

Studien zum  
Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

171

Christoph Hahn

# Regelpublizitätshaftung

Die zivilrechtliche Haftung für fehlerhafte Regelpublizität des  
Emittenten und der verantwortlichen Organmitglieder am  
Kapitalmarkt



**Nomos**

Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. h.c. Barbara Dauner-Lieb

Prof. Dr. Mathias Habersack

Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago)

Begründet von Prof. Dr. Klaus J. Hopt, Prof. Manfred Lieb  
und Prof. Dr. Harm Peter Westermann

Band 171

Christoph Hahn

# Regelpublizitätshaftung

Die zivilrechtliche Haftung für fehlerhafte Regelpublizität des Emittenten und der verantwortlichen Organmitglieder am Kapitalmarkt



**Nomos**

Gedruckt mit Unterstützung des Förderungsfonds Wissenschaft der VG WORT.

**Die Deutsche Nationalbibliothek** verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Tübingen, Eberhard Karls Universität, Diss., 2018

ISBN 978-3-8487-4896-9 (Print)

ISBN 978-3-8452-9083-6 (ePDF)

**D21**

1. Auflage 2018

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2018. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2017/2018 an der Juristischen Fakultät der Eberhard Karls Universität Tübingen als Dissertation angenommen und mit dem Promotionspreis 2018 ausgezeichnet. Die Disputation fand am 18. Dezember 2017 statt.

Ganz herzlich bedanken möchte ich mich zunächst bei meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Heinz-Dieter Assmann, LL.M., für die angenehme Betreuung und die mir gewährte Freiheit bei der Erstellung der Arbeit. Ebenso bin ich Herrn Professor Dr. Jens-Hinrich Binder, LL.M. für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens sehr dankbar. Frau Professorin Dr. Dr. h.c. Barbara Dauner-Lieb, Herrn Professor Dr. Mathias Habersack und Herrn Professor Dr. Christoph Kumpan, LL.M. danke ich für die Aufnahme meiner Arbeit in die von ihnen herausgegebene Schriftenreihe. Bedanken möchte ich mich auch bei dem Förderungsfonds Wissenschaft der VG WORT für den großzügigen Druckkostenzuschuss.

Mein ganz besonderer Dank gilt meinen Eltern für ihren Rückhalt und die bedingungslose Unterstützung während jeder Phase meiner schulischen und akademischen Ausbildung. Hierdurch haben sie vieles erst ermöglicht.

Allen voran aber gilt mein Dank meiner Frau, die das Projekt stets mit großer Geduld und voller Zuversicht begleitet hat. Ihr und meinen Kindern Frederic und Lou-Marie ist dieses Buch gewidmet.

Waiblingen, im August 2018

Christoph Hahn



# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	15
Einleitung	25
A. Einführung	25
B. Problemstellung und Gang der Untersuchung	29
I. Problemstellung	29
II. Gang der Untersuchung	30
C. Begriff der Regelpublizität und Konkretisierung des Untersuchungsgegenstandes	34
I. Der Begriff der Regelpublizität	34
II. Konzentration auf die Emittenten- und Organaußenhaftung	38
III. Konzentration auf Anleger am Kapitalmarkt als Anspruchsberechtigte	40
Kapitel 1: Konzeptionelle Grundlagen	42
A. Die Regelpublizitätshaftung im Gefüge der Kapitalmarktinformationshaftung	42
B. Die Bedeutung der Regelpublizität für die Anlageentscheidung	47
C. Ökonomische Grundlagen der Publizitätsvorschriften	52
I. Grundproblem Informationsasymmetrie	53
II. Rechtfertigung gesetzlicher Vorgaben	55
D. Anleger- und Funktionsschutz als Regelungsziel	59
I. Anlegerschutz	61
II. Funktionsschutz	65
1. Institutionelle Funktionsfähigkeit	66
2. Operationale Funktionsfähigkeit	66
3. Allokative Funktionsfähigkeit	67
III. Zwischenergebnis	69

E. Das Haftungsrecht als Instrument zur Gewährleistung einer verlässlichen Regelberichterstattung	70
I. Sanktionierung durch den Markt	71
II. Sanktionen, Abschlussprüfung und Enforcement-Verfahren	72
III. Prävention und Kompensation durch die Regelpublizitätshaftung	77
IV. Verhinderung einer Überabschreckung	79
V. Zwischenergebnis	84
F. Auswirkungen des Versicherungsschutzes	85
G. Regelpublizitätshaftung im Spannungsverhältnis zur Kapitalerhaltung	88
Kapitel 2: Entwicklung, Umfang und Fehlerhaftigkeit der Regelberichterstattung	94
A. Die Entwicklung der Rechnungslegungs- und Regelpublizität	95
I. Die Anfänge der Rechnungslegungspublizität	95
II. Erweiterung der Publizitätspflichten und Etablierung des Vorsichtsprinzips	98
III. Die aktienrechtliche Rechnungslegungspublizität zu Beginn des 20. Jahrhunderts	100
IV. Die Rechnungslegungspublizität und Zwischenberichterstattung ab den 1950er-Jahren	101
V. Die Internationalisierung der Rechnungslegung seit Beginn der 1990er-Jahre	107
VI. Die unterjährigen Regelberichtspflichten seit Ende der 1990er-Jahre	112
VII. Zwischenergebnis	115
B. Die Regelpublizitätspflichten kapitalmarktorientierter Unternehmen	116
I. Adressatenkreis der Regelpublizitätspflichten des WpHG	117
1. Definition des Inlandsemittenten	117
2. Befreiung von der Regelberichterstattungspflicht nach § 118 WpHG (§ 37z WpHG a.F.)	119

II. Die Berichtsinstrumente der Regelpublizität	120
1. Die Jahresfinanzberichterstattung	121
a) Inhaltliche Anforderungen	121
aa) Jahresabschluss und Konzernabschluss	123
bb) Lage- und Konzernlagebericht	126
cc) Bilanzzeit	131
b) Abschlussprüfung und Enforcement-Verfahren	131
aa) Adressat und Umfang der Abschlussprüfungspflicht	131
bb) Das Enforcement-Verfahren	132
2. Der Halbjahresfinanzbericht	134
a) Inhaltliche Anforderungen	134
b) Abschlussprüfung, prüferische Durchsicht und Enforcement-Verfahren	136
aa) Freiwillige prüferische Durchsicht und Abschlussprüfung	136
bb) Enforcement-Verfahren	137
3. Quartalsmitteilungen nach § 51a BörsO FWB	138
4. Zwischenergebnis und haftungsrechtliche Konsequenzen	139
C. Fehlerbestimmung und Fehleranfälligkeit der Regelpublizität	140
I. Fehlerfeststellung und Bestimmtheit der Regelberichtspflichten	141
II. Wesentlichkeit des Fehlers	150
III. Fehleranfälligkeit der Regelberichterstattung	154
Kapitel 3: Regelpublizitätshaftung de lege lata	158
A. Vertragliche Ansprüche wegen Annahme eines „Sonderrechtsverhältnisses“	159
B. Die Prospekthaftung als in Betracht zu ziehende Haftungsgrundlage	160
I. Die gesetzlich normierte Prospekthaftung als Haftungsgrundlage	162
II. Die allgemein-zivilrechtliche Prospekthaftung als Haftungsgrundlage	163
1. Keine Prospektqualität der Regelberichte	164

