

Exposé zur DISSERTATION

Vorläufiger Arbeitstitel der Dissertation

„Der Schadenersatzanspruch eines durch
Marktmissbrauch geschädigten Anlegers nach der
neuen Marktmissbrauchsverordnung der EU“

Verfasser

Mag. iur. Michael Marschall

angestrebter akademischer Grad

Doktor der Rechtswissenschaften

Wien, 2015

Matrikelnummer: 0949316

Studienkennzahl: A 783 101

Dissertationsgebiet lt. Studienblatt: Unternehmensrecht

Betreuer: Univ.-Prof. Dr. Friedrich Rüdfler, LL.M.

1. Problemstellung

1.1 Informationsbalance am Kapitalmarkt

Ein ausbalanciertes Informationsgleichgewicht am Kapitalmarkt ist die Grundlage für einen transparenten und damit fairen Handel. Die Teilnahme aller Kapitalmarktakteure an einem integrierten Finanzmarkt setzt die effektive Verhinderung und Sanktionierung von Insidergeschäften und Marktmanipulation voraus. Denn nur so kann eine eigenverantwortliche Anlageentscheidung getroffen werden, die auf einer wohlinformierten Grundlage steht und nicht durch ein Informationsungleichgewicht zwischen Anbieter und Anleger unmöglich gemacht wird.¹ Mit anderen Worten: „Rationales Marktverhalten setzt korrekte Information voraus“.²

In diesem Sinne wurde am 20. Oktober 2011 ein Vorschlag der Europäischen Kommission hinsichtlich einer neuen Verordnung betreffend Insidergeschäfte und Marktmanipulation, sowie einer Richtlinie über die strafrechtliche Verfolgung dieser Tatbestände veröffentlicht. Dieser Vorschlag hatte zum Ziel, mittels erweitertem Anwendungsbereich und erhöhter Strafraumen auf die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten zu reagieren. Nunmehr wurde diese Verordnung (in der Folge „MAR“)³ und die begleitende Richtlinie (in der Folge „MAD“)⁴ im Amtsblatt der EU veröffentlicht. Diese Dissertation ist darauf ausgerichtet, einen auf die MAR gestützten Schadenersatzanspruch eines geschädigten Anlegers zu skizzieren und in Gegenüberstellung mit dem bisherigen Rechtsstand zum Marktmissbrauch in Österreich, die diesbezüglichen (zivilrechtlichen) Problemstellungen aufzuarbeiten.⁵

¹ *Klausberger/Rüger*, Zu den Aufklärungs- und Beratungspflichten einer Bank bei strukturierten Produkten, ÖBA 2012, 97.

² *Harrer*, Zivilrechtliche Irritationen im Kapitalmarktrecht, ZFR 2011/3.

³ VO (EG) 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, ABI L 2014/173, 1.

⁴ RL (EG) 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABI L 2014/173, 179.

⁵ *Ketzer/Pauer*, Die wesentlichen Neuerungen der geplanten Verordnung und Richtlinie der Kommission zu Insiderhandel und Marktmanipulation: mit Anmerkungen aus rechtsstaatlicher Perspektive, ÖBA 2014, 162.

1.2 Notwendigkeit der gesetzlichen Regulierung des Marktmissbrauchs

Die Wichtigkeit einer umfassenden gesetzlichen Regulierung des Kapitalmarktes hat sich angesichts der Finanzmarktkrise verdeutlicht: Auch heute noch sind zahllose Anlegerverfahren gerichtsanhängig, deren Ursprung sich größtenteils in der Finanzmarktkrise aus dem Jahre 2007/2008 findet. Die diesbezüglichen Rechtsgrundlagen sind durch blankettartige Verweisungen und unbestimmte Rechtsbegriffe gekennzeichnet, weshalb bereits der VfGH die gesetzliche Definition der „Marktmanipulation“ hinsichtlich des verfassungsrechtlichen Determinierungsgebots zu prüfen hatte.⁶

