

## Inhaltsübersicht

|   |     |
|---|-----|
| Vorwort . . . . .   | VII |
| Inhaltsverzeichnis . . . . .  | XI  |
| <br>  |     |
| Kapitel 1: Überblick . . . . .  | 1   |
| I. Einleitung . . . . .   | 1   |
| II. Größenordnungen und Fakten . . . . .  | 2   |
| <br>  |     |
| Kapitel 2: Kausalität und Kausalitätsverständnis . . . . .                      | 11  |
| I. Die Seltenheit echter Kausalzusammenhänge . . . . .                          | 11  |
| II. Kausalitätsverständnis . . . . .  | 22  |
| III. Problemverortung im System juristischer Kausalitätsbegriffe . . . . .      | 32  |
| IV. Fazit . . . . .   | 34  |
| <br>  |     |
| Kapitel 3: US-amerikanisches Recht . . . . .                                    | 36  |
| I. Haftung nach Rule 10b-5 . . . . .  | 36  |
| II. Fazit . . . . .   | 90  |
| <br>  |     |
| Kapitel 4: Deutsches Recht . . . . .  | 92  |
| I. Systematik der Sekundärmarktpublizität . . . . .                             | 92  |
| II. Zuordnung von Haftungsnormen . . . . .                                      | 93  |
| III. Haftungskonzept des II. Zivilsenats . . . . .                              | 96  |
| IV. Modifiziertes Haftungskonzept des XI. Senats . . . . .                      | 107 |
| V. Anwendungsbereich des § 37b WpHG – Auffangtatbestand . . . . .               | 118 |
| VI. Fazit . . . . .   | 125 |
| <br>  |     |
| Kapitel 5: Ökonomische Betrachtung . . . . .                                    | 126 |
| I. Vorbemerkung zur Ökonomischen Analyse . . . . .                              | 126 |
| II. Ökonomische Analyse des Haftungsrechts – optimaler Schadensersatz . . . . . | 129 |

|   |     |
|---|-----|
| III. Vergleich der Haftungskonzepte . . . . .                               | 149 |
| IV. Optimierung des Konzepts der Preiscausalität . . . . .                  | 162 |
| V. Fazit . . . . .  | 164 |
| <br>  |     |
| <b>Kapitel 6: Umsetzbarkeit des Konzepts der Preiscausalität</b>            |     |
| de lege lata . . . . .  | 167 |
| I. § 37b WpHG und Anwendungsbereich . . . . .                               | 167 |
| II. Übertragbarkeit des Konzepts auf § 37c WpHG . . . . .                   | 168 |
| III. Übertragbarkeit auf § 826 BGB . . . . .                                | 171 |
| IV. Übertragbarkeit auf § 823 II BGB i. V. m. einem Schutzgesetz . . . . .  | 174 |
| V. Fazit und Ausblick . . . . .   | 175 |
| <br>  |     |
| <b>Kapitel 7: Prozessuale Umsetzung – Der Kausalitätsnachweis</b> . . . . . | 176 |
| I. Überblick – Beweisnot und Beweiserleichterungen . . . . .                | 176 |
| II. Das Beweismaß des § 286 ZPO . . . . .                                   | 176 |
| III. Beweiserleichterung durch § 287 ZPO . . . . .                          | 191 |
| IV. Mögliche Erleichterungen für den Kausalitätsnachweis . . . . .          | 218 |
| V. Fazit . . . . .  | 239 |
| <br>  |     |
| <b>Kapitel 8: Berechnung des Kursdifferenzschadens</b> . . . . .            | 242 |
| I. Überblick und rechtliche Ausgangslage in Deutschland . . . . .           | 242 |
| II. Schadensumfang – Ersatzfähigkeit des Kollateralschadens . . . . .       | 245 |
| III. Implikationen bei der Schadensberechnung . . . . .                     | 253 |
| IV. Beweiserleichterung – sekundäre Darlegungslast . . . . .                | 266 |
| V. Fazit . . . . .  | 266 |
| <br>  |     |
| <b>Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und Thesen</b> . . . . .     | 268 |
| I. Wesentliche Ergebnisse der Arbeit . . . . .                              | 268 |
| II. Kernthesen . . . . .  | 273 |
| <br>  |     |
| <b>Literaturverzeichnis</b> . . . . .                                       | 275 |
| <b>Sachregister</b> . . . . .   | 291 |

# Inhaltsverzeichnis

|   |           |
|---|-----------|
| Vorwort . . . . .   | VII       |
| Inhaltsübersicht . . . . .  | IX        |
| <br>  |           |
| <b>Kapitel 1: Überblick . . . . .</b>   | <b>1</b>  |
| <br>  |           |
| I. Einleitung . . . . .   | 1         |
| 1. Problemstellung und Themeneingrenzung . . . . .                            | 1         |
| 2. Gang der Untersuchung . . . . .  | 2         |
| <br>  |           |
| II. Größenordnungen und Fakten . . . . .                                      | 2         |
| 1. USA . . . . .  | 3         |
| 2. Deutschland . . . . .  | 4         |
| 1) Zusammenbruch des Nemax . . . . .  | 4         |
| 2) US-Hypothekenkreditkrise . . . . .   | 5         |
| 3) Die Fälle Daimler, Porsche und VW . . . . .                                | 6         |
| a) VW-Porsche Übernahmeschlacht . . . . .                                     | 7         |
| b) Abgasskandal „Dieselgate“ . . . . .  | 8         |
| <br>  |           |
| <b>Kapitel 2: Kausalität und Kausalitätsverständnis . . . . .</b>             | <b>11</b> |
| <br>  |           |
| I. Die Seltenheit echter Kausalzusammenhänge . . . . .                        | 11        |
| 1. Kausalität als unerfüllbarer Wunsch nach Sicherheit . . . . .              | 11        |
| 2. Probabilistisches Kausalitätsverständnis in der Physik . . . . .           | 11        |
| 1) Am Beispiel der Mechanik . . . . .   | 11        |
| 2) Fazit . . . . .  | 12        |
| 3. Kausalitätsverständnis in der Ökonomie . . . . .                           | 12        |
| 1) Kausalität als Veränderung von Systemgleichgewichten . . . . .             | 12        |
| 2) Komplexe Zusammenhänge überfordern menschliche Vorstellungskraft . . . . . | 13        |
| a) Unterschätzung indirekter Ursachen . . . . .                               | 13        |
| b) Multiple Gleichgewichtszustände . . . . .                                  | 13        |
| c) Schwierige Unterscheidbarkeit von Korrelation und Kausalität . . . . .     | 14        |
| 3) Zurückhaltung in der Statistik: Korrelation statt Kausalität . . . . .     | 15        |
| 4) Fazit und Anwendung auf den Kursdifferenzschaden . . . . .                 | 15        |