2. Systematische Überlegungen	170
3. Zwischenergebnis	172
C. Die deliktische Haftung für fehlerhafte Regelpublizität	173
I. Regelungsgegenstand des § 31 BGB	173
II. Haftung gemäß § 823 Abs. 1 BGB	175
III. Haftung gemäß § 823 Abs. 2 BGB wegen Schutzgesetzverletzung	177
1. Allgemeine Haftungsvoraussetzungen	178
a) Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB	178
b) Zu berücksichtigender Verschuldensmaßstab	180
2. In Betracht kommende Schutzgesetze	182
a) Erstellungs- und Publizitätsvorschriften als Schutzgesetze	183
aa) Haftung gemäß §§ 238 ff. HGB i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	183
(1) Adressat der handelsrechtlichen Regelungen und Passivlegitimation	184
(2) Herkömmliches Verständnis zur Schutzgesetzqualität	186
(3) Neueres Verständnis zur Schutzgesetzqualität	188
(4) Bewertung	190
bb) Haftung gemäß den DRS-Vorschriften i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	194
cc) Haftung gemäß §§ 114, 115, 117 WpHG (§§ 37v, 37w und 37y WpHG a.F.) i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	196
(1) Vorgaben der Gesetzesmaterialien zum TUG	197
(2) Europarechtliche Vorgaben	199
(3) Systematische Überlegungen	201
(4) Zwischenergebnis	204
dd) Haftung gemäß § 120 Abs. 2 WpHG (§ 39 Abs. 2 WpHG a.F.) i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	204
ee) Haftung gemäß §§ 3a ff., 18 ff. WpAIV i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	205

ff)	Haftung gemäß den IFRS-Vorschriften i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	206
	(1) IFRS-Vorschriften als „Gesetz“ i.S.d. Art. 2 EGBGB	206
	(2) IFRS-Vorschriften als Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB	208
	(3) Zwischenergebnis	211
gg)	Haftung gemäß §§ 50 ff. BörsO FWB i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	211
b)	Straf- und Ordnungswidrigkeitenvorschriften als Schutzgesetze	213
	aa) Haftung gemäß § 331 HGB i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	213
	bb) Haftung gemäß § 334 HGB i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	216
	cc) Haftung gemäß § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	217
	dd) Haftung gemäß § 263 StGB i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	220
	ee) Haftung gemäß § 264a StGB i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	223
c)	Sonstige als Schutzgesetz in Betracht zu ziehende Vorschriften	225
	aa) Haftung gemäß Art. 15 MAR i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	225
	bb) Haftung gemäß § 93 Abs. 2 AktG i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	229
	cc) Haftung gemäß §§ 3, 5 UWG bzw. § 16 UWG i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	230
IV.	Haftung gemäß § 826 BGB	232
	1. Haftungsadressat und organisatorische Erfordernisse	232
	2. Sittenwidrigkeit	233
	a) Bewusst unrichtige Auskunft	235
	b) Leichtfertige unrichtige Auskunftserteilung	236
	c) Übertragbarkeit der Rechtsprechung zur Ad-hoc-Publizitätshaftung	236
	3. Schädigungsvorsatz	240
	4. Zwischenergebnis	242

V. Haftungsbe gründende Kausalität und ersatzfähiger Schaden	242
1. Haftungsbe gründende Kausalität	244
a) Annahme eines Anscheinsbeweises als Folge einer Anlagestimmung	244
b) Anwendung der für die Prospekthaftung vorgesehenen Beweislastumkehr	247
c) Verzicht auf eine konkrete Willensbeeinflussung	248
2. Haftungsausfüllende Kausalität: Schadensumfang und -berechnung	251
a) Rückabwicklung des Wertpapiergeschäfts	251
b) Ersatz des Kursdifferenzschadens	253
VI. Zwischenergebnis	254
D. Zivilrechtliche Haftungsfolgen eines falschen Bilanzzeides	256
I. Begriff und Entstehungsgeschichte des Bilanzzeides	257
II. Anwendungsbereich und Anforderungen an den Bilanzzeit	258
III. Der Wissensvorbehalt	260
IV. Zivilrechtliche Haftung aufgrund eines fehlerhaften Bilanzzeides	263
1. Garantieerklärung des Vorstandes	263
2. Haftung nach §§ 311 Abs. 3, 241 Abs. 2, 280 Abs. 1 BGB	264
3. Deliktsrechtliche Haftung	266
a) Schutzgesetzcharakter der die Abgabe des Bilanzzeides regelnden Vorschriften	267
b) Schutzgesetzcharakter der auf den Bilanzzeit bezogenen Strafvorschriften	270
V. Zwischenergebnis	271
E. Haftung analog §§ 97, 98 WpHG (§§ 37b, 37c WpHG a.F.)	272
I. Regelungslücke trotz vergleichbarer Interessenslage	272
II. Planwidrigkeit der Regelungslücke	273
III. Zwischenergebnis	274
F. Rückgriff auf § 97 WpHG (37b WpHG a.F.) als Haftungsnorm	274
G. Die Haftung des Abschlussprüfers	276
I. Prüfungspflichtige Regelberichte	277

II. In Betracht kommende Haftungsgrundlagen	279
1. Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	282
a) Anwendbarkeit	282
b) Voraussetzungen des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	283
2. Deliktische Haftung	286
III. Zwischenergebnis	290
H. Zwischenbetrachtung	291
Kapitel 4: Regelpublizitätshaftung de lege ferenda	295
A. Rechtsnatur eines spezialgesetzlichen Regelpublizitätshaftungstatbestands	295
B. Haftungsadressat	299
I. Haftung des Emittenten	300
II. Zusätzliche Außenhaftung der verantwortlichen Organmitglieder	302
1. Argumente für eine Organaußenhaftung	302
2. Argumente gegen eine Organaußenhaftung	304
III. Zwischenergebnis	306
C. Beschränkung des Kreises der Anspruchsberechtigten	306
I. Transaktionserfordernis	307
II. Beschränkung des Kreises der Anspruchsberechtigten auf Kapitalanleger	312
D. Verschulden	316
E. Ersatzfähiger Schaden und Kausalitätserfordernis de lege ferenda	323
I. Ersatzfähiger Schaden	323
1. Schutzgut der Regelpublizität	324
2. Übernahme des Marktrisikos	328
3. Weitergehende rechtsökonomische Überlegungen	329
4. Zwischenergebnis	332
II. Haftungsbegründende Kausalität	332
III. Ermittlung und Nachweis des Kursdifferenzschadens	334
1. Ermittlung des Kursdifferenzschadens	335
2. Pauschalierter Schadensnachweis de lege ferenda	336

*Inhaltsverzeichnis*

IV. Zwischenergebnis	340
F. Informationspflichtverletzung	341
I. Unterlassene Regelberichterstattung	341
II. Erfordernis der Wesentlichkeit oder Kurserheblichkeit des Fehlers	343
G. Haftungshöchstgrenze und Haftungsausschluss bei Kenntnis	345
I. Erfordernis einer Haftungshöchstgrenze	345
II. Ausschluss der Haftung bei Kenntnis der Fehlerhaftigkeit	347
H. Verjährung	349
Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse in Thesen	352
Literaturverzeichnis	361

## Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
ABl. EG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft
ABl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für civilistische Praxis
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch von 1861
ADS	Adler/Düring/Schmaltz
AER	The American Economic Review
AG	Aktiengesellschaft
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Anm.	Anmerkung
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom 28.10.20104, BGBI. I, S. 2630 ff.
ARC	Accounting Regulatory Committee
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Der Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BC	Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Control- ling
Bd.	Band
begr.	begründet
Begr.	Begründung
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof

## Abkürzungsverzeichnis

BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
Bilanzrichtlinie	Richtlinie 2013/34/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Jahresabschluss, den konsolidierten Abschluss und damit verbundene Berichte von Unternehmen bestimmter Rechtsformen und zur Änderung der Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates, ABl. EU Nr. L 182 vom 29.6.2013, S. 19 ff.
BilKoG	Gesetz zur Kontrolle von Unternehmensabschlüssen (Bilanzkontrollgesetz – BilKoG) vom 15.12.2004, BGBl. I, S. 3408 ff.
Bil-Komm	Bilanz-Kommentar
BilMoG	Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz – BilMoG) vom 25.5.2009, BGBl. I, S. 1102 ff.
BilRUG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2013/34/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Jahresabschluss, den konsolidierten Abschluss und damit verbundene Berichte von Unternehmen bestimmter Rechtsformen und zur Änderung der Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates (Bilanzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – BilRUG) vom 17.7.2015, BGBl. I, S. 1245 ff.
BiRiLiG	Gesetz zur Durchführung der Vierten, Siebten und Achten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts vom 19.12.1985, BGBl. I, S. 2355 ff.
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMJ	Bundesministerium der Justiz
BMJV	Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
Börsenzulassungsrichtlinie	Richtlinie des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse (79/279/EWG), ABl. EWG Nr. 66 vom 16.3.1979, S. 21 ff.
BörsenZulG	Börsenzulassungsgesetz
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
BR-Drucks.	Bundesratsdrucksache

BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
CSR	Corporate Social Responsibility
D&O	Directors and Officers
DAV	Deutscher Anwaltverein
DAX	Deutscher Aktienindex
DAX-30	Aktienindex der nach Marktkapitalisierung und Börsenumsatz größten 30 deutschen Unternehmen im Prime Standard
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
ders.	derselbe
dies.	dieselbe, dieselben
DiskE	Diskussionsentwurf
Diss.	Dissertation
DJT	Deutscher Juristentag
DPR	Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung e. V.
DRS	Deutsche(r) Rechnungslegungs Standard(s)
DRSC	Deutsche Rechnungslegungs Standards Committee e. V.
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
e.V.	eingetragener Verein
EAR	European Accounting Review
EFRAG	European Financial Reporting Advisory Group
EG	Europäische Gemeinschaft
EHUG	Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister vom 10.11.2006, BGBl. I, S. 2553 ff.
Einl.	Einleitung
Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz	Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) vom 30.6.2016, BGBl. I, S. 1514 ff.
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