Bereits auf den ersten Blick ist hierbei bemerkenswert, dass hinter den Erwägungsgründen eines integrierten, effizienten und transparenten Finanzmarktes und der Schaffung eines echten Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen, das Instrument einer unmittelbar anwendbaren Verordnung herangezogen wurde. Dies entspricht der in letzter Zeit zu beobachtenden Tendenz des europäischen Gesetzgebers, weg von einem angeglichenen und hin zu einem vereinheitlichten Binnenmarktrecht.⁷

2. Forschungsfrage(n) dieser Dissertation

2.1 Was ändert sich aus Sicht der Anleger?

Angesichts der immensen Bedeutung des Informationsgleichgewichts zwischen Anleger und Finanzdienstleister ist hierbei interessant, dass weder die MAR noch die MAD eine zivilrechtliche Haftung des Emittenten gegenüber dem Anleger vorsehen. Hier stellt sich die Frage nach dem Telos der unionsrechtlichen Rechtsakte: Ein erster Einblick zeigt bloß (erheblich) verschärfte verwaltungs- und strafrechtliche Sanktionen zum Schutz der kollektiven Interessen der Finanzmarktintegrität und ein erweiterter Anwendungsbereich zur bisherigen Marktmissbrauchsrichtlinie.

Somit scheint eine zivilrechtliche Sanktionierung weder unionsrechtlich vorgeschrieben, noch als optionale Rechtsfolge vorgesehen. Im Vergleich

⁶ VfGH am 16.6.2009, B 2005/08.

⁷ Vgl dazu die Erwägungsgründe 4 und 5 der MAR.

dazu wurden in der Prospektrichtlinie⁸ zumindest optional den Mitgliedstaaten die Möglichkeit eingeräumt, zivilrechtliche Sanktionen vorzusehen. Dabei zeigen auch die Erwägungsgründe zur Marktmissbrauchsverordnung, dass es dem europäischen Gesetzgeber scheinbar vorrangig um den Schutz des Marktes und nicht des Anlegers geht.⁹

2.2 Anwendungs- und Geltungsbereich der Marktmissbrauchsverordnung

Der Anwendungsbereich der nunmehr aufzuhebenden Marktmissbrauchsrichtlinie (in der Folge „MAD 2003“)¹⁰ beschränkte sich auf jene Finanzinstrumente, „die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt gestellt wurde“. In den letzten Jahren hat sich jedoch der Trend weg vom geregelten Markt und hin zu multilateralen oder organisierten Handelssystemen und zum außerbörslichen Handel gewendet, weshalb die Berücksichtigung dieser Marktsegmente zweckmäßig erscheint.¹¹

Durch das BGBl I 2007/60¹² wurde § 48 Abs 1a BörseG eingefügt, wonach der Begriff des geregelten Marktes nunmehr auch multilaterale Handelssysteme (Multilateral Trading Facilities, MTF) umfasst. Beispielsweise wird nunmehr an der Wiener Börse der sogenannte „Dritter Markt“ als MTF betrieben. Primäre Intention hinter der Erfassung von MTF ist die Gewährleistung des wirksamen und organisierten Funktionierens der Märkte.¹³

Der Uniongesetzgeber versucht den jüngsten Entwicklungen auf den Finanzmärkten Rechnung tragen, weshalb der Anwendungsbereich der MAR im Gegensatz zur MAD 2003 nunmehr auch Finanzinstrumente erfasst, die in einem multilateralen oder organisierten (OTF, Organized Trading

⁸ (EG) RL 2003/71 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABI L 2003/345, 64.

⁹ Vgl dazu insbesondere die Erwägungsgründe 1,2 und 4 der MAR.

¹⁰ (EG) 2003/6 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABI L 2003/96, 16.

¹¹ Vgl dazu den 8. Erwägungsgrund der MAR.

¹² BGBl I 2007/60: 143 BlgNR XXIII. GP.