|  |    |
|--|----|
| 4. Psychisch vermittelte Kausalität . . . . .  | 16 |
| 1) Transaktionskausalität als Untersuchungsgegenstand . . . . .  | 16 |
| 2) Entscheidungsfindung – frei oder bestimmt . . . . .   | 16 |
| a) Das „Black box“-Problem . . . . .   | 16 |
| b) Perspektive des Richters . . . . .  | 17 |
| c) Standpunkt zum „freien Willen“ bei Rationalitätsannahme<br>irrelevant . . . . .                               | 18 |
| 3) Fazit . . . . .   | 18 |
| 5. Juristische Perspektive: Verhältnis von Haftung und Kausalität . . . . .                                      | 19 |
| 1) Juristischer Umgang mit Kausalität . . . . .  | 19 |
| 2) Kausalität ist keine Mindestanforderung einer Haftung . . . . .   | 20 |
| 3) Kausalität, Beibringungsgrundsatz und richterlicher<br>Entscheidungzwang . . . . .                            | 20 |
| 4) Fazit: Kausalität als wandelbares „soziales Zweckkonstrukt“ . . . . .   | 21 |
| <br>II. Kausalitätsverständnis . . . . .   | 22 |
| 1. Der Arbeit zu Grunde liegendes Kausalitätsverständnis . . . . .   | 22 |
| 2. Äquivalenztheorie und wertende Zurechnung . . . . .   | 22 |
| 1) <i>Conditio sine qua non</i> als Faustformel . . . . .  | 22 |
| 2) Abgrenzung von wertenden Zurechnungskriterien – Adäquanz und<br>Schutzzweck . . . . .                         | 23 |
| 3. Reale und hypothetische Kausalität . . . . .  | 24 |
| 1) Reale Kausalität – Energieübertragung als Charakteristikum . . . . .  | 24 |
| 2) Hypothetische Kausalität – Abgrenzung . . . . .   | 25 |
| a) Pflichtverletzung statt Energieübertragung . . . . .  | 25 |
| b) Keine „Kausalität der Pflichtwidrigkeit“ bei Handlungen . . . . .   | 25 |
| c) Eindeutige Abgrenzbarkeit von Tun und Unterlassen . . . . .   | 26 |
| d) Zuordnung zentraler Probleme zu realer und hypothetischer<br>Kausalität . . . . .                             | 26 |
| 3) Eingriff in „Randbedingungen“ als entbehrliche Kategorie . . . . .  | 26 |
| a) Zuordenbarkeit zur realen Kausalität . . . . .  | 26 |
| b) Fazit . . . . .   | 27 |
| 4) Reale Kausalität – Vorzüge der Ex-post-Betrachtung . . . . .  | 28 |
| a) Kausalität einmaliger Ereignisse und Zufall als Glied<br>der Kausalkette . . . . .                            | 28 |
| b) Unabhängigkeit vom Kriterium der Notwendigkeit im Zivilprozess  | 29 |
| c) Positionierung zum Determinismus entbehrlich . . . . .  | 29 |
| 5) Wissenschaftliche Erkenntnisse und probabilistisches<br>Kausalitätsverständnis . . . . .                      | 30 |
| a) Notwendiger Rückgriff auf wissenschaftliche Erkenntnisse . . . . .  | 30 |
| b) Konkretisierung von „probabilistisch“ und prozessuale Vorteile .  | 30 |
| c) Steuerungswirkung des Kausalitätselementes und Gleichlauf mit<br>hypothetischen Kausalbetrachtungen . . . . . | 31 |
| 6) Fazit und Konkretisierung des eigenen Begriffsverständnisses . . . . .  | 31 |
| a) Abschließender Vergleich von realer und hypothetischer Kausalität   | 31 |
| b) Offenlegung von Modifikationen gegenüber Webers Konzept . .   | 32 |

|  |    |
|--|----|
| III. Problemverortung im System juristischer Kausalitätsbegriffe . . . . . | 32 |
| 1. Transaktionskausalität und Preiskausalität . . . . .                    | 32 |
| 2. Haftungsbegründende und -ausfüllende Kausalität . . . . .               | 33 |
| 1) Ursprung und Definition . . . . .                                       | 33 |
| 2) Zuordnungsprobleme . . . . .  | 33 |
| 3) Potential der Zuordnung für die Lösung zentraler Beweisprobleme .       | 34 |
| IV. Fazit . . . . .  | 34 |

## Kapitel 3: US-amerikanisches Recht . . . . . 36

|   |    |
|---|----|
| I. Haftung nach Rule 10b-5 . . . . .  | 36 |
| 1. Entwicklung einer Haftungsnorm . . . . .   | 36 |
| 2. Haftungsvoraussetzungen . . . . .  | 39 |
| 1) Notwendigkeit eines Überblicks . . . . .   | 39 |
| 2) Tatbestandsmerkmale . . . . .  | 39 |
| a) Falschdarstellung oder Verschweigen wesentlicher Umstände .                          | 40 |
| b) Anspruchsberechtigung („in connection with“) und -verpflichtung                      | 42 |
| c) Verschulden („scienter“) . . . . .   | 44 |
| 3) Haftung für Unterlassen . . . . .  | 44 |
| a) Erfordernis einer Offenbarungspflicht . . . . .                                      | 44 |
| b) Treuepflichtverletzung – ein Ansatz aus dem Insiderhandel .                          | 45 |
| c) Von der SEC erlassene Publizitätspflichten und Börsenzulassungsbedingungen . . . . . | 46 |
| d) Veröffentlichungspflichtverletzungen die „fraud“ begründen können . . . . .          | 48 |
| e) Bewertung der Rechtsprechung zur Haftung für Unterlassen .                           | 49 |
| 4) Überblick . . . . .  | 50 |
| 3. Haftungsbegründende Kausalität . . . . .   | 50 |
| 1) Causation & Reliance . . . . .   | 50 |
| a) Ursprung im Common Law . . . . .   | 50 |
| b) Unnötige Rekurrierung auf das Common Law . . . . .                                   | 51 |
| c) Verhältnis von Causation & Reliance . . . . .  | 52 |
| d) Definition „transaction causation“ und Anforderungen an „reliance“ . . . . .         | 52 |
| 2) Beweisnot und Beweiserleichterungen . . . . .  | 53 |
| a) Grundsatz im Beweisrecht – Beweisnot als Folge . . . . .                             | 53 |
| b) Beweiserleichterungen - Überblick . . . . .  | 53 |
| c) Abhilfe beim Nachweis hypothetischer Kausalität – Unterlassensfälle . . . . .        | 54 |
| aa) Affiliated Ute Citizens . . . . .   | 54 |
| bb) Reichweite der Entscheidung . . . . .   | 55 |
| d) Kapitalmarktspezifische Lösungsansätze . . . . .                                     | 56 |
| aa) Fraud-on-the-market theory (FOTM-Theorie) . . . . .                                 | 56 |
| bb) Sonstige Ansätze . . . . .  | 57 |

