

Neues zur Haftung bei falscher Kapitalmarktinformation

IKB und die Folgen

Von Prof. Dr. Olaf Müller-Michaels, Rechtsanwalt, Orrick Hölters & Elsing, Düsseldorf, und Professor für Wirtschaftsrecht, FOM Hochschule, Essen

Börsennotierte Unternehmen stehen häufig vor der Frage, welche Informationen sie außerhalb der regelmäßigen Finanzberichterstattung wann und wie veröffentlichen. Gerade in Marktphasen mit hoher Nervosität besteht die Versuchung, beruhigend auf den Markt einzuwirken. Für die Information des Kapitalmarkts gibt es aber enge rechtliche Vorgaben und Grenzen. Die Stichworte sind Ad-hoc-Mitteilungen, Offenlegung von Insiderinformationen, Kursrelevanz, Marktmanipulation und Informationsdeliktshaftung. Nachdem die erste Welle der Rechtsprechung zu diesem Thema nach dem Ende des Neuen Marktes zu den Skandalen bei Comroad und Infomatec rollte, lag der Auslöser der zweiten Welle in der Finanzkrise, wobei sich die Gerichte zurzeit insbesondere mit den Folgen des Kurssturzes der IKB im Jahr 2007 beschäftigen.



Prof. Dr. Olaf Müller-Michaels

Irreführung über Subprime-Engagement

Was war passiert? Der damalige Vorstandsvorsitzende der IKB hatte, nachdem im Sommer 2007 am Markt verstärkt Gerüchte über eine Schieflage der IKB aufkamen, eine Pressemitteilung veröffentlicht, in der das Ausmaß der Subprime-Aktivitäten der IKB verharmlost wurde, um den Markt zu beruhigen. Anleger hatten daraufhin Aktien der IKB gekauft, deren Kurs wenige Tage später abstürzte, nachdem klar wurde, dass die IKB wegen existenzbedrohender Liquiditätsprobleme aus dem Subprime-Engagement in den USA staatlich gestützt werden

musste. Der ehemalige Vorstandsvorsitzende, der für die irreführende Pressemitteilung verantwortlich war, wurde deswegen rechtskräftig wegen Marktmanipulation (§ 20a WpHG) strafrechtlich verurteilt. Zivilrechtlich verlangte eine Reihe von betroffenen Anlegern Erstattung des für die Aktien aufgewendeten Kaufpreises gegen Rückgabe ihrer inzwischen praktisch wertlosen IKB-Aktien.

Kein automatischer Schadensersatz bei Marktmanipulation

Der BGH stellt in seinem aktuellen Grundsatzurteil zunächst klar, dass alleine die Marktmanipulation nicht zu Schadensersatzansprüchen von Anlegern führt. § 20a WpHG ist kein Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB. Das entsprach der schon bisher herrschenden Meinung. Ferner lehnt der BGH auch eine Haftung nach § 826 BGB (sittenwidrige vorsätzliche Schädigung) kurz und knapp ab. Das ist etwas überraschend, war der § 826 BGB in der Gestalt der sogenannten Informationsdeliktshaftung doch in der ersten Welle (Comroad, Infomatec) das Hauptinstrument des Anlegerschutzes bei Falschinformation des Kapitalmarkts. Für entscheidend hielt der BGH damals die „direkt vorsätzliche unlautere Beeinflussung des Sekundärmarktpublikums durch eine grob unrichtige Ad-hoc-Mitteilung“ und die Tatsache, dass den Beklagten „offensichtlich jedes Mittel recht



IKB-Gebäude in Düsseldorf
Foto: IKB

war, um in den potenziellen Anlegern des Marktes positive Vorstellungen über den Wert des Unternehmens hervorzurufen“. So hatte das OLG Düsseldorf als Vorinstanz eine Haftung der IKB noch mit der Begründung abgelehnt, es sei dem ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der IKB nicht darum gegangen, Anleger zu schädigen, sondern er habe lediglich den Markt beruhigen wollen.