¹³ *Brandl in Temmel (Hrsg.), Börsengesetz – Praxiskommentar (2011) § 48a Rz 7.*

Facilities) Handelssystem gehandelt werden. Eine Erweiterung des Anwendungsbereichs gegenüber dem aktuellen Börsegesetz stellt also die Erfassung der OTF dar, welche durch die systematische Zusammenführung der Kauf- und Verkaufsinteressen Dritter charakterisiert und keiner bestehenden Kategorie zuordenbar sind.¹⁴

Die wesentliche Neuerung stellt jedoch die Einbeziehung jener Finanzinstrumente dar, die vom Kurs oder Wert eines unter den Anwendungsbereich der MAR fallenden Finanzinstrumentes abhängen oder sich darauf auswirken. Als Beispiel wird dabei die Manipulation eines außerbörslich gehandelten – und damit an sich nicht erfassten – Derivats genannt, welches einem von der MAR erfassten Wertpapier als Referenzkurs dient. Aufgrund dieser Kursbeeinflussung sollen auch hier die Sanktionsmechanismen der MAR und MAD greifen.¹⁵

2.3 Anspruchsnatur der Schadenersatzansprüche von Anlegern

Der unionsweite Gesetzgeber steht auf dem Standpunkt, dass der Präventionscharakter mittels verschärfter verwaltungs- und strafrechtlicher Sanktionen ausreicht, um Marktmissbrauch zu verhindern. Das stellt aus Anlegersicht jedoch insbesondere dann eine unbefriedigende Situation dar, sollte die Abschreckungswirkung der verschärften Strafdrohungen einem faktischen Missbrauch nicht vorbeugen können, benötigen sie eine Anspruchsgrundlage für ihre Schadenersatzansprüche.¹⁶

2.3.1 Schutzgesetzqualifikation von kapitalmarktrechtlichen Informations- und Verhaltenspflichten?

In der österreichischen Lehre wurde vielfach darüber diskutiert, die verwaltungsrechtlichen Sanktionen der §§ 48 BörseG als Schutzgesetze im Sinne des § 1311 S 2 ABGB zu qualifizieren, worauf sich die

¹⁴ *Sindelar*, Quo vadis MiFID II – Welche Neuerungen und Herausforderungen bringt die neue Finanzmarktrichtlinie?, ÖBA 2014, 478.

¹⁵ Vgl dazu Erwägungsgrund 8 und 10 der MAR.

¹⁶ Vgl die bisherigen Strafraumen für Marktmissbrauch bis zu lediglich maximal EUR 75.000,— ohne diese dabei an den Umsatz der Unternehmen zu koppeln, während die MAR Strafraumen bis zu EUR 5.000.000,— oder bis zu 15 % des jährlichen Gesamtumsatzes vorsieht.

Schadenersatzansprüche der Anleger stützen könnten.¹⁷ Unter Schutzgesetzen versteht man abstrakte Gefährdungsverbote, die das verbotene Verhalten konkret umschreiben.¹⁸ Dabei werden Schadenersatzansprüche für bloße Vermögensschäden bereits bei leichter Fahrlässigkeit gewährt, ohne dass ein absolut geschütztes Rechtsgut oder Vertragspflichten verletzt wurden.¹⁹

2.3.2 Mögliche Schutzgesetzqualifikation von Normen europarechtlicher Natur

In erster Linie muss man die Frage stellen, ob unionsweite Rechtsakte überhaupt als Schutzgesetze herangezogen werden können. Als Schutzgesetz kommen nicht nur formelle Gesetze, sondern auch solche im materiellen Sinn in Frage. Neben Verordnungen subsumiert die Rechtsprechung auch Bescheide, zum Teil sogar individuelle Hoheitsakte darunter.²⁰

Aufgrund der normativen Qualität von europarechtlichen Verordnungen des Unionsgesetzgebers und der extensiven Auslegung der Rsp (gerichtliche Entscheidungen, Auflagen in Baubewilligungen oder gar individuelle Hoheitsakte) kann auch in diesen Fällen eine Qualifikation als Schutzgesetz vorliegen. Teilt man diese Ansicht nicht, so können die in Umsetzung der MAD erlassenen Normen des Strafrechts herangezogen werden.²¹

2.3.3 Schutzbereich der Norm

Im Hinblick auf die Prüfung der Schutzbereiche der Norm gilt es zu ermitteln, ob die gegenständliche Norm den Individualschutz oder den Schutz überindividueller Interessen verfolgt. Dabei stehen sich im Kapitalmarktrecht im Wesentlichen zwei Schutzgüter gegenüber: Marktschutz und Anlegerschutz. Ist bloß der Schutz öffentlicher Interessen und nicht von

¹⁷ Vgl dazu *Schopper*, Ad-Hoc-Meldepflicht als Schutzgesetz, ÖBA 2014, 495; *Bollenberger/Kellner*, Zum Schutzgesetzcharakter von § 48a BörseG, ÖBA 2013/1922); *Rüffler*, Kapitalmarktrechtliche Informations- und Verhaltenspflichten als Schutzgesetze?, GeS 2010, 113.