|  |    |
|--|----|
| 3) Ökonomische Grundlagen der FOTM-Theorie und das Konzept<br>der Preiskausalität . . . . .      | 57 |
| a) Überblick . . . . .   | 57 |
| b) Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH) . . . . .  | 58 |
| c) Fischel's Konzept der Preiskausalität & Marktmodell<br>der Anlageentscheidung . . . . .       | 60 |
| 4) Die Fraud-on-the-market-Theorie in der Praxis . . . . .                                       | 61 |
| a) Mittelbares Vertrauen und Umfang der Vertrauensvermutung . . . . .                            | 61 |
| b) Aktualität der FOTM-Theorie und Überblick . . . . .   | 61 |
| c) Prozessualer Hintergrund: „class actions“ . . . . .   | 62 |
| d) Basic v. Levinson . . . . .   | 63 |
| aa) Sachverhalt . . . . .  | 63 |
| bb) Entscheidung und Begründung des Supreme Court . . . . .                                      | 63 |
| cc) Kritik im Minderheitsvotum . . . . .   | 65 |
| dd) Prämissen der FOTM-Theorie, Kritik und Praxisbezug . . . . .                                 | 65 |
| (1) Vertrauen in die Integrität der Preisbildung und<br>Bezugspunkt des Vertrauens . . . . .     | 65 |
| (2) Kapitalmarkteffizienz in der Praxis . . . . .  | 66 |
| (3) Konzeptionelle Kritik an der Entscheidung<br>Basic v. Levinson . . . . .                     | 67 |
| e) Halliburton v. Erica P. John Fund (I und II) . . . . .  | 68 |
| aa) Sachverhalt . . . . .  | 68 |
| bb) Konkretisierung der Basic-Vermutung – Halliburton (II) . . . . .                             | 69 |
| (1) Kapitalmarkteffizienz und Vertrauen in die Preisintegrität . . . . .                         | 69 |
| (2) Prozessuale Erwägungen und Teilosiegen<br>von Halliburton . . . . .                          | 71 |
| 5) Bewertung der Rechtsprechung zur FOTM-Theorie und Ausblick . . . . .                          | 72 |
| a) Lösung der FOTM-Theorie von der ECMH in ihrer semistrenge<br>Form . . . . .                   | 72 |
| b) Theorie und Praxis – Rechtstatsachen . . . . .  | 73 |
| c) Künftige Anforderungen an den Einwand fehlenden Preiseffekts                                  | 74 |
| 4. FOTM und Rechtsfolge am Sekundärmarkt . . . . .   | 75 |
| 1) Kein Vertragsabschlusschaden . . . . .  | 75 |
| a) Keine Rückabwicklung am Sekundärmarkt . . . . .   | 75 |
| b) Rechtsprechungsauswertung . . . . .   | 76 |
| c) Wesentliche Beteiligung am Vertragsschluss - Stellungnahme . . . . .                          | 77 |
| 2) Fazit und Umgang mit den Erkenntnissen . . . . .  | 79 |
| 5. Loss Causation . . . . .  | 79 |
| 1) Ursprünge . . . . .   | 79 |
| 2) Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo . . . . .   | 80 |
| a) Sachverhalt und Entscheidung . . . . .  | 80 |
| b) Bewertung und praktische Konsequenzen dieser Rechtsprechung                                   | 81 |
| c) Fazit und Schlussfolgerung für die Arbeit . . . . .   | 82 |
| 6. Berechnung und Geltendmachung des Kursdifferenzschadens<br>in der US-Rechtsprechung . . . . . | 83 |
| 1) Ausgangslage und Einführung der True Value Line . . . . .                                     | 83 |