## *Abkürzungsverzeichnis*

EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
f.	die folgende Seite, Randnummer etc.
ff.	die folgenden Seiten, Randnummern etc.
FFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GoB	Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung
Großkomm.	Großkommentar
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
Halbjahresrichtlinie	Richtlinie des Rates vom 15. Februar 1982 über regelmäßige Informationen, die von Gesellschaften zu veröffentlichen sind, deren Aktien zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zugelassen sind (82/121/EWG), ABl. EG Nr. L 48 vom 20.2.1982, S. 26 ff.
HdB	Handbuch
HFA	Hauptfachausschuss
HGB	Handelsgesetzbuch
HHL	Hochschule Leipzig
HK	Handkommentar
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
i.d.R.	in der Regel
i.H.v.	in Höhe von
i.S.d.	im Sinne des
i.V.m.	in Verbindung mit
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee

IAS-Verordnung	Verordnung (EG) Nr. 1602/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards, ABl. EG Nr. L 243 vom 11.9.2002, S. 1 ff. mit Änderung Verordnung (EG) Nr. 297/2008 vom 11. März 2008, ABl. EU Nr. L 97 vom 9.4.2008, S. 62 f.
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
insb.	insbesondere
IRZ	Zeitschrift für internationale Rechnungslegung
Jahresabschlussrichtlinie	Vierte Richtlinie des Rates vom 25. Juli 1978 aufgrund von Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen (78/660/EWG), ABl. EG Nr. L 222 vom 14.8.1978, S. 11 ff.
JoAAF	Journal of Accounting, Auditing & Finance
JoAR	Journal of Accounting Research
JoF	The Journal of Finance
JR	Juristische Rundschau (Zeitschrift)
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
JW	Juristische Wochenschrift
JZ	JuristenZeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KapInHaG	Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz – KapInHaG) vom 7.10.2004
KapMuG	Gesetz zur Einführung von Kapitalanleger-Musterverfahren vom 16.8.2005, BGBl. I, S. 2437 ff.
KapitalanlageR	Kapitalanlagerecht
Kapitalrichtlinie	Zweite Richtlinie des Rates vom 13. Dezember 1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 58 Abs. 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten (77/91EWG), ABl. EG Nr. L 26 vom 31.1.1977, S. 1 ff.

## *Abkürzungsverzeichnis*

KASG	Kapitalanlegerschutzgesetz vom 3.7.2015, BGBl. I, S. 1144 ff.
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KK-AktG	Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
KK-RLR	Kölner Kommentar zum Rechnungslegungsrecht
KK-WpHG	Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
Komm.	Kommentar
Konzernabschlussrichtlinie	Siebte Richtlinie des Rates vom 13. Juli 1983 aufgrund von Artikel 54 Abs. 3 Buchstabe g) des Vertrages über den konsolidierten Abschluss (83/349/EWG), ABl. EG Nr. L 193 vom 18.7.1983, S. 1 ff.
KoR	Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LG	Landgericht
lt.	laut
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173 vom 12.6.2014, S. 1 ff.
M-DAX	Aktienindex, der nach Marktkapitalisierung und Börsenumsatz 50 größten auf die DAX-Werte folgenden Unternehmen der klassischen Branchen im Prime Standard
MünchKomm. AktG	Münchener Kommentar zum Aktiengesetz
MünchKomm. BGB	Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
MünchKomm. GmbH	Münchener Kommentar zum Gesetzbuch, betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
MünchKomm. HGB	Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	NJW-Rechtsprechung-Report Zivilrecht
No.	Number
Nr.	Nummer

NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv, Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen
OLG	Oberlandesgericht
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
PS	Prüfungsstandard
PublG	Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen (Publizitätsgesetz – PublG)
PwC	PricewaterhouseCoopers AG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
QJE	Quarterly Journal of Economics
rd.	rund
RegE	Regierungsentwurf
RGSt.	Entscheidungen des Reichsgerichts in Strafsachen
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
Richtlinie 2012/30 EG	Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Oktober 2012 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 54 Absatz 2 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten (2012/30/EU), ABl. EG Nr. L 315 vom 14.11.2012, S. 74 ff.
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
Rn.	Randnummer
RS	Rechnungslegungsstandard
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Seite
SARG	Standards Advice Review Group
SEC	Securities and Exchange Commission
sog.	sogenannte
StGB	Strafgesetzbuch

## Abkürzungsverzeichnis

Transparenzrichtlinie	Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf dem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (2004/109/EG), ABl. EU Nr. L 390 vom 31.12.2004, S. 38 ff.
Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie	Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG, ABl. EU Nr. L 294 vom 6.11.2013, S. 13 ff.
TransPuG	Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz – TransPuG) vom 19.7.2002, BGBl. I, S. 2681 ff.
TUG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG) vom 5.1.2007, BGBl. I, S. 10 ff.
u.a.	und andere(r), unter anderem
Urt.	Urteil
US-GAAP	United States-Generally Accepted Accounting Principles
UWG	Gesetz über den unlauteren Wettbewerb
v.	von
VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
vgl.	vergleiche
wistra	Zeitschrift für Wirtschaft, Steuer, Strafrecht

WM	Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
WPK-Mitt.	Wirtschaftsprüferkammer-Mitteilungen
WPO	Wirtschaftsprüferordnung
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WRP	Wettbewerb in Recht und Praxis
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZBB/JBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft/Journal of Banking Law and Banking (JBB)
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfBf	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfhF	Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik



# Einleitung

## A. Einführung

Eine verlässliche Informationsversorgung ist für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts von grundlegender Bedeutung<sup>1</sup>. Den kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten kommt deshalb eine wichtige Aufgabe zu. Sie dienen dem Abbau bestehender Informationsasymmetrien zwischen den Marktteilnehmern und sollen den Anlegern eine möglichst fundierte Investitionsentscheidung ermöglichen<sup>2</sup>. Dies ist im Interesse des einzelnen Anlegers, dient aber auch einer informationseffizienten Preisbildung und darauf aufbauend der Gewährleistung der allokativen Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts im gesamtwirtschaftlichen Interesse<sup>3</sup>.

Trotz der großen Bedeutung der Informationspflichten haben spezialgesetzliche Haftungstatbestände als Mittel zur Absicherung einer zutreffenden Berichterstattung und zur Kompensation entstandener Schäden zumindest auf dem Sekundärmarkt lange Zeit keine Rolle gespielt<sup>4</sup>. Entscheidend änderte sich dies erst im Zuge der Entwicklung einer neuen Aktienkultur in Deutschland Ende der 1990er-Jahre und der darauf folgenden Aufarbeitung von Informationspflichtverletzungen am „Neuen Markt“. In-

---

1 Vgl. bereits 1962 v. *Caemmerer*, in: Barz u.a., Publizitätsgespräch, S. 141, 157 und aktuell etwa *Oulds*, in: Kümpel/Wittig, Bank- u. Kapitalmarktrecht, Rn. 14.233 sowie ausführlich zur Gefahr des Marktversagens aufgrund fehlender Informationsversorgung *Assmann*, Prospekthaftung, S. 276 ff. sowie *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 189 ff., 306 ff. mit theoretischen und empirischen Nachweisen aus den dort angegebenen wirtschaftswissenschaftlichen Untersuchungen. Siehe ferner Kapitel 1, C.

2 Vgl. etwa *Assmann*, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 2 sowie *Hopt/Voigt*, in: Hopt/Voigt, Prospekt- u. Kapitalmarktinformationshaftung, S. 3, 12 f.

3 Vgl. Mülbart/Steup, WM 2005, 1633 sowie zur allokativen Funktion im volkswirtschaftlichen Interesse *Oulds*, in: Kümpel/Wittig, Bank- u. Kapitalmarktrecht, Rn. 14.168 und *Kübler/Assmann*, Gesellschaftsrecht, S. 469 f. Zum Verhältnis von Individual- und Funktionsschutz ferner *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 296 ff. sowie Kapitel 1, D.