Haftung wegen unterlassener Ad-hoc-Mitteilung

Dieses Argument lässt der BGH nicht gelten. Er stützt sich bei der Begründung der Haftung der IKB allerdings nicht auf § 826 BGB, sondern auf die Spezialnorm des § 37b Abs. 1 Nr. 1 WpHG. Danach muss ein börsennotiertes Unternehmen einem Anleger den Schaden ersetzen, der diesem dadurch entstanden ist, dass er Finanzinstrumente zu einem Zeitpunkt erworben hat, in dem das Unternehmen Insiderinformationen hätte veröffentlichen müssen. Der BGH hielt die Höhe des Subprime-Anteils der unmittelbaren und mittelbaren Investments der IKB für eine solche Insiderinformation, die die IKB mit einer Ad-hoc-Mitteilung hätte veröffentlichen müssen. Damit steht nunmehr nicht mehr die Frage, ob der Täter sittenwidrig und „unlauter“ gehandelt hat, sondern ob und wann Informationen veröffentlicht werden müssen, im Mittelpunkt. Das richtet sich nach den insiderrechtlichen Grundnormen der §§ 13 und 15 WpHG.

Kursrelevanz

Um eine Ad-hoc-Pflicht auszulösen, muss es sich danach um eine konkrete Information mit unmittelbarem oder mittelbarem Selbstbezug handeln, die den Emittenten unmittelbar betrifft und die geeignet ist, den Kurs der Aktie erheblich zu beeinflussen. Im Fall IKB ergab sich das Wissen um die Kursrelevanz für den BGH daraus, dass die IKB selbst eine Pressemitteilung veröffentlicht hatte, um den Markt zu beruhigen. Die entscheidende Frage aber streift der BGH nur. Warum sollte die IKB das Ausmaß ihrer Aktivitäten im Subprime-Bereich gerade im Juli 2007 veröffentlichen? Die Tatsache bestand schon seit Monaten. Eine Erklärungsmöglichkeit ist die beschönigende Pressemitteilung. Ähnlich wie bei der strafrechtlichen Rechtsfigur der Ingerenz könnte man eine Pflicht zum Handeln (Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung) an die vorherige Pflichtverletzung durch die irreführende Pressemitteilung knüpfen. Das würde aber durch die Hintertür doch zu einem Schadensersatzanspruch allein aufgrund der Marktmanipulation führen, da es unrealistisch ist, dass ein Emittent kurz nach einer Pressemitteilung eine



Das Oberlandesgericht Düsseldorf lehnte als Vorinstanz zunächst noch eine Haftung der IKB ab.

Foto: Alexostrov, Wikimedia

entgegengesetzte Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht. Es müssen also externe Umstände sein, die zusammen mit Unternehmensinformationen zu einer Veröffentlichungspflicht führen. Details zum Engagement der IKB im Subprime-Markt wurden erst zu dem Zeitpunkt kursrelevant, in dem, so formuliert es der BGH, in einem „hochsensiblen Markt allseits negative Marktreaktionen“ hinsichtlich der Subprimes auftraten.

Fortlaufende Überprüfung von Informationen

Für die Emittenten stellt das ganz neue Anforderungen. Informationen müssen nicht nur im Zeitpunkt ihres Entstehens auf ihre Kursrelevanz geprüft werden. Vielmehr müssen sämtliche im Unternehmen bereits vorhandenen Informationen fortlaufend daraufhin überprüft werden, ob sie nicht plötzlich aufgrund eines „hochsensiblen Marktes“ eine erhebliche Kursrelevanz erlangen. Selbstverständlich müssen Informationen, die dann in einem solchen Umfeld veröffentlicht werden, anders als bei der IKB in jedem Fall vollständig und richtig sein und nicht nur auf eine Beruhigung des nervösen Markts abzielen.

Fazit

Bei Kapitalmarktinformationen durch börsennotierte Emittenten ist höchste Vorsicht angebracht. Bei unterlassener oder falscher Information drohen straf- und zivilrechtliche Konsequenzen. Börsennotierte Unternehmen müssen sich fortlaufend Gedanken darüber machen, welche unternehmensinternen Informationen kursrelevant sind. Wenn diese dann „konkret“ genug sind oder das Marktumfeld zu einer gesteigerten Kursrelevanz führt, muss die entsprechende Tatsache veröffentlicht werden. Mit der Frage, wann eine Information „konkret“ ist, beschäftigt sich gerade der EuGH auf Vorlage des BGH im Fall Daimler/Schrempp. Insgesamt bleibt hier für Rechtsprechung, Wissenschaft und Praxis noch eine Menge zu tun, um den Emittenten klare Leitlinien in der zentralen Frage der Kapitalmarktinformation an die Hand zu geben.