|   |     |
|---|-----|
| 2) Expertengutachten . . . . .  | 84  |
| a) Notwendigkeit . . . . .  | 84  |
| b) Grundlagen finanzökonomischer Schadensberechnung – das Marktmodell . . . . .   | 84  |
| c) Vergleichsindex-Methode (comparable index approach) . . . . .                  | 85  |
| aa) Überblick . . . . .   | 85  |
| bb) Kritik . . . . .  | 86  |
| d) Ereignisstudien (event studies) . . . . .                                      | 87  |
| aa) Gemeinsamkeiten und Vorzüge . . . . .   | 87  |
| bb) Ablauf einer Ereignisstudie - Bestimmung des Ereignisfensters . . . . .       | 87  |
| cc) Schwächen, Kritik und Stellungnahme . . . . .                                 | 89  |
| II. Fazit . . . . .   | 90  |
| <br>Kapitel 4: Deutsches Recht . . . . .  | 92  |
| I. Systematik der Sekundärmarktpublizität . . . . .                               | 92  |
| II. Zuordnung von Haftungsnormen . . . . .  | 93  |
| 1. Überblick . . . . .  | 93  |
| 2. Bedeutung von § 823 II BGB und § 826 BGB . . . . .                             | 94  |
| 3. Verletzung der Ad-hoc-Publizität . . . . .                                     | 95  |
| 4. Emittentenhaftung, Organhaftung . . . . .                                      | 96  |
| III. Haftungskonzept des II. Zivilsenats . . . . .                                | 96  |
| 1. Sachverhalte der Entscheidungen des II. Senats . . . . .                       | 96  |
| 1) Infomatec . . . . .  | 96  |
| 2) EM.TV . . . . .  | 97  |
| 3) ComROAD . . . . .  | 99  |
| 2. § 826 BGB - Haftungsvoraussetzungen nach der Rechtsprechung . . . . .          | 99  |
| 1) Vorsatz . . . . .  | 99  |
| 2) Sittenwidrigkeit . . . . .   | 99  |
| 3) Kausalität . . . . .   | 100 |
| a) Konzeptioneller Überblick . . . . .  | 100 |
| b) Rechtstatsächliche Konsequenzen . . . . .                                      | 101 |
| c) Ablehnung einzelner Beweiserleichterungen durch den BGH . . . . .              | 103 |
| 4) Anspruchsberechtigung – kein Transaktionserfordernis . . . . .                 | 104 |
| 5) Schaden – Arten, Umfang und Berechnung . . . . .                               | 105 |
| a) Naturalrestitution in Form des Vertragsabschlusschadens . . . . .              | 105 |
| b) Kursdifferenzschaden und Berechenbarkeit . . . . .                             | 105 |
| c) Mitverschulden . . . . .   | 106 |
| 6) Passivlegitimation und Erstreckung auf Emittenten und Kontrollorgane . . . . . | 106 |

|  |     |
|--|-----|
| IV. Modifiziertes Haftungskonzept des XI. Senats . . . . .                                 | 107 |
| 1. Die IKB-Entscheidung . . . . .  | 107 |
| 2. Haftungsvoraussetzungen der §§ 37b, 37c WpHG im Überblick . . . . .                     | 108 |
| 1) Anspruchsverpflichtete . . . . .  | 109 |
| 2) Unterlassen oder Veröffentlichung unwahrer Insiderinformationen . . . . .               | 109 |
| a) Voraussetzungen mit Bezug zum IKB-Urteil . . . . .                                      | 109 |
| b) Vorschlag zur Abgrenzung und Konkurrenz . . . . .                                       | 110 |
| 3) Verschulden . . . . .   | 111 |
| 4) Anspruchsberechtigte . . . . .  | 111 |
| 5) Kausalität und Schaden nach der IKB-Entscheidung . . . . .                              | 112 |
| a) Vertragsabschlusschaden: Übertragung des Haftungskonzepts des II. Senats . . . . .      | 112 |
| b) Kursdifferenzschaden: Modifiziertes Haftungskonzept . . . . .                           | 113 |
| aa) Vorarbeit für den BGH in der Literatur . . . . .                                       | 114 |
| bb) Aussage des XI. Senats zum Kursdifferenzschaden . . . . .                              | 114 |
| cc) Interpretation der Aussage zum Kursdifferenzschaden . . . . .                          | 114 |
| (1) FOTM-Theorie oder Preiskausalität . . . . .  | 114 |
| (2) Abgleich mit der Affiliated-Entscheidung des Supreme Court . . . . .                   | 116 |
| (3) Anwendungsbereich des Konzepts der Preiskausalität nach der IKB-Entscheidung . . . . . | 117 |
| (4) Schlussfolgerung für die weitere Bearbeitung . . . . .                                 | 117 |
| c) Schadensberechnung . . . . .  | 118 |
| V. Anwendungsbereich des § 37b WpHG – Auffangtatbestand . . . . .                          | 118 |
| 1. IKB-Entscheidung – Unterlassenschaftung trotz aktiver Fehlinformation . . . . .         | 118 |
| 2. Haftung aus § 37b WpHG infolge aktiver Fehlinformation . . . . .                        | 119 |
| 1) Anwendbarkeit des § 37b WpHG - Insiderinformation . . . . .                             | 119 |
| 2) Gegenposition – Befürworter einer teleologischen Reduktion . . . . .                    | 119 |
| 3) Kritische Würdigung der Argumente für eine teleologische Reduktion . . . . .            | 120 |
| a) Mosaik-Fälle . . . . .  | 120 |
| b) Verbleibender Anwendungsbereich des § 37c WpHG . . . . .                                | 120 |
| c) Historische Auslegung . . . . .   | 121 |
| 4) Abschließende Stellungnahme und Abgrenzung . . . . .                                    | 122 |
| 5) Keine Haftung für Fehlinformationen Dritter . . . . .                                   | 123 |
| a) Tatbestandliche Begründung . . . . .  | 123 |
| b) Folgenbewertung . . . . .   | 124 |
| VI. Fazit . . . . .  | 125 |