4 Hingegen hat der Gesetzgeber für die Primärmarkthaftung schon frühzeitig die, auf das Börsengesetz (BörsG) aus dem Jahr 1896 zurückgehende, Prospekthaftung normiert.

soweit hatte sich die Rechtsprechung allerdings vor allem mit der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen zu beschäftigen<sup>5</sup>. Zugleich hat sich die Ad-hoc-Publizitätshaftung in der Vergangenheit zu einem viel beachteten Forschungsgebiet in der Rechtswissenschaft entwickelt<sup>6</sup>. Vor allem aber hat der Gesetzgeber durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz<sup>7</sup> bereits im Jahr 2002 zumindest für fehlerhafte oder pflichtwidrig unterlassene Ad-hoc-Mitteilungen einen spezialgesetzlichen Haftungstatbestand im WpHG normiert.

Hingegen hat die hier gegenständliche Haftung für fehlerhafte Regelpublizität in der Rechtsprechung und Rechtswissenschaft bis heute vergleichsweise wenig Beachtung erfahren<sup>8</sup>, auch wenn eine Reihe öffentlichkeitswirksamer Bilanzskandale vorübergehend den Blick auf die Regelpublizitätshaftung lenkten<sup>9</sup>. Dabei kommt der Regelpublizität vor allem in Form der Rechnungslegungspublizität nach §§ 238 ff. HGB sowie den nach dem WpHG und den jeweiligen Börsenordnungen zu veröffentlichenden Regelberichten eine grundlegende Informationsfunktion im Gefü-

---

5 Vgl. exemplarisch BGH, Urt. vom 19.7.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134 (Infomatec I); BGH, Urt. vom 19.7.2004, II ZR 402/02, BGHZ 160, 149 (Infomatec II); BGH NJW 2005, 2450 (EM.TV); BGH, Urt. vom 13.12.2011, XI ZR 51/10, BGHZ 192, 90 (IKB) sowie mit dieser Einschätzung zur Konzentration der Rechtsprechung auf die Ad-hoc-Publizitätshaftung *Fleischer*, in: Assmann/Schütze, HdB KapitalanlageR, 4. Aufl., § 6 Rn. 5.

6 Vgl. beispielhaft aus der Literatur *Möllers/Rotter*, Ad-hoc-Publizität; *Doğan*, Ad-hoc-Publizitätshaftung; *Struck*, Ad-hoc-Publizitätspflicht; *Feldhaus*, Ad-hoc-Publizität; *Sangiovanni*, Ad-hoc-Publizität; *Kissner*, Ad-hoc-Mitteilungen; *Dirigo*, Haftung sowie *Hewicker*, Ad-hoc-Publizität.

7 Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 21.6.2002, BGBI. I, S. 2010 ff., berichtet S. 2316.

8 Vgl. aber z.B. LG Bonn, AG 2001, 484 ff. zu möglichen Schadensersatzansprüchen von Aktienkäufern, die darauf verwiesen, durch fehlerhafte Bilanzen bei ihrer Anlagenentscheidung beeinflusst worden zu sein. Aus der Literatur siehe vor allem *Mülbert/Steup*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 254 ff.; *dies.*, WM 2005, 1633 ff.; *Maier-Reimer/Seulen*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, HdB Kapitalmarktinformation, § 30 Rn. 197 ff.; *Stübinger*, Teilnehmerhaftung, S. 108 ff.

9 Stellvertretend für die erwähnten Bilanzskandale stehen in Deutschland die Unternehmen „Bankgesellschaft Berlin“, „Refugium“, „Comroad“ und „FlowTex“.

ge der kapitalmarktrechtlichen Berichtspflichten zu<sup>10</sup>. Dennoch ist die Regelpublizitätshaftung bislang nicht spezialgesetzlich geregelt<sup>11</sup>. Durch die Prüfung des Jahres- und Konzernabschlusses sowie der dazu gehörenden Lageberichte soll möglichen Unregelmäßigkeiten vor allem präventiv entgegengewirkt werden<sup>12</sup>. Darüber hinaus wurde durch das sog. Bilanzkontrollgesetz (BilKoG)<sup>13</sup> aus dem Jahr 2004 für kapitalmarktorientierte Unternehmen ein sog. Enforcement-Verfahren eingeführt, welches das Vertrauen in die Integrität des Kapitalmarkts stärken soll<sup>14</sup>. Diesem stichprobenartig und anlassabhängig durchzuführenden Kontrollverfahren unterliegen der Konzern- und Jahresabschluss und die dazu gehörenden Lageberichte sowie lediglich anlassbezogen der verkürzte Abschluss und der zugehörige Zwischenlagebericht des Halbjahresfinanzberichts kapitalmarktorientierter Unternehmen<sup>15</sup>. Neben diesen Kontrollmaßnahmen war im Diskussionsentwurf zum Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz (KapInHaG)<sup>16</sup> aus dem Jahr 2004 erstmals die Einführung eines allgemeinen Haftungstatbestands für die Veröffentlichung sämtlicher Falschinformationen am Sekundärmarkt und damit auch eine spezialgesetzliche Haftung

- 
- 10 Zur Bedeutung der Rechnungslegungspublizität im kapitalmarktrechtlichen Kontext siehe auch *Assmann*, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 3 sowie *Brinckmann*, Finanzberichterstattung, S. 190 ff. und Kapitel 1, B. Zum Begriff und zum Umfang der Regelpublizität siehe sogleich Einleitung, B.
  - 11 Ebenfalls auf das Fehlen einer entsprechenden Haftungsgrundlage hinweisend etwa *Brinckmann*, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 18, Rn. 77; *Maier-Reimer/Seulen*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, HdB Kapitalmarktinformation, § 30 Rn. 8; *Mülbert/Steup*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 254; *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633 ff.; *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 28; *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG, §§ 37b, c Rn. 69; *Veil*, ZBB 2006, 162, 169; *Möllers*, AcP 208 (2008), 1, 29 ff.
  - 12 Zudem soll die Richtigkeit des – im hier interessierenden kapitalmarktrechtlichen Kontext allerdings weniger relevanten – Jahresabschluss durch die Nichtigkeitsandrohung des § 256 AktG gewährleistet werden. Vgl. dazu nur *Koch*, in: Münch-Komm. AktG, § 256 Rn. 2.
  - 13 Gesetz zur Kontrolle von Unternehmensabschlüssen (Bilanzkontrollgesetz – BilKoG) vom 15.12.2004, BGBl. I, S. 3408 ff.
  - 14 Begr. RegE BilKoG, BT-Drucks. 15/3421, S. 1, 11.
  - 15 Ausführlich zum Kontrollverfahren *Gelhausen/Hönsch*, AG 2005, 511 ff.
  - 16 *Bundesministerium der Finanzen*, Zweiter Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz – KapInHaG) vom 7.10.2004, abgedruckt in NZG, 2004, 1042 ff.

für fehlerhafte Regelpublizität vorgesehen<sup>17</sup>. Aufgrund heftiger Kritik, vor allem an der Tatsache, dass auch eine persönliche Außenhaftung von Organmitgliedern eingeführt werden sollte, wurde das Gesetzgebungsvorhaben jedoch nicht weiterverfolgt und ein entsprechender Haftungstatbestand bis heute nicht normiert<sup>18</sup>. In der jüngeren Vergangenheit wurde allerdings in der Literatur, im Anschluss an die IKB-Entscheidung des BGH<sup>19</sup>, vereinzelt die Wiederbelebung eines entsprechenden Gesetzgebungsvorhabens gefordert<sup>20</sup>.

Durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG)<sup>21</sup> wurde schließlich zwar die Verpflichtung zur regelmäßigen Veröffentlichung von Finanzberichten für kapitalmarktorientierte Unternehmen bereits im Jahr 2007 im WpHG geregelt<sup>22</sup>. Ein spezialgesetzlicher Haftungstatbestand für fehlerhafte Regelpublizität wurde jedoch, auch im Zuge der Umsetzung der Transparenzrichtlinie<sup>23</sup>, nicht normiert. Mit Blick auf die Richtlinien-

---

17 Zuvor hatte bereits die Regierungskommission Corporate Governance empfohlen, eine umfassende Kapitalmarktinformationshaftung zu normieren, vgl. *Baums*, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rn. 182 ff.

18 Kritisch insb. Handelsrechtsausschuss des DAV, NZG 2004, 1099; *Spindler*, WM 2004, 2089, 2093; *Sünner*, DB 2004, 2460.

19 BGH, Urt. vom 13.12.2011, XI ZR 51/10, BGHZ 192, 90 (IKB).

20 So explizit *Hannich*, WM 2013, 449, 456 sowie *Hopt*, ZIP 2013, 1793, 1802, 1805. Dahingehend auch *Fuchs*, in: Fuchs, WpHG, Vor §§ 37b, 37c Rn. 80. Kritisch aber *Bachmann*, Gutachten E für den 70. DJT, 2014, S. E 116 f.

