationspflichten).

10 *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

11 GesRZ 2010, 247. Sie beruft sich dazu nur auf *Schobel* (FS Koziol [2010] 1120), der jedoch lediglich ausführt, dass die österreichischen Gerichte bisher keinen Anlass hatten, zur Figur der Anlagestimmung Stellung zu nehmen.

12 *G. Graf*, GeS 2011, 213; *Lorenz* in *Zibl/Russ/Lorenz*, Kapitalmarktgesetz (2008) § 11 Rz 7 FN 11.

terung berufen zu können.¹³ Für die Haftung aus einer Verletzung der Ad-hoc-Publizität muss aufgrund der Gleichartigkeit der Informationsverarbeitung durch den Markt und wegen der Identität des geschützten Rechtsgutes (Vertrauen auf die Markteffizienz) dasselbe gelten.¹⁴ Gleichwohl haben in letzter Zeit einige Autoren die Relevanz, Berechtigung und Konsequenzen des Begriffes der Anlagestimmung für den österreichischen Rechtsbereich hinterfragt.¹⁵ Deren Argumente sind jedoch nicht geeignet, von der herrschenden Ansicht abzurücken.

5. Jüngste Kritik in der österreichischen Literatur

Die hL in Österreich trägt dem Grundsatz Rechnung, dass ein Anscheinsbeweis in all den Fällen sachgerecht ist, in denen von einem durch gesicherte Erfahrungssätze anzunehmenden Geschehnisablauf auszugehen ist und konkrete Beweise vom Beweispflichtigen billigerweise nicht erwartet werden können.¹⁶ Die oben unter Abschnitt B. beschriebene Marktrealität schafft sowohl die Vermutung für die vom Prospekt ausgehende Kausalkette als auch den Beweisnotstand bezüglich ihrer konkreten Verknüpfung mit dem Anleger, die nicht alleine in dessen Ingerenz liegt. Das unstrukturierte Einsickern und Verbreiten von Prospektinformation in den öffentlichen Markt lässt sich nicht objektivierbar nachzuvollziehen. Insofern unterscheidet sich die KMG-bezogene Prospekthaftung von Anlegerschutzfällen, in denen der Geltungsgrund der Haftung im Vertrauensverhältnis zu einem bestimmten Anlage- oder Vermögensberater liegt und die Anlageentscheidung regelmäßig aus einem dokumentierten und vom Anleger überblickten Informationsfluss resultiert (zB beim Erwerb außerhalb der Prospektspflicht, etwa im Rahmen eines Private Placements, oder beim Relevieren der Wohlverhaltensregeln nach dem WAG). Die ablehnende Haltung des OGH zur Anwendung der im Arzthaftungsrecht akzeptierten Beweiserleichterung auf solche Fälle¹⁷ lässt sich daher nicht auf die KMG-Prospekthaftung übertragen. Solches kann, entgegen der Ansicht von *Zabradnik*¹⁸, auch nicht aus der E 7 Ob 77/10i herausgelesen werden, in der der OGH nur die

Schlüssigkeit des Klagevorbringens zu beurteilen hatte. Der Begründungszusammenhang (in Verbindung mit den dort zitierten Literaturstellen), in dem der OGH auf seine Judikatur zur Beweislast bei unzureichender Aufklärung von Anlegern verwies, lässt klar erkennen, dass sich der OGH damit im Wesentlichen nur auf das von ihm vermisste Vorbringen zur Höhe der Schadenersatzforderung, insbesondere in Bezug auf alternative Anlagen und deren hypothetische Wertentwicklung, beziehen wollte. Auf das Problem der Anlegerstimmung musste der OGH mit keinem Wort eingehen, weil er das knappe Vorbringen des Klägers zum Anspruch dem Grunde nach (es sei im Vertrauen auf den Prospekt erworben worden) trotz Bestreitung durch die Beklagten für ausreichend gelten ließ.