|  |     |
|--|-----|
| Kapitel 5: Ökonomische Betrachtung . . . . .   | 126 |
| I. Vorbemerkung zur Ökonomischen Analyse . . . . .                                       | 126 |
| 1. Wirkungen von Gesetzen erklären und steuern . . . . .                                 | 126 |
| 2. Implementierung in die Gesetzesauslegung . . . . .                                    | 128 |
| II. Ökonomische Analyse des Haftungsrechts – optimaler Schadensersatz . . . . .          | 129 |
| 1. Anspruch, Umsetzbarkeit und Konsequenz für die Vorgehensweise . . . . .               | 129 |
| 2. Deliktische Kapitalmarktinformationshaftung . . . . .                                 | 130 |
| 1) Optimales Sanktionsmaß bei nicht rein schädlichen Handlungen . . . . .                | 130 |
| 2) Umfang der gesamtgesellschaftlichen Nettokosten ( $NK_g$ ) am Sekundärmarkt . . . . . | 132 |
| a) Erhöhte Transaktionskosten statt Nettotransfer zum Schädiger . . . . .                | 132 |
| b) Kosten für Schädiger, Anleger und pflichtgemäß handelnde Emittenten . . . . .         | 132 |
| c) Verringerung der Allokationseffizienz und Vertrauensverlust . . . . .                 | 134 |
| d) Erhöhte Agentur-, Kapitalbeschaffungs- und Handelskosten . . . . .                    | 135 |
| e) Fazit . . . . .   | 136 |
| 3) Effizienz durch Minimierung gesamtgesellschaftlicher Nettokosten . . . . .            | 136 |
| 4) Anwendbarkeit und Gültigkeit der Formel – deutsche Perspektive . . . . .              | 137 |
| a) Schadensersatzhöhe nicht variabel . . . . .   | 137 |
| b) Ermittelbarkeit des Nettoschadens . . . . .   | 138 |
| c) Kostenminimum versus effektive Prävention . . . . .                                   | 138 |
| d) Keine Gefahr einer Unterlassung nützlichen Handelns in Deutschland . . . . .          | 139 |
| e) Überkompensation ökonomisch betrachtet . . . . .                                      | 140 |
| aa) Vorsätzliche und nutzlose Schädigungen . . . . .                                     | 140 |
| bb) Fahrlässige Schädigungen und Haftung nach §§ 37b, 37c WpHG . . . . .                 | 141 |
| (1) Grundsatz . . . . .  | 141 |
| (2) Relevanz rechtlicher Unsicherheit . . . . .  | 142 |
| (3) Rechtsunsicherheiten nur im Bereich leichter Fahrlässigkeit? . . . . .               | 143 |
| cc) Fazit und Vergleich mit den USA . . . . .  | 145 |
| f) Ineffizienz durch Unterkompensation – Situation in Deutschland . . . . .              | 145 |
| 5) Zusammenfassung des Erkenntnisgewinns . . . . .                                       | 146 |
| 6) Negative Anreizwirkung eines Rückabwicklungsrechts . . . . .                          | 147 |
| a) Vertragsabschlusschaden . . . . .   | 147 |
| b) Negative Anreizwirkung auf Anleger . . . . .  | 147 |
| c) Beibehaltung des Vertragsabschlusschaden . . . . .                                    | 148 |
| d) Schlussfolgerung für das Haftungskonzept . . . . .                                    | 149 |

|   |            |
|---|------------|
| <b>III. Vergleich der Haftungskonzepte . . . . .</b>                                      | <b>149</b> |
| 1. Zweck der Sekundärmarktpublizität und Nutzen des Privatklagerechts . . . . .           | 149        |
| 1) Funktionen der Sekundärmarktpublizität . . . . .                                       | 149        |
| 2) Präventionswirkung der deliktischen<br>Kapitalmarktinformationshaftung . . . . .       | 149        |
| a) Schutzwirkungen im Einzelnen . . . . .   | 149        |
| b) Erhöhte Prävention durch Ergänzung öffentlich-rechtlicher<br>Sanktionen . . . . .      | 150        |
| 2. Ökonomische Betrachtung des Konzepts konkreten Vertrauens . . . . .                    | 151        |
| 3. Ablehnung des Konzepts des Vertrauens in Informationsintermediäre .                    | 152        |
| 4. Überabschreckung und Überkompensation am Sekundärmarkt . . . . .                       | 153        |
| 1) Parallelbewertung von FOTM-Theorie und Konzept<br>der Preiskausalität . . . . .        | 153        |
| 2) Argumente gegen Schadensersatz bzw. dessen vereinfachte<br>Geltendmachung . . . . .    | 154        |
| 3) Stellungnahme . . . . .  | 156        |
| a) Überkompensation . . . . .   | 156        |
| aa) Keine Ineffizienzen . . . . .   | 156        |
| bb) Keine Überkompensation bei Zugrundelegung<br>eines Bruttoschadens . . . . .           | 156        |
| b) Zur Ex-ante-Perspektive der Anleger . . . . .  | 157        |
| c) Zur Möglichkeit der Portfoliodiversifikation . . . . .                                 | 157        |
| d) Geringere Überkompensation wegen geringer<br>Durchsetzungswahrscheinlichkeit . . . . . | 158        |
| 4) Unterschiedliche Rahmenbedingungen in den USA und Deutschland                          | 159        |
| 5) Fazit . . . . .  | 160        |
| 5. Effizienz des Konzepts der Preiskausalität . . . . .                                   | 160        |
| 1) Kosten der widerleglichen Vermutung der FOTM-Theorie . . . . .                         | 160        |
| 2) Vermeidung von „pocket shifting“ durch Prävention . . . . .                            | 161        |
| 3) Fazit . . . . .  | 162        |
| <b>IV. Optimierung des Konzepts der Preiskausalität . . . . .</b>                         | <b>162</b> |
| 1. Verzicht auf das Erfordernis eines effizienten Kapitalmarktes . . . . .                | 162        |
| 1) Erfordernis des generell effizienten Kapitalmarktes in den USA . . . . .               | 162        |
| 2) ECMH und Preiskausalität nach Fischel . . . . .  | 163        |
| 3) Preiskausalität ohne Informationseffizienz . . . . .                                   | 163        |
| 4) Keine entgegenstehende deutsche Rechtsprechung . . . . .                               | 164        |
| 2. Erleichterungen beim Nachweis eines Preiseffekts . . . . .                             | 164        |
| <b>V. Fazit . . . . .</b>   | <b>164</b> |