21 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG) vom 5.1.2007, BGBl. I, S. 10 ff.

22 Allerdings ist der Jahresfinanzbericht, anders als der Halbjahresfinanzbericht, nach Maßgabe der Vorschriften des WpHG nur dann konstitutiv zu veröffentlichen, wenn der Emittent nicht bereits nach handelsrechtlichen Vorschriften zur Offenlegung verpflichtet ist, vgl. § 114 Abs. 1 Satz 1 Hs. 2 WpHG (§ 37v Abs. 1 Satz 1 Hs. 2 WpHG a.F.). Siehe auch Kapitel 2, B II 1.

23 Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf dem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABI. EU Nr. L 390 vom 31.12.2004, S. 38.

vorgaben wird diese zum Teil kritisch gesehen, wobei auf diesen Aspekt noch zurückzukommen ist<sup>24</sup>.

## B. Problemstellung und Gang der Untersuchung

### I. Problemstellung

Die Regelpublizitätshaftung ist, wie bereits erwähnt, bislang nicht spezialgesetzlich geregelt. Anleger, die sich aufgrund fehlerhafter Regelberichte zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren entschieden haben und denen hierdurch ein Schaden entstanden ist, weil sie die Wertpapiere bei zutreffender Information nicht oder jedenfalls nicht zu diesem Preis gekauft bzw. verkauft hätten, steht kein spezialgesetzlicher Regelpublizitätshaftungstatbestand zur Verfügung. Soweit die fehlende spezialgesetzliche Regelpublizitätshaftung in der Literatur thematisiert wird, wird das Fehlen eines Regelpublizitätshaftungstatbestands entsprechend der spezialgesetzlich normierten Ad-hoc-Publizitätshaftung allgemein als unbefriedigende Schutzlücke im System der kapitalmarktrechtlichen Haftungsnormen bemängelt<sup>25</sup>. Tatsächlich überrascht dieses Ergebnis vor dem Hintergrund, dass die Regelpublizität kapitalmarktorientierter Unternehmen im Ergebnis denselben Kapitalmarktbezug wie etwa die Ad-hoc-Publizität aufweist und grundlegende Unternehmensdaten als wichtige Basis der Anlageentscheidung vermittelt<sup>26</sup>. Vor diesem Hintergrund und im Hinblick darauf, dass in den letzten Jahren auch durch die Etablierung der IFRS-Bilanzierungsvorschriften ein Bilanzrecht eingeführt wurde, das sich vorrangig am

---

24 So Möllers/Leisch, in: KK-WpHG, §§ 37b, c Rn. 84 sowie ebenfalls eher kritisch Mülbert/Steup, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 254 ff. Siehe aber auch Sethe, in: Assmann/Schneider, WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 28 sowie Art. 7 der Transparenzrichtlinie zu den haftungsrechtlichen Anforderungen der Richtlinie. Näher dazu auch Kapitel 3, C III 2 a cc (2).

25 Siehe Maier-Reimer/Seulen, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, HdB Kapitalmarktinformation, § 30 Rn. 8 sowie Möllers/Leisch, in: KK-WpHG, §§ 37b, c Rn. 69 sowie Brinckmann, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 18, Rn. 77.

26 Vgl. dazu Kapitel 1, A und Kapitel 3, E I sowie zur Bedeutung und Vergleichbarkeit der Publizitätsregime Kremer, Verantwortlichkeit des Wirtschaftsprüfers, S. 241 ff. sowie Maier-Reimer/Seulen, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, HdB Kapitalmarktinformation, § 30 Rn. 10.

Regelungsziel der Anlegerinformation orientiert<sup>27</sup>, soll im Folgenden zunächst die Frage geklärt werden, inwieweit für fehlerhafte Regelberichterstattung kapitalmarktorientierter Unternehmen aufgrund des zivilrechtlichen Haftungsinstrumentariums *de lege lata* gehaftet wird. Insoweit drängt sich vor allem die Frage auf, ob den Regelberichtspflichtigen eine individualschützende Wirkung i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB zuzusprechen ist. *De lege ferenda* stellt sich die Frage, wie eine ausgewogene Regelpublizitätshaftung ausgestaltet sein sollte, auch um bestehende Schutzlücken im Vergleich zur Ad-hoc-Publizitätshaftung zu schließen. Gegenstand der Untersuchung ist mithin die Frage nach der Haftung des Emittenten und der für die Regelberichterstattung unmittelbar verantwortlichen Organmitglieder *de lege lata* und *de lege ferenda* gegenüber Anlegern, die aufgrund einer fehlerhaften Regelberichterstattung eine Kauf- oder Verkaufsentscheidung getroffen haben oder die Wertpapiere jedenfalls zu einem verzerrten Preis erworben oder veräußert haben und denen dadurch ein Schaden entstanden ist.

## II. Gang der Untersuchung

Die vorliegende Arbeit beleuchtet mithin die zivilrechtlichen Haftungsansprüche von Anlegern am Kapitalmarkt bei einer fehlerhaften Regelberichterstattung. Behandelt wird damit ein Teilbereich der komplexen kapitalmarktrechtlichen Informationshaftung. Um gleichwohl das Gesamtsystem der kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten und der sie absichernden Haftungsgrundlagen nicht aus den Augen zu verlieren, wird die Regelpublizitätshaftung im ersten einführenden Kapitel zunächst in das System der kapitalmarktrechtlichen Informationshaftung eingeordnet. Sodann soll die Bedeutung der Regelberichterstattung für die Anlageentscheidung und Kursentwicklung beleuchtet werden. Darüber hinaus werden die kapitalmarktrechtlichen Regelungszusammenhänge und ökonomischen Hintergründe der Informationspflichten beleuchtet, da darauf aufbauend erste Erkenntnisse für die Ausgestaltung einer *de lege ferenda* zu normierenden ausgewogenen Regelpublizitätshaftung gewonnen werden können. Schließlich werden die konzeptionellen Grundlagen des zivil-

---

<sup>27</sup> Vgl. dazu nur *Heuser*, in: *Heuser/Theile, IFRS Handbuch*, insb. Rn. 7; *Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht*, S. 308.

rechtlichen Haftungsrechts als Mittel zur Gewährleistung einer ordnungsgemäßen Kapitalmarktinformation betrachtet und dabei u.a. auch die bestehenden Kontrollsysteme mit Blick auf die Abschlussprüfung und das Enforcement-Verfahren skizziert. Ferner werden im ersten einführenden Kapitel auch die Auswirkungen eines eventuellen Versicherungsschutzes auf die Präventionsfunktion einer Haftungsnorm untersucht. Schließlich bedarf eine Untersuchung der Regelpublizitätshaftung gegenüber Kapitalanlegern zumindest auch einer Erörterung der Frage des Verhältnisses der kapitalmarktrechtlichen Informationshaftung zur aktienrechtlichen Kapitalerhaltung, wobei im Hinblick darauf, dass diese Frage in der Literatur bereits hinlänglich erörtert wurde und sich zwischenzeitlich sogar der EuGH mit der Thematik befasst hat, hier ein knappe Betrachtung genügen soll<sup>28</sup>.

Anschließend wird im zweiten Kapitel zunächst die historische Entwicklung der Rechnungslegungs- und Regelpublizität aufgezeigt. Dabei soll ein besonderes Augenmerk auf den sich wandelnden Adressatenkreis der handelsrechtlichen Rechnungslegungspublizität gerichtet werden, da hierauf bei der Frage der Schutzgesetzqualität der Berichtspflichten im dritten Kapitel zurückzukommen sein wird. Im Anschluss daran werden die *de lege lata* aufgrund des HGB, des WpHG und der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse (BörsO FWB) zu erfüllenden Regelberichtspflichten kapitalmarktorientierter Unternehmen näher dargestellt. Schließlich wird auch herausgearbeitet, wann ein Regelbericht im Grundsatz als fehlerhaft zu qualifizieren ist, und darüber hinaus die Fehleranfälligkeit der Rechnungslegungsvorschriften mit Blick auf die von der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung e.V. (DPR) veröffentlichten Ergebnisse zur Prüfung im Rahmen des Enforcement-Verfahrens skizziert werden. Insofern ist schließlich auch zu klären, ob die Rechnungslegungsvorschriften ausreichend konkretisiert sind, um hieran eine *de lege ferenda* zu normierende spezialgesetzliche Haftung anzuknüpfen.