*Gruber/Zabradnik*¹⁹ verkennen, dass der Kläger, verwirft man die Rechtsfigur der Anlagestimmung, nicht bloß den Umstand der Formung des eigenen Anlageentschlusses zu beweisen hat. Vielmehr müsste er im Prozess darüber hinaus eine lückenlose Kausalkette aufzeigen, über die sich sein persönlicher Willensentschluss auf die Fehlinformation zurückführen lässt. Der Anleger hätte alle seine Informanten oder Anleger, deren Anlagetipps oder Transaktionsverhalten ihn konkret beeinflusst haben, auszuforschen und anzuführen, ebenso die weiteren Träger von Transaktionsentschlüssen oder Empfehlungen als übernächste Glieder in der seinen Willensentschluss bestimmenden Kausalkette und so weiter bis zu jener bzw jenen Person, die von dem Prospekt nachweislich Kenntnis genommen und das strittige Marktverhalten ausgelöst haben.²⁰ Dass eine solche Beweisführung nicht möglich ist, dürfte *Gruber/Zabradnik* klar sein, die im Ergebnis aus § 7 Abs 2 KMG eine Obliegenheit des Anlegers zum Lesen des Prospektes ableiten wollen, deren Verletzung zur Verwirkung von Prospekthaftungsansprüchen führt. Dies steht aber mit der Gesamtkonzeption des KMG im Widerspruch, das nicht notwendigerweise von der unmittelbaren Lektüre des Prospektes ausgeht. Wäre solches gefordert, könnten Ansprüche praktisch nie geltend gemacht werden, was nach der treffenden Formulierung von *G. Graf*²¹ ein methodisch nicht vertretbares

13 *Zivny*, Kapitalmarktgesetz (2007) § 11 Rz 11 f; *Lorenz in Zibl/Russ/Lorenz*, Kapitalmarktgesetz (2008) § 11 Rz 7; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I (2005) § 11 Rz 25; *Kalss*, Anlegerinteressen (2001) 205; *Kalss/Oppitz in Hopt/Voigt*, Prospekthaftung und Kapitalinformationshaftung (2005) 811 [843]; *Koziol in Apatby/Irol/Koziol*, Bankvertragsrecht² (2007) VI Rz 1/179; *Brawenz*, Die Prospekthaftung nach allgemeinem Zivilrecht (1991) 227; *ders*, Prospekthaftung nach dem neuen Börsegesetz, ÖBA 1990, 162 [169 f]; *ders*, Prospektspflicht und Prospekthaftung nach dem neuen Kapitalmarktgesetz (Teil II), ÖBA 1992, 421 [431]; *G. Graf*, *ecolx* 1998, 21; *ders*, *GeS* 2011, 203; *Oberhammer*, ÖBA 1998, 476 [478]; *W. Doralt*, Haftung der Abschlussprüfer (2005) 164; *Rodrigues*, Prospekthaftung nach dem neuen Börsegesetz, *ecolx* 1990, 79; *Nowak*, Prospekthaftung nach dem Börsegesetz 1989

(1991) 64; *Wilhelm*, Zur Haftungs begründung und Haftungsausfüllung beim Anlegerschaden, *ecolx* 2010, 232 [234]; *ders*, *ecolx* 2011, 403; *Rüffler*, Organaußenhaftung für Anlegerschäden, *JBl* 2011, 88 FN 185.

14 *G. Graf*, *GeS* 2011, 216 f.

15 *Kalss*, *GesRZ* 2010, 245; *Gruber/Zabradnik*, Zum Kausalitätsbeweis bei der Prospekthaftung, *RdW* 2010, 619; *Schobel*, *FS Koziol* (2010) 1111.

16 *RIS-Justiz* RS0123919.

17 OGH 4.11.2005, 5 Ob 106/05g.

18 Siehe FN 2.

19 *Gruber/Zabradnik*, *RdW* 2010, 620.

20 *Schobel*, *FS Koziol* (2010) 1117.

21 *G. Graf*, *GeS* 2011, 206.

Ergebnis wäre. Auch das Rücktrittsrecht nach § 5 KMG ist nicht an den Nachweis der Kenntnis von der Nichtveröffentlichung des Prospektes gebunden.²² Bedenkt man, dass die meisten Prospektmängel darin bestehen, dass wichtige Information fehlt bzw nicht ausreichend deutlich dargelegt ist, hätte sich der Anleger nicht anders entschieden, wenn er der Obliegenheit zum Lesen des Prospektes nachgekommen wäre.²³ Eine Obliegenheitsverletzung kann aber nur dann zum Verlust von Ansprüchen führen, wenn auch sie für den Schadenseintritt kausal war.²⁴ Das von *Gruber/Zabradnik* angeführte Argument, dass die zur konkreten Anlageentscheidung führende Kausalkette theoretisch auch von anderen Faktoren als dem mangelhaften Prospekt mitbestimmt sein könnte, geht ebenfalls fehl. Die Autoren übersehen hier, dass dem österreichischen Schadenersatzrecht der Gedanke einer Haftung auch für bloß mögliche Kausalität, insbes im Falle einer Verursachungskonkurrenz nicht fremd ist (vgl § 1302 ABGB).²⁵