|   |     |
|---|-----|
| <b>Kapitel 6: Umsetzbarkeit des Konzepts der Preiskausalität</b>                  |     |
| de lege lata . . . . .  | 167 |
| <b>I. § 37b WpHG und Anwendungsbereich . . . . .</b>                              | 167 |
| 1. Wortlaut des § 37b WpHG . . . . .  | 167 |
| 2. Argumente für ein einheitliches Kausalitätsverständnis . . . . .               | 167 |
| <b>II. Übertragbarkeit des Konzepts auf § 37c WpHG . . . . .</b>                  | 168 |
| 1. Wortlaut und Systematik . . . . .  | 168 |
| 2. Systematik und Intention des Gesetzgebers – einheitliche Auslegung . . . . .   | 168 |
| 3. Bedeutungsreduzierung auf Rückabwicklung . . . . .                             | 169 |
| 4. Telos . . . . .  | 169 |
| 5. Kritik am Vertrauenselement der FOTM-Theorie . . . . .                         | 170 |
| 6. Fazit . . . . .  | 171 |
| <b>III. Übertragbarkeit auf § 826 BGB . . . . .</b>                               | 171 |
| 1. Position des II. Senats . . . . .  | 171 |
| 2. Wortlaut . . . . .   | 171 |
| 3. Unbegründete teleologische Haftungsbegrenzung durch den II. Senat . . . . .    | 172 |
| 4. Orientierung am geltend gemachten Schaden – § 249 I BGB . . . . .              | 172 |
| 5. Teleologisch-ökonomische Argumente . . . . .                                   | 173 |
| 6. Fazit . . . . .  | 174 |
| <b>IV. Übertragbarkeit auf § 823 II BGB i. V. m. einem Schutzgesetz . . . . .</b> | 174 |
| <b>V. Fazit und Ausblick . . . . .</b>  | 175 |
| 1) Kernaussage . . . . .  | 175 |
| 2) Entbehrlichkeit des Vertragsabschlusschadens . . . . .                         | 175 |
| <b>Kapitel 7: Prozessuale Umsetzung – Der Kausalitätsnachweis . . . . .</b>       | 176 |
| <b>I. Überblick – Beweisnot und Beweiserleichterungen . . . . .</b>               | 176 |
| <b>II. Das Beweismaß des § 286 ZPO . . . . .</b>                                  | 176 |
| 1. Grundsatz der freien Beweiswürdigung . . . . .                                 | 176 |
| 2. Anforderung an die richterliche Überzeugung . . . . .                          | 177 |
| 1) Trennung von abstraktem Beweismaß und Beweiswürdigung . . . . .                | 177 |
| 2) Exkurs: Haftungssteuerungswirkung des Beweismaßes . . . . .                    | 178 |
| 3) Für die Überzeugungsbildung relevante Faktoren . . . . .                       | 178 |
| 4) Zwischenfazit und weiteres Vorgehen . . . . .                                  | 179 |
| 3. Begriff der Wahrscheinlichkeit und prozessuale Relevanz . . . . .              | 180 |
| 1) Abgrenzung von objektiver und subjektiver Wahrscheinlichkeit . . . . .         | 180 |

|  |     |
|--|-----|
| 2) Relevanz objektiver Wahrscheinlichkeiten im Zivilprozess . . . . .  | 180 |
| 3) Wahrscheinlichkeit als Beweismaß . . . . .  | 181 |
| 4. Ansichten zum Regelbeweismaß . . . . .  | 182 |
| 1) Überwiegende Wahrscheinlichkeit als Bezugsgröße . . . . .   | 182 |
| a) Argumente für ein Beweismaß der überwiegenden Wahrscheinlichkeit . . . . .  | 182 |
| b) Ablehnung des Beweismaßes der überwiegenden Wahrscheinlichkeit . . . . .  | 182 |
| c) Ein Vorzug des Überwiegenheitsprinzips <i>de lege ferenda</i> . . . . .   | 183 |
| d) Ablehnung des Überwiegenheitsprinzips <i>de lege ferenda</i> . . . . .  | 184 |
| e) Zwischenfazit und weiteres Vorgehen . . . . .   | 185 |
| 2) Wahrheitsüberzeugungstheorie . . . . .  | 185 |
| a) Wahrheit als objektive Bezugsgröße . . . . .  | 185 |
| b) Rechtsprechung des BGH . . . . .  | 186 |
| aa) Anastasia-Urteil, 1970 . . . . .   | 186 |
| bb) Stellungnahme zum „Anastasia“-Urteil . . . . .   | 186 |
| cc) Konkretisierung durch den VI. Senat, 2012 . . . . .  | 187 |
| dd) Stellungnahme: Wahrheit als vorzugswürdige Bezugsgröße .   | 187 |
| 3) Bewusstsein vom Vorliegen einer hohen Wahrscheinlichkeit – Wahrscheinlichkeitsüberzeugungstheorie . . . . .           | 188 |
| a) Abwendung des BGH von der Rechtsprechung des RG . . . . .   | 188 |
| b) Stellungnahme zur Kritik, dass subjektive Gewissheit leichter erlangbar sei . . . . .                                 | 188 |
| 4) Konsequenzen des Rechtsprechungswechsels für die Beweisführung . . . . .  | 189 |
| 5. Abschließende Stellungnahme zum Beweismaß . . . . .   | 189 |
| 1) Wahrheit als vorzugswürdige Bezugsgröße – weitere Argumente .   | 189 |
| 2) Fazit für die Kausalitätsprobleme der Arbeit und weiteres Vorgehen  | 191 |
| <br>III. Beweiserleichterung durch § 287 ZPO . . . . .   | 191 |
| 1. Anwendungsbereich der Norm . . . . .  | 191 |
| 1) allgemein . . . . .   | 191 |
| 2) Kausalität – §§ 286, 287 ZPO und die Zuordnungsproblematik .  | 192 |
| a) Position der Rechtsprechung . . . . .   | 193 |
| aa) Abgrenzung von §§ 286, 287 ZPO – „Betroffensein“ . . . . .   | 193 |
| (I) Rechtsgutverletzungen und Folgeschäden . . . . .   | 193 |
| (2) Primäre Vermögensschäden – Gefahr des Schadenseintritts  | 194 |
| bb) Umgang der Rechtsprechung mit der Kausalität der Unterlassung und sonstigen hypothetischen Kausalverläufen .         | 195 |
| cc) Anwendung auf Vertragsabschluss- und Kursdifferenzschäden und Bewertung der kapitalmarktrechtlichen Rechtsprechung . | 197 |
| b) Abgrenzung nach Haftungstatbeständen . . . . .  | 198 |
| aa) Ansätze in der Literatur . . . . .   | 198 |
| bb) Anwendung auf das Kapitalmarktdeliktsrecht . . . . .   | 199 |
| (I) Allgemeine Anwendungsprobleme . . . . .  | 199 |
| (2) Anwendung auf Transaktionskausalität und Preiskausalität   | 199 |
| cc) Fazit . . . . .  | 200 |