Nach diesen grundlegenden Schritten wird, unter Berücksichtigung der bisher gewonnenen Erkenntnisse, im dritten Kapitel die Frage untersucht, inwieweit für fehlerhafte Regelpublizität *de lege lata* am Kapitalmarkt gehaftet wird. Mangels einer spezialgesetzlichen Haftungsvorschrift sind

---

28 Vgl. EuGH, NZG 2014, 215. Sowie aus der Literatur nur beispielhaft *Fleischer/Schneider/Thaten*, NZG 2012, 801 ff.; *Langenbacher*, ZIP 2005, 239 ff.; *Sethe*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 6 f.; *Möllers/Leisch*, in: *KK-WpHG*, §§ 37b, c Rn. 38 ff.

hierbei nacheinander die allgemeinen Haftungsgrundlagen zu untersuchen, die für eine Außenhaftung des Emittenten oder der für die Regelberichterstattung verantwortlichen Organmitglieder in Betracht kommen. Zunächst ist insoweit zu klären, ob die spezialgesetzlich geregelte oder die allgemein-zivilrechtliche Prospekthaftung als Haftungsgrundlage für fehlerhafte Regelberichterstattung herangezogen werden kann. Daran anschließend wird die deliktsrechtliche Haftung für fehlerhafte Regelpublizität untersucht und bewertet. Ein Schwerpunkt liegt hier auf der Frage, ob die Rechnungslegungs- und Rechnungslegungspublizitätsvorschriften des HGB heute als Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB zu qualifizieren sind, vor dem Hintergrund einer zunehmenden kapitalmarktrechtlichen Ausrichtung der Rechnungslegungsvorschriften. Daneben wird auch die Frage, ob den Regelberichtspflichten des WpHG eine individualschützende Wirkung i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB zukommt, genauer zu untersuchen sein. Darüber hinaus ist aber auch die in der rechtswissenschaftlichen Literatur bisher noch kaum untersuchte Frage, ob den IFRS-Bilanzierungsvorschriften Schutzgesetzeigenschaft zukommt, näher zu analysieren<sup>29</sup>. Im Zusammenhang mit Regelpublizitätspflichtverletzungen ist des Weiteren ein Verstoß gegen das zwischenzeitlich nicht mehr in § 20a WpHG a.F., sondern unmittelbar europarechtlich in Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung (MAR)<sup>30</sup> normierte Marktmanipulationsverbot in Betracht zu ziehen und zu erwägen, inwieweit hierdurch eine Neubewertung der bislang überwiegend abgelehnten Schutzgesetzqualität des Marktmanipulationsverbots erforderlich wird. Ferner wird in deliktsrechtlicher Hinsicht zu untersuchen sein, inwieweit eine Haftung nach § 826 BGB in Betracht kommt und ob die diesbezügliche Rechtsprechung zur Ad-hoc-Publizitätshaftung auf die Regelpublizitätshaftung übertragbar ist<sup>31</sup>. Mit Blick auf das Kausalitätserfordernis wird insoweit auch zu untersuchen sein, ob bereits de lege lata Beweiserleichterungen in Betracht zu ziehen sind.

---

29 Soweit ersichtlich dazu bisher nur *Schnorr*, ZHR 170 (2006), 9, 27 ff.

30 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 1.

31 Vgl. BGH, Urt. vom 19.7.2004, II ZR 402/02, BGHZ 160, 149, 157 (Infomatec II); BGH WM 2004, 1726, 1730 f. (Infomatec III).

Ein weiterer Schwerpunkt stellt die Frage dar, ob die fehlerhafte Abgabe des sog. Bilanzzeides eine zivilrechtliche Haftung des Vorstands begründen kann. Schließlich ist vor allem auch zu untersuchen, ob, wie vereinzelt vertreten, die Voraussetzungen für eine analoge Anwendung der Ad-hoc-Publizitätshaftung nach §§ 97, 98 WpHG (§§ 37b, 37c WpHG a.F.) erfüllt sind<sup>32</sup>. Kompletierend soll die Haftung des Wirtschaftsprüfers gegenüber Anlegern, die aufgrund fehlerhafter Regelberichte Anteile am Kapitalmarkt erworben haben, dargestellt werden. Da diese Frage in der Literatur bereits ausführlich untersucht wurde, soll diese Haftungsfrage allerdings lediglich in der damit gebotenen Kürze dargestellt und bewertet werden, um eine Aussage dazu treffen zu können, ob sich Anleger durch eine Inanspruchnahme des Abschlussprüfers schadlos halten können<sup>33</sup>. Abschließend soll, aufbauend auf den Erkenntnissen der bisherigen Untersuchung, analysiert werden, ob die bestehenden Haftungsgrundlagen ausreichen oder ob gesetzgeberischer Handlungsbedarf besteht, um eine ausgewogene Regelpublizitätshaftung zu gewährleisten und mögliche Haftungslücken im Vergleich zur Ad-hoc-Publizitätshaftung zu schließen.

Im vierten Kapitel, dem Schlusskapitel der Arbeit, soll vorangestellt die Frage nach der Rechtsnatur einer spezialgesetzlich zu normierenden Regelpublizitätshaftung geklärt werden, bevor im Anschluss die Ausgestaltung eines spezialgesetzlichen Regelpublizitätshaftungstatbestands im Einzelnen untersucht werden soll, um de lege ferenda zu einer ausgewogenen Haftungsgrundlage zu kommen. Insoweit ist vor allem die Frage zu klären, wer Haftungsadressat der spezialgesetzlichen Regelpublizitätshaftung sein sollte. Sodann ist u.a. abzuwägen, welcher Verschuldensmaßstab und welche Kausalitätserfordernisse der Haftungstatbestand vorsehen sollte. Schließlich ist auch die Frage nach dem ersatzfähigen Schaden zu klären. Im Hinblick auf den weiten Adressatenkreis der Regelpublizität, die sich jedenfalls in Form der handelsrechtlichen Rechnungslegungspublizität nach wie vor auch an die Unternehmensgläubiger und weitere Adressaten richtet, bedarf es schließlich einer Klärung der Frage, ob es gleichwohl gerechtfertigt ist, den Kreis der Anspruchsberechtigten einer zu normierenden Regelpublizitätshaftung auf die Anleger am Kapitalmarkt zu beschränken. Am Ende der Arbeit werden die Erkenntnisse schließlich in zusammenfassenden Thesen dargestellt. Zunächst soll jedoch der Begriff der

---

32 So Mülbert/Steup, WM 2005, 1633, 1651 ff.

33 Vgl. Halbleib, Haftung Wirtschaftsprüfer; Kremer, Verantwortlichkeit des Wirtschaftsprüfers. Siehe dazu auch Kapitel 3, G.

Regelpublizität konkretisiert und der Untersuchungsgegenstand näher eingegrenzt werden.

C. *Begriff der Regelpublizität und Konkretisierung des Untersuchungsgegenstandes*

Untersuchungsgegenstand ist die zivilrechtliche Haftung für fehlerhafte Regelpublizität am Kapitalmarkt. Im Folgenden soll der so bestimmte Untersuchungsgegenstand ergänzend zu den obigen Ausführungen, näher bestimmt werden.

I. Der Begriff der Regelpublizität

In sachlicher Hinsicht ist zunächst der Begriff der Regelpublizität zu beleuchten und im hier verstandenen Sinne zu konkretisieren. Ausgangspunkt zur Bestimmung des Begriffs ist der Publizitätsbegriff, der in der Literatur bereits Gegenstand zahlreicher Erörterungen war<sup>34</sup>. Eine allgemein anerkannte Definition des Publizitätsbegriffs besteht gleichwohl nicht<sup>35</sup>. Anerkannt ist jedoch, dass der Publizitätsbegriff verschiedenste Publizitätsformen erfasst, wie beispielsweise die verschiedenen Formen der Register- oder Kapitalmarktpublizität, aber auch die Insolvenz- oder die Rechnungslegungspublizität<sup>36</sup>. Mit Blick auf den unbestimmten Adressatenkreis der genannten Publizitätsformen wird als Publizität ganz überwiegend die Informationsvermittlung an einen nicht bestimmten Personen-

---

34 Vgl. *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 6 ff.; *Fehrenbacher*, Registerpublizität, S. 38 ff.; *Brellocks*, Haftung, S. 5; *Brinckmann*, Kapitalmarktrechtliche Finanzberichterstattung, S. 9 ff.; *Ekkenga*, Anlegerschutz, S. 396 ff., 452 ff.; *Pellens*, in: Gerke/Steiner, Bank- und Finanzwesen, S. 1742; *Hundhausen*, in: Barz u.a., Publizitätsgespräch, S. 17, 18 ff.