*Kalss*²⁶ lehnt die Figur der Anlagestimmung nicht rundweg ab. Sie möchte ihr aber nur insoweit Beachtung geben, als der Prospekt Gegenstand gezielter Informationsaufbereitung in der Finanzanalyse oder die Grundlage für konkrete Werbemaßnahmen war. Der Kläger wäre demnach zumindest dazu verhalten, die konkrete Einwirkung des Prospektes auf den Markt unter Beweis zu stellen. Auch dieser eingeschränkten Anwendung kann nicht gefolgt werden. Dass Emissionsprospekte von Analysten und Fachkreisen fallweise ignoriert oder nicht beworben werden, ist nicht erwiesen. Wenn Prospekte mitunter nur selektiv gelesen werden, so deshalb, weil

den Fachkreisen die wesentlichen Teile der darin enthaltenen Informationen häufig schon aus den laufenden, im Rahmen der Regelpublizität veröffentlichten Berichten bekannt sind. Die Risikohinweise sind oft nicht mehr als eine wenig informative, formelhafte Aufzählung von Standardsätzen. Auf diese Weise wird mitunter Desinformation durch Überfrachtung mit Unwesentlichem getarnt. Auslöser für die Haftung ist fast immer nur das, was im Prospekt nicht zu finden ist. Die durchaus wünschenswerte Verbesserung der Lesbarkeit und des Informationsgehaltes der Prospekte wird durch eine zahnlose Handhabung der Prospekthaftung nicht zu erreichen sein. *Kalss* verkennt mE auch, dass nach der Gesamtkonzeption des KMG im Begriff der Anlagestimmung durchaus auch ein fiktives Moment steckt, das die Verbesserung der Prospektkultur fördern soll.

*Schobel*²⁷ weist darauf hin, dass das Konzept der Anlagestimmung zu überschießenden Ersatzpflichten führen könnte, die den tatsächlich verursachten Gesamtschaden übersteigen. Im Sinne einer partiellen Anerkennung der Anlagestimmung plädiert er für die finanzmathematische Ausmittlung des der Fehlinformation zuzuschreibenden Gesamtschadens, der nach den schadenersatzrechtlichen Grundsätzen der alternativen Kausalität bei alternativer Opferschaft den Geschädigten anteilig zuzukommen hat. Eine vertiefte Auseinandersetzung mit diesem Lösungsansatz würde den Rahmen dieses Beitrages sprengen. ME ließe er sich nur in einem Sammelklageverfahren verteilungsgerecht umsetzen, das für Österreich (noch) nicht zur Verfügung steht.

Zusammenfassung

Die Rechtsfigur der Anlagestimmung dient nach überwiegender Lehre in Österreich der praktischen Handhabung des Kausalitätserfordernisses für die Haftung aus KMG-Prospekten und (unterlassenen) Ad-Hoc-Meldungen. Der Kritik, die daran im Schrifttum zuletzt geäußert wurde, ist nicht zu folgen.

Auch aus generalpräventiven Überlegungen und zur Vermeidung nachteiliger Auswirkungen auf die Kapitalmarktkultur in Österreich muss vor einem Abrücken von dem von deutscher Lehre und Rsp entwickelten Instrument in Österreich mit Nachdruck gewarnt werden.

22 *Kalss*, GesRZ 2010, 247.

23 *G. Graf*, GeS 2011, 213.

24 RIS-Justiz RS0043728. Im Zusammenhang mit der Haftung eines Anlageberaters hat der BGH im Unterlassen der Lektüre des Emissionsprospektes keine Obliegenheitsverletzung erkannt (BGH 8.7.2010, III ZR 249/09, ecorex 2011, 402)

25 *G. Graf*, GeS 2011, 212.

26 *Kalss*, GesRZ 2010, 249 ff.

27 *Schobel*, FS Koziol (2010) 1121.