|  |     |
|--|-----|
| c) Beweismaßabsenkung durch einheitliche Lösung über § 287 ZPO                                   | 200 |
| aa) Konstruktion und Vorzüge . . . . .   | 200 |
| bb) Stellungnahme und Ablehnung aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive . . . . .                | 201 |
| e) Differenzierung nach der Anzahl der Bezugspunkte für Kausalität                               | 201 |
| aa) Herleitung . . . . .   | 201 |
| bb) Einordnung des Vertragsabschlusschadens in das Konzept . . . . .                             | 202 |
| cc) Anwendung auf den Kursdifferenzschaden . . . . .   | 203 |
| (1) Beweisanforderungen im Überblick . . . . .   | 203 |
| (2) Erfordernis einer konkreten Vermögensgefährdung . . . . .                                    | 203 |
| (3) Vermutung einer konkreten Vermögensgefährdung bei fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen . . . . . | 203 |
| (4) Nachweis potentieller Kurserheblichkeit im Übrigen . . . . .                                 | 204 |
| f) Grundsachen gem. § 286 ZPO bei reinem Vermögens- bzw. Kursdifferenzschaden                    | 204 |
| aa) Preiseffekt als Grundsachen . . . . .  | 204 |
| bb) Abgrenzung zur konkreten Vermögensgefährdung . . . . .                                       | 205 |
| cc) Kritik an der Herleitung des „Grundsachen“-Erfordernisses                                    | 205 |
| (1) Strukturelle Besonderheit im Rahmen von § 826 BGB . . . . .                                  | 206 |
| (2) Keine Aufspaltung eines reinen Vermögensschadens durch den BGH . . . . .                     | 206 |
| dd) Komplikationen beim Nachweis des Preiseffekts . . . . .                                      | 207 |
| ee) Vorschlag zur Behebung dieser Beweisprobleme . . . . .                                       | 208 |
| ff) Stellungnahme und Ablehnung des Erfordernisses eines Grundsadens . . . . .                   | 208 |
| (1) Entbehrlichkeit . . . . .  | 208 |
| (2) Kaum Rückhalt in der Rechtsprechung des BGH und des U.S. Supreme Court . . . . .             | 209 |
| g) Exkurs: Konzept zur vereinfachten Annahme eines Grundsadens . . . . .                         | 210 |
| h) Differenzierung nach realer und hypothetischer Kausalität . . . . .                           | 211 |
| aa) Ansatz . . . . .   | 211 |
| bb) Anwendung auf die Sekundärmarkthaftung . . . . .   | 212 |
| 3) Folgeschäden und Schadenshöhe . . . . .   | 212 |
| 4) Fazit – Konkrete beweisrechtliche Zuordnung . . . . .   | 213 |
| 2. Erleichterung der Darlegungslast . . . . .  | 213 |
| 3. Absenkung des Beweismaßes . . . . .   | 214 |
| 4. Keine Entscheidung nach reiner Billigkeit . . . . .   | 215 |
| 5. Erleichterungen für das Beweisverfahren . . . . .   | 215 |
| 1) Ablehnung von Beweisanträgen . . . . .  | 215 |
| 2) Hinzuziehung eines Sachverständigen . . . . .   | 216 |
| 3) Parteivernehmung . . . . .  | 217 |
| IV. Mögliche Erleichterungen für den Kausalitätsnachweis . . . . .                               | 218 |
| 1. Vorbemerkung . . . . .  | 218 |
| 2. Vernehmung des Anlegers . . . . .   | 219 |

|   |     |
|---|-----|
| 1) Anleger als Zeuge nach Abtretung des Anspruchs . . . . .                                   | 219 |
| 2) Wert von Angaben des Anlegers zur eigenen Willensbildung . . . . .                         | 219 |
| a) Ex post Kausalattribution . . . . .  | 220 |
| b) Maßgebliche Zeitpunkte für den Willensentschluss und Fehleranfälligkeit . . . . .          | 220 |
| c) Verzichtbarkeit der Aussage aufgrund Ineffizienz und mögliche Konsequenzen . . . . .       | 221 |
| 3. Der Indizienbeweis . . . . .   | 221 |
| 1) Anwendungsbereich im Rahmen der Arbeit . . . . .   | 221 |
| 2) Nützlichkeit und Vermeidbarkeit von Vorsorgemaßnahmen . . . . .                            | 222 |
| 4. Beweislastumkehr als ultima ratio . . . . .  | 222 |
| 5. Sekundäre Darlegungslast – Preiskausalität . . . . .                                       | 223 |
| 6. Der Anscheinsbeweis der Kausalität . . . . .   | 223 |
| 1) Allgemeingültiges zum Anscheinsbeweis . . . . .  | 223 |
| a) Bedeutung und Rechtsnatur . . . . .  | 223 |
| b) Voraussetzungen und beweisrechtliche Konsequenzen . . . . .                                | 224 |
| 2) Anscheinsbeweis der Kausalität allgemein . . . . .   | 224 |
| 3) Anscheinsbeweis für die Preiskausalität beim Kursdifferenzschaden                          | 225 |
| a) Typizität aufgrund unmittelbaren Kursreaktion oder Informationseffizienz . . . . .         | 225 |
| b) Effiziente Handhabung des Anscheinsbeweises . . . . .                                      | 226 |
| c) Stellungnahme: Lösung über § 287 ZPO vorzugswürdig . . . . .                               | 226 |
| 4) Anscheinsbeweis für Willensentschlüsse . . . . .   | 227 |
| a) Differenzierende Rechtsprechung . . . . .  | 227 |
| b) Die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens . . . . .                                    | 228 |
| c) Die Rechtsfigur der Anlagestimmung . . . . .   | 228 |
| 5) Bedeutung für die deliktische Kapitalmarktinformationshaftung . . . . .                    | 230 |
| a) Zurückhaltung der Rechtsprechung . . . . .   | 230 |
| b) Übertragbarkeit der Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens . . . . .                    | 230 |
| c) Herleitung und Ablehnung einer Vermutung informationsgemäß rationalen Verhaltens . . . . . | 231 |
| aa) Isolierte Betrachtung des Einzelanlegers – Ausnutzen einer Insiderinformation . . . . .   | 231 |
| bb) Berücksichtigung der Börsenpreisanpassung . . . . .                                       | 232 |
| d) Übertragbarkeit der Figur der Anlagestimmung auf den Sekundärmarkt . . . . .               | 233 |
| aa) Befürwortung in der Literatur . . . . .   | 233 |
| bb) Standpunkt der Rechtsprechung . . . . .   | 234 |
| cc) Stellungnahme . . . . .   | 235 |
| e) Fazit . . . . .  | 235 |
| 7. Generelle Beweismaßreduzierung in Kausalitätsfragen . . . . .                              | 235 |
| 1) § 287 ZPO für alle Kausalitätsfragen . . . . .   | 235 |
| a) Herleitung . . . . .   | 235 |
| b) Stellungnahme . . . . .  | 236 |
| c) Abgrenzung zum eigenen Konzept . . . . .   | 236 |
| 2) Beweismaßreduzierung ohne Normbezug . . . . .  | 236 |

