

# Inhaltsübersicht

Vorwort . . . . .	VII
Inhaltsverzeichnis . . . . .	XI
 Kapitel 1: Überblick . . . . .	 1
I.    Einleitung . . . . .	1
II.   Größenordnungen und Fakten . . . . .	2
 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
 Kapitel 3: US-amerikanisches Recht . . . . .	 36
I.    Haftung nach Rule 10b-5 . . . . .	36
II.   Fazit . . . . .	90
 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
 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 Preiskausalität . . . . .	162
V. Fazit . . . . .	164
 Kapitel 6: Umsetzbarkeit des Konzepts der Preiskausalität 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
 Kapitel 7: Prozessuale Umsetzung – Der Kausalitätsnachweis . . . .	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
 Kapitel 8: Berechnung des Kursdifferenzschadens . . . . .	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
 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und Thesen . . . . .	268
I. Wesentliche Ergebnisse der Arbeit . . . . .	268
II. Kernthesen . . . . .	273
 Literaturverzeichnis . . . . .	275
Sachregister . . . . .	291

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort . . . . .	VII
Inhaltsübersicht . . . . .	IX
 Kapitel 1: Überblick . . . . .	 1
I. Einleitung . . . . .	1
1. Problemstellung und Themeneingrenzung . . . . .	1
2. Gang der Untersuchung . . . . .	2
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
 Kapitel 2: Kausalität und Kausalitätsverständnis . . . . .	 11
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 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 Entscheidungszwang . . . . .	20
4) Fazit: Kausalität als wandelbares „soziales Zweckkonstrukt“ . . . . .	21
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 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 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 der Kausalkette . . . . .	28
b) Unabhängigkeit vom Kriterium der Notwendigkeit im Zivilprozess . . . . .	29
c) Positionierung zum Determinismus entbehrlich . . . . .	29
5) Wissenschaftliche Erkenntnisse und probabilistisches Kausalitätsverständnis . . . . .	30
a) Notwendiger Rückgriff auf wissenschaftliche Erkenntnisse . . . . .	30
b) Konkretisierung von „probabilistisch“ und prozessuale Vorteile . . . . .	30
c) Steuerungswirkung des Kausalitätselements und Gleichlauf mit 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 der Preiskausalität . . . . .	57
a) Überblick . . . . .	57
b) Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH) . . . . .	58
c) Fischel's Konzept der Preiskausalität & Marktmodell 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 Bezugspunkt des Vertrauens . . . . .	65
(2) Kapitalmarkteffizienz in der Praxis . . . . .	66
(3) Konzeptionelle Kritik an der Entscheidung 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 Teilobsiegen von Halliburton . . . . .	71
5) Bewertung der Rechtsprechung zur FOTM-Theorie und Ausblick . . . . .	72
a) Lösung der FOTM-Theorie von der ECMH in ihrer semistrengen 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 Vertragsabschlussschaden . . . . .	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 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
 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 Vertragsabschlussschadens . . . . .	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) Vertragsabschlussschaden: 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 <sub>g</sub> ) 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) Vertragsabschlussschaden . . . . .	147
b) Negative Anreizwirkung auf Anleger . . . . .	147
c) Beibehaltung des Vertragsabschlussschaden . . . . .	148
d) Schlussfolgerung für das Haftungskonzept . . . . .	149

III. Vergleich der Haftungskonzepte . . . . .	149
1. Zweck der Sekundärmarktpublizität und Nutzen des Privatklagerechts . . . . .	149
1) Funktionen der Sekundärmarktpublizität . . . . .	149
2) Präventionswirkung der deliktischen Kapitalmarktinformationshaftung . . . . .	149
a) Schutzwirkungen im Einzelnen . . . . .	149
b) Erhöhte Prävention durch Ergänzung öffentlich-rechtlicher 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 der Preiskausalität . . . . .	153
2) Argumente gegen Schadensersatz bzw. dessen vereinfachte Geltendmachung . . . . .	154
3) Stellungnahme . . . . .	156
a) Überkompensation . . . . .	156
aa) Keine Ineffizienzen . . . . .	156
bb) Keine Überkompensation bei Zugrundelegung eines Bruttoschadens . . . . .	156
b) Zur Ex-ante-Perspektive der Anleger . . . . .	157
c) Zur Möglichkeit der Portfoliodiversifikation . . . . .	157
d) Geringere Überkompensation wegen geringer 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
IV. Optimierung des Konzepts der Preiskausalität . . . . .	162
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
V. Fazit . . . . .	164

## Kapitel 6: Umsetzbarkeit des Konzepts der Preiskausalität

de lege lata . . . . .	167
I. § 37b WpHG und Anwendungsbereich . . . . .	167
1. Wortlaut des § 37b WpHG . . . . .	167
2. Argumente für ein einheitliches Kausalitätsverständnis . . . . .	167
II. Übertragbarkeit des Konzepts auf § 37c WpHG . . . . .	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
III. Übertragbarkeit auf § 826 BGB . . . . .	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
IV. Übertragbarkeit auf § 823 II BGB i. V. m. einem Schutzgesetz . . . . .	174
V. Fazit und Ausblick . . . . .	175
1) Kernaussage . . . . .	175
2) Entbehrlichkeit des Vertragsabschlussschadens . . . . .	175

## Kapitel 7: Prozessuale Umsetzung – Der Kausalitätsnachweis . . . . . 176

I. Überblick – Beweisnot und Beweiserleichterungen . . . . .	176
II. Das Beweismaß des § 286 ZPO . . . . .	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 de lege ferenda . . . . .	183
d) Ablehnung des Überwiegenheitsprinzips de lege ferenda . . . . .	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
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
(1) 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 Kursdifferenzschaden und Bewertung der kapitalmarktrechtlichen Rechtsprechung . . . . .	197
b) Abgrenzung nach Haftungstatbeständen . . . . .	198
aa) Ansätze in der Literatur . . . . .	198
bb) Anwendung auf das Kapitalmarktdeliktsrecht . . . . .	199
(1) 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 Vertragsabschlussschadens 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) Grundscha den gem. § 286 ZPO bei reinem Vermögens- bzw. Kursdifferenzschaden . . . . .	204
aa) Preiseffekt als Grundscha den . . . . .	204
bb) Abgrenzung zur konkreten Vermögensgefährdung . . . . .	205
cc) Kritik an der Herleitung des „Grundscha den“-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 Grundscha dens . . . . .	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 Grundscha dens . . . . .	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 Beweis anträgen . . . . .	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 unmittelbarer 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
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 beim Kursdifferenzschaden . . . . .	249
2) Stellungnahme – Kollateralschaden ist Teil 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
IV. Beweiserleichterung – sekundäre Darlegungslast . . . . .	266
V. Fazit . . . . .	266
Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und Thesen . . . . .	268
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
II. Kernthesen . . . . .	273
Literaturverzeichnis . . . . .	275
Sachregister . . . . .	291