¹⁸ Vgl dazu *Reischauer* in *Rummel* ABGB³ § 1311 Rz 4.

¹⁹ Vgl dazu *Schacherreiter* in *Kletecka/Schauer* (Hrsg), ABGB-ON^{1.02} (2014) § 1311 Rz 5.

²⁰ Vgl dazu *Reischauer* in *Rummel* ABGB³ § 1311 Rz 4 ff.

²¹ Vgl dazu *Schacherreiter* in ABGB-ON^{1.02} § 1311 Rz 7.

Gütern von Einzelnen durch diese Bestimmungen intendiert, liegt kein Schutzgesetz zugunsten der Anleger vor.²²

Auf den ersten Blick stellt man fest, dass in den Erwägungsmaterialien zur MAR lediglich kollektive Schutzgüter angeführt werden. Man darf jedoch vom Schweigen eines verwaltungsrechtlichen oder strafrechtlichen Gesetzgebers hinsichtlich individueller Schutzzwecke nicht automatisch darauf schließen, dass kein Individualschutz bezweckt wird.²³ In diesem Sinne sind Äußerungen in den Materialien zu den verfolgten Zwecken nur geringes Gewicht einzuräumen.²⁴ Denn dabei gilt es insbesondere zu berücksichtigen, dass es sich bei diesen Schutzgütern um „zwei Seiten derselben Medaille“ handelt; mit anderen Worten: Ein erhöhter Marktschutz kommt zwangsläufig auch den Anlegern zugute.²⁵

Im Hinblick auf die Ermittlung des Schutzbereichs gilt es zu differenzieren. Vordergründig muss der personelle Schutzbereich festgestellt werden, also ob gerade dieser Anleger vor einem Schaden geschützt werden soll. Die Frage, ob das potentielle Schutzgesetz die Art des eingetretenen Schadens verhindern soll, stellt auf den sachlichen Schutzbereich ab, während sich der modale Schutzbereich auf die konkrete Entstehungsweise des Schadens bezieht. Diese Prüfung muss für jeden Marktmissbrauchstatbestand in der MAR einzeln erfolgen.²⁶

2.3.4 Der Anlegerschaden

Aus Anlegersicht ist der Schaden insbesondere deshalb eingetreten, weil die Kapitalanlage zu teuer erworben, nicht rechtzeitig und zu billig verkauft, oder aufgrund einer Handlung des Emittenten das Anlegervermögen vermindert wird.²⁷ Im Hinblick auf die (unrichtige) Preisbildung spricht man von Preisschäden, bezüglich der Willensentschließung zur Anlageentscheidung des einzelnen Anlegers von Transaktionsschäden. Die Qualifizierung des

²² Vgl dazu *Schacherreiter* in ABGB-ON^{1.02} § 1311 Rz 10.

²³ *Rüffler*, GES 2010, 113.

²⁴ *Lehner*, Haftung für sorgfaltswidrige Produkteinführung: § 39 Abs 2c BWG ein Anlegerschutzgesetz?, wbl 4, 197.

²⁵ *Hopt* in *Kalss/Torggler*, Kapitalmarkthaftung und Gesellschaftsrecht – Beiträge zum 1. Wiener Unternehmensrechtstag (2012) S 59.

²⁶ *Rüffler*, GES 2010, 113.

²⁷ *Kalss*, ÖBA 2000, 641.