|  |     |
|--|-----|
| 3) Materiellrechtlicher Ansatz: Kausalität als normatives Tatbestandsmerkmal . . . . . | 237 |
| a) Methodische Herleitung . . . . .  | 237 |
| b) Dogmatische Vereinbarkeit mit dem Konzept der Rechtsprechung . . . . .              | 238 |
| c) Praktische Vorzüge gegenüber dem Konzept der h. M. . . . .                          | 238 |
| V. Fazit . . . . .   | 239 |
| 1. Wertende Zusammenfassung . . . . .  | 239 |
| 2. Rückabwicklungsmöglichkeit trotz ökonomischer Bedenken . . . . .                    | 241 |
| <br>Kapitel 8: Berechnung des Kursdifferenzschadens . . . . .                          | 242 |
| I. Überblick und rechtliche Ausgangslage in Deutschland . . . . .                      | 242 |
| 1. Definition und grundsätzliche Ermittelbarkeit des Differenzschadens . . . . .       | 242 |
| 2. Verdeutlichung und Bewertung der Ausgangslage in Deutschland . . . . .              | 243 |
| 3. Weitgehende Akzeptanz der BGH-Rechtsprechung in der Literatur . . . . .             | 243 |
| 1) Rückwärtsinduktion . . . . .  | 243 |
| 2) Zeitpunkt der Schadensentstehung . . . . .  | 244 |
| II. Schadensumfang – Ersatzfähigkeit des Kollateralschadens . . . . .                  | 245 |
| 1. Bedeutung und Umfang des Kollateralschadens . . . . .                               | 245 |
| 2. Kollateralschaden als Folge rationalen Anlegerverhaltens . . . . .                  | 246 |
| 3. Äquivalent und adäquat kausale Pflichtverletzung . . . . .                          | 246 |
| 4. Forderung nach wertungsmäßiger Korrektur – Schutzzweck . . . . .                    | 247 |
| 5. Schutzzweck bei Gesamtbetrachtung des Entschädigungssystems . . . . .               | 249 |
| 1) Argumente gegen Kollateralschadensersatz<br>beim Kursdifferenzschaden . . . . .     | 249 |
| 2) Stellungnahme – Kollateralschaden ist Teil<br>des Kursdifferenzschadens . . . . .   | 249 |
| a) Anlegerschutz . . . . .   | 250 |
| aa) Keine Doppelbelastung der Altaktionäre . . . . .                                   | 250 |
| bb) Doppelkompensation unproblematisch . . . . .                                       | 250 |
| cc) Schutzlosstellung vieler Neuaktionäre . . . . .                                    | 251 |
| dd) Zwischenfazit . . . . .  | 251 |
| b) Schutzzweck: Marktfunktionsschutz . . . . .   | 251 |
| c) Werthaltigkeit der Innenhaftung bei Marktbetrug . . . . .                           | 252 |
| d) Fazit . . . . .   | 253 |
| III. Implikationen bei der Schadensberechnung . . . . .                                | 253 |
| 1. Schwächen der rückwärtigen Induktion in Fallgruppen . . . . .                       | 253 |
| 2. Disclosure bundling, over-disclosure und Kollateralschaden . . . . .                | 254 |
| 1) Informationsbündelungen . . . . .   | 254 |
| a) Problembeschreibung . . . . .   | 254 |
| b) Konsequenzen für den Anleger und Fehlanreize für den Emittenten                     | 255 |

|   |     |
|---|-----|
| c) Lösungsansätze im Rahmen der Rückwärtsinduktion . . . . .                  | 256 |
| d) Alternativlösung bei Kursreaktion auf Fehlinformation . . . . .            | 256 |
| 2) Over-disclosure . . . . .  | 257 |
| a) Problembeschreibung . . . . .  | 257 |
| b) Problemlösung im Rahmen der Rückwärtsinduktion . . . . .                   | 258 |
| c) Alternativlösung bei Kursreaktion auf Fehlinformation . . . . .            | 259 |
| 3) Kollateralschaden bei kurssteigernden Korrekturmeldungen . . . . .         | 259 |
| a) Problembeschreibung . . . . .  | 259 |
| b) Lösungsvorschlag im Rahmen der Rückwärtsinduktion . . . . .                | 260 |
| c) Alternativlösung bei Kursreaktion auf Fehlinformation . . . . .            | 261 |
| 3. Änderung des Informationswertes während der Desinformationsphase . . . . . | 262 |
| 1) Veränderte ökonomische Rahmenbedingungen . . . . .                         | 262 |
| a) Problembeschreibung . . . . .  | 262 |
| b) Lösungsansätze . . . . .   | 263 |
| 2) Veränderte Markterwartungen . . . . .                                      | 263 |
| 3) Allmählicher Eingang des Informationswertes in den Marktkurs . . . . .     | 264 |
| a) Problembeschreibung, Fallgruppen, Anreizwirkung . . . . .                  | 264 |
| b) Lösungsansätze . . . . .   | 264 |
| 4. Voraus- statt Rückschau – „forward-casting“ als Alternative . . . . .      | 265 |
| <br>IV. Beweiserleichterung – sekundäre Darlegungslast . . . . .              | 266 |
| <br>V. Fazit . . . . .  | 266 |
| <br>Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und Thesen . . . . .          | 268 |
| <br>I. Wesentliche Ergebnisse der Arbeit . . . . .                            | 268 |
| 1. Kausalitätsverständnis . . . . .   | 268 |
| 2. Erkenntnisse aus dem US-amerikanischen Recht . . . . .                     | 269 |
| 3. Deutsches Recht . . . . .  | 270 |
| 4. Ökonomische Erkenntnisse . . . . .   | 271 |
| 5. Effiziente prozessuale Umsetzung . . . . .                                 | 271 |
| 6. Anwendungsbereich des Haftungskonzepts und Haftungsumfang . . . . .        | 272 |
| <br>II. Kernthesen . . . . .  | 273 |
| <br>Literaturverzeichnis . . . . .  | 275 |
| Sachregister . . . . .  | 291 |