35 So auch die Erkenntnis von *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 6 sowie *Fülbier*, Regulierung Ad-hoc-Publizität, S. 21 mit dem Hinweis auf eine Vielzahl unterschiedlicher Definitionsvorschläge. Vgl. dazu *Buschmeyer*, Publizität, S. 9 ff.; *Heyser*, Publizität, S. 5; *Hungerbühler*, Offenlegung, S. 9; *Mühlhäuser*, Publizität, S. 6 f.; *Schindler*, Publizitätsvorschriften, S. 3.

36 Vgl. nur *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 1 ff.

kreis verstanden<sup>37</sup>. Diesem Begriffsverständnis entsprechend, richten sich auch die hier interessierenden regelmäßigen Offenlegungs- bzw. Veröffentlichungspflichten des HGB, des WpHG und der BörsO FWB an einen nicht im Einzelnen bestimmten offenen Adressatenkreis, sodass der Publizitätsbegriff zu Recht Anwendung findet und insoweit zutreffend von der Regelpublizität gesprochen wird. Dies gilt unbeschadet der Tatsache, dass der Gesetzgeber selbst den Begriff der Publizität im HGB und WpHG nicht verwendet<sup>38</sup>.

Entscheidendes Kennzeichen der Regelpublizität ist, wie der Name schon sagt, dass die Information in regelmäßigen Abständen erfolgt<sup>39</sup>, im Gegensatz zur anlassbezogenen Publizität<sup>40</sup>. Zum Teil wird daher statt des Begriffs Regelpublizität auch der Begriff „Periodenpublizität“ verwendet<sup>41</sup> bzw. von der „periodischen Publizität“ gesprochen<sup>42</sup>. Insofern wird vertreten, dass die Bezeichnung „Periodenpublizität“ zutreffender sei, da sich die kapitalmarktrechtliche Regelpublizität nicht nur durch ihre Regelmäßigkeit, sondern vor allem durch die Publizität in periodischen Abständen charakterisiere<sup>43</sup>. Tatsächlich zeichnet sich die Regelpublizität dadurch aus, dass innerhalb bestimmter Zeiträume in periodischen Abständen berichtet wird. Die Bezeichnung „Periodenpublizität“ wäre so gesehen an sich noch präziser. Allerdings ist der Begriff Regelpublizität allgemein

---

37 So *Fehrenbacher*, Registerpublizität, S. 39; ähnlich *Buschmeyer*, Publizität, S. 9; *Fülbier*, Regulierung Ad-hoc-Publizität, S. 21 f.; ähnlich *Brinckmann*, Kapitalmarktrechtliche Finanzberichterstattung, S. 15. Allerdings wird von Publizität zum Teil auch im Zusammenhang mit der an einen einzelnen Anleger gerichteten Anlageberatung und insoweit von „Individualpublizität“ gesprochen, so *Ekkenga*, Anlegerschutz, S. 396 f., 452 f.; *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, S. 94 f.; *Kremer*, Verantwortlichkeit des Wirtschaftsprüfers, S. 83.

38 Er findet lediglich als Bezeichnung für das sog. „Publizitätsgesetz“ (PublG) Verwendung.

39 Vgl. auch *Ehrlicke*, in: *Hopt/Voigt*, Prospekt- u. Kapitalmarktinformationshaftung, S. 299.

40 Siehe dazu auch Kapitel 1, A.

41 Vgl. *Brinckmann*, Kapitalmarktrechtliche Finanzberichterstattung, S. 111; *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 142, der von „periodischer Offenlegung“, sowie *Groß*, WM 2002, 477, der von „der periodischen Information oder Regelpublizität“ spricht.

42 Vgl. etwa *Brinckmann*, in: *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 18, Rn. 1 f.

43 So *Brinckmann*, Kapitalmarktrechtliche Finanzberichterstattung, S. 111.

verbreitet<sup>44</sup>. Daher soll hier am Begriff Regelpublizität festgehalten werden. In Anlehnung an den Gesetzeswortlaut, der seit der Normierung der Regelpublizitätspflichten im WpHG von der Jahres- und Halbjahresfinanzberichterstattung spricht, erscheint allenfalls überlegenswert, statt von der Regelberichterstattung von der Finanzberichterstattung zu sprechen<sup>45</sup>. Dagegen spricht jedoch, dass die Pflicht zur Veröffentlichung eines Jahresfinanzberichts nach § 114 Abs. 1 Satz 1 WpHG (§ 37v Abs. 1 Satz 1 WpHG a.F.) nur dann konstitutiv gilt, wenn der Emittent nicht schon nach handelsrechtlichen Vorschriften, vor allem nach § 325 HGB, zur Offenlegung der Rechnungslegungsunterlagen verpflichtet ist<sup>46</sup>. Damit macht der Begriff der Regelpublizität besser deutlich, dass auch die handelsrechtliche Rechnungslegungspublizität von Unternehmen mit Sitz in Deutschland regelmäßig Teil der Regelpublizität kapitalmarktorientierter Unternehmen ist.

Auffallend ist schließlich, dass der Begriff der Regelpublizität vor allem im kapitalmarktrechtlichen Kontext verwendet wird<sup>47</sup>. Dies mag der Tatsache geschuldet sein, dass jedenfalls die Pflicht zur unterjährigen Regelberichterstattung Folge der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel ist und damit nur kapitalmarktorientierte Unternehmen trifft. Jedoch wird unter dem Begriff der Regelpublizität zum Teil auch umfassender die Publizität des Jahres- bzw. Konzernabschlusses sowie der zugehö-

---

44 Vgl. nur *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG, § 15 Rn. 35 f.; *ders.*, AG 2015, 597, 610; *Fleischer*, in: *Assmann/Schütze*, HdB KapitalanlageR, 4. Aufl., § 6 Rn. 59; *Fleischer*, Gutachten F für den 64. DJT, 2002, S. F 109; *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633 ff.; *Mülbert/Steup*, NZG 2007, 761 ff.; *Groß*, WM 2002, 477 ff.; *Brellocks*, Haftung, S. 59 f.; *Ehricke*, in: *Hopt/Voigt*, Prospekt- u. Kapitalmarktinformatiionshaftung, S. 299; *Maier-Reimer/Seulen*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, HdB Kapitalmarktinformation, § 30 Rn. 197 ff.; *Kumm*, BB 2009, 1118; *Hutter/Kaulamo*, NJW 2007, 550 f.; *Moreno Borchart*, Haftung, S. 304; *Geibel/Schäfer*, in: *Schäfer/Hamann*, Kapitalmarktgesetze, Bd. 1, WpHG, § 15 Rn. 6; *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 17 Rn. 115; *Möllers*, AcP 208 (2008), 1, 29; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, § 11 Rn. 11.622.

45 Von der Finanzberichterstattung und der Regelpublizität sprechen etwa *Götze/Wunderlich*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, HdB Kapitalmarktinformation, § 9 Rn. 2, die beide Begriffe verwenden, sowie *Brinckmann*, Kapitalmarktrechtliche Finanzberichterstattung, S. 111, während *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, S. 223, Rn. 674 die Bezeichnung „Finanzberichtsspflicht“ verwendet.

46 Zum Vorrang der handelsrechtlichen Vorschriften siehe z.B. auch *Hutter/Kaulamo*, NJW 2007, 550 f. sowie Kapitel 1, B II 1.

47 Vgl. zur juristischen Literatur die Nachweise in Fn. 44. Aus der betriebswirtschaftlichen Literatur ferner *Coenenberg/Haller/Schultze*, Jahresabschluss, S. 993 ff.

rigen Lageberichte von Unternehmen erfasst, die nicht kapitalmarktorientiert sind<sup>48</sup>. Rein begrifflich erscheint es tatsächlich nicht zwingend, von Regelpublizität nur im Zusammenhang mit der Publizität kapitalmarktorientierter Unternehmen zu sprechen, auch wenn nur diese zur Zwischenberichterstattung als Teil der Regelpublizität verpflichtet sind.