Anlegerschadens als (bloßen) Vermögensschaden ergibt sich daraus, dass die Kapitalanlagen bloße Vermögensrechte bilden, die dem Anleger lediglich einen mittelbaren Zugriff auf jene im Verband zusammengefassten körperlichen Vermögenswerte vermitteln.²⁸

Dabei hat in erster Linie eine strenge Unterscheidung zu erfolgen, nämlich zum einen den informationsbedingten Schaden des Anlegers und zum anderen jenen Schaden, den die Gesellschaft aufgrund des informationsauslösenden Ereignisses erlitten hat.²⁹ Dies bedeutet, dass Anleger einen Vermögensschaden nur dann geltend machen können, wenn sich der Schaden unmittelbar in ihrer Kapitalanlage selbst und nicht allein beim Emittenten realisiert, um eine (unzulässige) Doppelliquidation des Schadens zu vermeiden.³⁰

2.3.5 Haftungsvoraussetzungen für Schutzgesetzverletzungen

Aufgrund der einem Schutzgesetz immanenten Normierung konkreter Verhaltensweisen, erfordert die Feststellung der Rechtswidrigkeit des Verhaltens verhältnismäßig wenig Aufwand. Bei der weiteren Prüfung wird auf die objektive Sorgfaltswidrigkeit abgestellt. Darüber hinaus muss sich die schuldhafte Übertretung konkret auf das durch die Norm verbotene Verhalten beziehen, um einen Schadenersatzanspruch auszulösen.³¹

2.3.6 Beweislastverteilung

In weiterer Folge stellt sich die Frage hinsichtlich der Beweislastverteilung. Dabei ist der Kläger sowohl für den Schadenseintritt, als auch für die Verletzung des Schutzgesetzes beweispflichtig. Hinsichtlich der Schutzgesetzverletzung genügt es, die objektive Übertretung nachzuweisen.³² Aufgrund des erforderlichen Rechtswidrigkeits-Zusammenhanges ist die rein formale Übertretung der Norm nicht ausreichend, die Zuwiderhandlung gegenüber dem Schutzzweck ist

²⁸ Schopper, ÖBA 2014, 495.

²⁹ Kalss, Anlegerinteressen, 328 f.

³⁰ Kalss, ÖBA 2000, 641.

³¹ Schacherreiter in ABGB-ON^{1.02} § 1311 Rz 5 f; Karner in Koziol/Bydlisnki/Bollenberger (Hrsg), Kurzkommentar zum ABGB⁴ (2014) § 1311 Rz 3.

³² Schacherreiter in ABGB-ON^{1.02} § 1311 Rz 49.

zwingend erforderlich.³³ Der OGH und die stRsp fordern keinen strengen Beweis hinsichtlich des Kausalzusammenhanges, was jedoch keineswegs im Sinne einer Beweislastumkehr zu verstehen ist.³⁴

2.4 Unmittelbare Geltendmachung von Schadenersatzansprüchen – Organaußenhaftung bei Schutzgesetzverletzung

Während sich die bisherigen Ausführungen auf die Geltendmachung von Schadenersatzansprüchen geschädigter Anleger gegenüber juristischer Personen beziehen, dürfen Überlegungen zu einer allfälligen Organaußenhaftung nicht fehlen. Dem österreichischen Kapitalgesellschaftsrecht liegt das sogenannte Innenhaftungskonzept zugrunde. Dabei findet der Schadensausgleich bei Schadenszufügung durch Organe primär bei der Gesellschaft selbst statt, die ja durch die Handlungen oder Unterlassungen geschädigt wird. Unmittelbare Ansprüche der Gläubiger oder Gesellschafter gegenüber den Organmitgliedern sind nicht vorgesehen, da deren Interessen mittels Schadenersatzanspruchs-Geltendmachung durch die Gesellschaft selbst gewahrt werden. Eine allfällige Organaußenhaftung im Hinblick auf die Kapitalmarktinformationshaftung ist somit auf den ersten Blick nicht erkennbar.³⁵

Diese Pflichten werden jedoch nach Wortlaut des Börsegesetzes zu einem Großteil den Emittenten auferlegt, weshalb diese Sonderdelikte per se keinen direkten Anspruch gegen die Organmitglieder vorsehen. Die MAR spricht im Hinblick auf die Insiderinformations-Tatbestände und der Marktmanipulation direkt die „natürliche Person“ als Schädiger an, womit fruchtbarer Boden für eine Organaußenhaftung gefunden wäre.³⁶

Vorteilhaft aus Anlegersicht wäre hierbei jedenfalls, dass – im Gegensatz zu deliktischen Ansprüchen - aufgrund der Schutzgesetzhaftung ein bloßer Vermögensschaden beim Anleger bereits bei leicht fahrlässigem Verhalten des Organs ersetzt werden. Dabei sollte trotz hoher Gehaltszahlungen selbst in Krisenzeiten jedenfalls berücksichtigt werden, dass derartigen Ersatzforderungen lediglich das Privatvermögen des Organmitglieds

³³ RIS-Justiz RS0022933.