Im hier verstandenen Sinne soll unter dem Begriff der Regelpublizität dennoch nur die regelmäßige Finanzberichterstattung kapitalmarktorientierter Unternehmen verstanden werden. Die Regelpublizität umfasst damit die Pflicht zur jährlichen Finanzberichterstattung nach § 114 WpHG ggf. i.V.m. § 117 WpHG (§ 37v WpHG a.F. ggf. i.V.m. § 37y Nr. 1 WpHG a.F.) oder nach den handelsrechtlichen Vorschriften, soweit der Emittent bereits danach zur Offenlegung verpflichtet ist. Zur Regelpublizität gehört insofern die Rechnungslegungspublizität nach den inhaltlichen Vorgaben der §§ 238 ff. HGB und den im kapitalmarktrechtlichen Kontext besonders relevanten IFRS-Vorschriften. Zu beachten sind darüber hinaus rechtsformspezifische Vorschriften, wie z.B. die AG-spezifischen Bestimmungen in den §§ 150 bis 161 AktG<sup>49</sup>. Zur kapitalmarktrechtlichen Regelpublizität im hier verstandenen Sinne gehört ferner die Pflicht zur Halbjahresfinanzberichterstattung nach § 115 WpHG (§ 37w WpHG a.F.) und die mit der Börsenzulassung verbundenen Regelberichtspflichten der jeweiligen Börsenordnungen. Insofern ist vor allem die BörsO FWB mit Blick auf die in § 51a vorgesehene Verpflichtung zur Veröffentlichung von Quartalsmitteilungen oder Quartalsfinanzberichten von praktischer Relevanz, jedenfalls für Emittenten, die im Prime Standard der FWB gelistet sind, denn die Pflicht zur Quartalsberichterstattung nach § 37x WpHG a.F. wurde durch das am 26.11.2015 in Kraft getretene Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie wieder aufgehoben<sup>50</sup>. Zu den einzelnen Berichtspflichten kann an dieser Stelle im Übrigen auf die Ausführungen in Kapitel 2, B verwiesen werden.

---

48 Vgl. *Coenberg/Haller/Schultze*, Jahresabschluss, S. 995, Abb. 15.2.: Unternehmenspublizität; *Geibel/Schäfer*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, Bd. 1, WpHG, § 15 Rn. 8 sprechen insoweit auch anschaulich von der „handelsrechtlichen Regelpublizität“.

49 Vgl. dazu auch *Assmann*, AG 2015, 597, 610 sowie Kapitel 2 B.

50 Bestandteil der kapitalmarktrechtlichen Regelpublizität ist ferner auch die hier nicht weiter zu untersuchende, nach §§ 49 bis 51 WpHG (§§ 30b bis 30f WpHG a.F.) notwendige Veröffentlichung von Informationen für die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren. Vgl. auch *Assmann*, AG 2015, 597, 610.

Zur Regelberichterstattung können darüber hinaus auch bestimmte branchenspezifische Offenlegungspflichten gerechnet werden, die aber nicht Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit sind. Hierzu zählen z.B. die sog. Zahlungsberichte von Unternehmen des Rohstoffsektors nach § 116 WpHG (§ 37x WpHG a.F.) i.V.m. §§ 341q bis 341w HGB oder die Offenlegungsberichte von Kreditinstituten nach § 26a KWG. Zur Regelberichterstattung, jedenfalls im weiteren Sinne, gehört auch die Erklärung zum Corporate Governance Kodex nach § 161 AktG. In der Literatur war die Frage nach den Haftungsfolgen eines Verstoßes gegen die Erklärungs-pflichten des § 161 AktG und die Vorgaben des Deutschen Corporate Governance Kodex indes bereits Gegenstand ausführlicher Untersuchungen<sup>51</sup>. Daher sollen die diesbezüglichen Haftungsfragen hier nicht weiter vertieft werden.

Sofern im Folgenden von einer fehlerhaften Regelberichterstattung gesprochen wird, ist damit einerseits eine inhaltlich fehlerhafte Regelberichterstattung gemeint. Diese kann sich entweder daraus ergeben, dass über eine gebotene Information nicht berichtet wird oder dass die Darstellung unrichtige Informationen enthält (näher zur Fehlerbestimmung Kapitel 2, C)<sup>52</sup>. Andererseits ist aber auch der Fall einer unterlassenen oder verspäteten Regelberichterstattung erfasst, auch wenn ein darauf zurückzuführender Schaden, wie noch zu zeigen sein wird, eher selten vorkommen wird (vgl. dazu Kapitel 4, F I).

## II. Konzentration auf die Emittenten- und Organaußenhaftung

Untersuchungsgegenstand in personeller Hinsicht ist die Haftung des Emittenten und die Organaußenhaftung der für die Regelberichterstattung verantwortlichen Organmitglieder *de lege lata* und *de lege ferenda*. Bei der Untersuchung der Regelpublizitätshaftung *de lege lata* ist damit, abhängig von der jeweils in Betracht kommenden Anspruchsgrundlage, sowohl die Haftung des Emittenten als auch die Haftung der verantwortlichen Organ-

---

51 Siehe z.B. die monografische Aufarbeitung von *Hanfland*, Haftungsrisiken im Zusammenhang mit § 161 AktG; *Lutter*, in: FS für Druey, S. 463 ff.; *Seibt*, WM 2002, 249 ff.; *Kort*, in: FS für Raiser, S. 203 ff.

52 Vgl. auch *Maier-Reimer/Seulen*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, HdB Kapitalmarktinformation, § 30 Rn. 7. Siehe dazu auch *Assmann*, in: HdB KapitalanlageR, 4. Aufl., § 5 Rn. 40 im Zusammenhang mit einem Prospektmangel.

mitglieder zu untersuchen. So wäre, bei einer im Folgenden noch näher zu untersuchenden analogen Anwendung der Ad-hoc-Publizitätshaftung nach §§ 97, 98 WpHG (§§ 37b, 37c WpHG a.F.), Haftungsadressat allein der Emittent, während bei der deliktsrechtlichen Haftung nach § 826 BGB die Organmitglieder Haftungsadressat wären. Eine Haftung des Emittenten kommt insoweit allerdings analog § 31 BGB in Betracht. Nicht Gegenstand der Untersuchung ist hingegen die Frage, inwieweit die Organmitglieder für die Verletzung organschaftlicher Sorgfaltspflichten bei der Regelberichterstattung gegenüber den Emittenten haften (sog. Innenhaftung). Diese Frage und die damit zusammenhängende Frage nach der Reichweite der Wissenszurechnung innerhalb des Emittenten und den internen Kontroll- und Überwachungspflichten der Organmitglieder werden damit im Folgenden lediglich am Rande angesprochen<sup>53</sup>. Ferner konzentriert sich die Untersuchung auf die Haftung der für die Regelberichterstattung unmittelbar verantwortlichen Organmitglieder, mithin im Wesentlichen auf die Haftung von Vorstandsmitgliedern von Aktiengesellschaften, da es sich bei den Emittenten, deren Wertpapiere an einem organisierten Markt zugelassen sind, hauptsächlich um Aktiengesellschaften handelt<sup>54</sup>. Nicht Gegenstand der Untersuchung ist hingegen die Haftung der Aufsichtsratsmitglieder, da diese für die Regelberichterstattung nicht unmittelbar verantwortlich sind, da ihnen nur Prüfungs- und Überwachungspflichten obliegen, was sich für den Jahres- und Konzernabschluss und die zugehörigen Lageberichte bereits aus § 171 Abs. 1 Satz 1 AktG ergibt, der insoweit dem § 111 Abs. 1 AktG vorgeht<sup>55</sup>. Auch wenn die Haftung des Wirtschaftsprüfers gegenüber Anlegern für fehlerhafte Regelberichte ebenfalls nicht näher Gegenstand der Untersuchung sein soll, soll diese Haftungsfrage, wie bereits erwähnt, zumindest kurz dargestellt werden, um eine Aussage treffen zu können, inwieweit Anlegern insoweit Schadensersatzansprüche zustehen<sup>56</sup>. Schließlich konzentriert sich die Arbeit auf materi-

---

53 Knapp zur Durchsetzung der Regressansprüche der Gesellschaft Kapitel 4, B II 2 und zur Wissenszurechnung sowie zu internen Kontroll- und Überwachungspflichten Kapitel 4, D.

54 Vgl. *Assmann*, AG 2015, 597, 599 mit dem Hinweis, dass es sich bei Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an organisierten Märkten zugelassen sind, ganz überwiegend um Aktiengesellschaften handelt.

55 Vgl. *Nonnenmacher*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 55 Rn. 33 ff. sowie § 56 Rn. 16 ff., § 57 Rn. 12 ff.

56 Vgl. *Halbleib*, Haftung Wirtschaftsprüfer; *Kremer*, Verantwortlichkeit des Wirtschaftsprüfers.