³⁴ OGH am 16.9.1999, 6 Ob 147/99g.

³⁵ *Hausmaninger/Gratzl/Justich*, Handbuch zur Aktiengesellschaft (2012) Rz 268 f.

³⁶ OGH 16.5.2012, 5 Ob 146/11y RWZ 2012/59 ÖBA 2012/1860.

gegenübersteht. Deshalb schränkt *Rüffler* diese Haftung insofern ein, als dass das Organmitglied nur dann einem unmittelbaren Schadenersatzanspruch ausgesetzt ist, wenn es im eigenen Namen kommuniziert, anstatt im Namen der AG aufzutreten.³⁷

2.5 Rückabwicklung des Anlegergeschäfts

Im Anschluss an die Behandlung der Rechtsnatur der Schadenersatzansprüche der Anleger müssen auch Überlegungen hinsichtlich der konkreten Schadenersatzleistung angestellt werden. Wertpapieren ist eine gewisse Volatilität immanent, weshalb eine bloße Rückabwicklung Wertpapier gegen Anschaffungskosten für den Anleger durchaus zu einem finanziellen Nachteil führen kann. Die primäre Intention zur Investition in Finanzinstrumente ist der kursbedingte Vermögenszuwachs, mit dem ein gewisses Verlustrisiko einhergeht.

Es handelt sich um einen Grundsatz des Schadenersatzrechts, dass weder der Geschädigte noch der Schädiger besser gestellt werden dürfen, als sie es vor Eintritt des schadensbegründenden Ereignisses waren. Somit müssen nicht nur allgemeine Marktrisiken berücksichtigt werden, sondern auch, worin der Anleger sonst sein Geld investiert hätte und die daraus resultierenden Risiken.³⁸

2.5.1 Erster Schritt: Gesamtbetrachtung des hypothetischen Vermögensstandes und hypothetische Alternativveranlagung

Der Anleger muss sich jenen Schaden anrechnen lassen, der ihm auch bei jenem Investment entstanden wäre, das er bei korrekter Aufklärung insbesondere über die Risiken des Investments getätigt hätte. Hätte er somit eine andere Aktie erworben, die ebenfalls Verluste hinnehmen musste, so muss dies vom tatsächlichen Schaden abgezogen werden.

Die hypothetische Alternativveranlagung versucht dahingehend eine Lösung zu finden, als dass der Anleger nicht nur die gewählte Anlageform unter Kenntnis der marktmanipulativen Tätigkeiten der Beklagten nicht getätigt,

³⁷ Vgl dazu *Rüffler*, Organaußenhaftung für Anlegerschäden, JBL 2011, 69.

³⁸ Vgl dazu *Bollenberger/Kellner*, Zur Berücksichtigung der hypothetischen Alternativanlage, ÖBA 2014, 942.

sondern auch sein Kapital alternativ veranlagt hätte. Demnach würde der Anleger selbst bei einer Entscheidung zu seinen Gunsten bloß das veranlagte Vermögen, nicht aber etwaige – bei alternativer Veranlagung – Zinsen oder Dividenden erhalten. Dabei stellt die hypothetische Alternativanlage einen positiven Schaden dar und ist somit nicht erst bei grobem Verschulden oder bloß zwischen Unternehmern ersatzfähig.³⁹

2.5.2 Berücksichtigung des Marktrisikos

Beim Marktschaden handelt es sich um durch allgemeine Marktentwicklungen verursachte Kursrückgänge, welcher nicht reflexartig zugesprochen sondern als Vorteil in Abzug zu bringen ist. Hierbei kann es sich um globale Ereignisse oder schlicht negative nationale Marktentwicklungen handeln. Dieses Marktrisiko ist notwendigerweise vom Anleger und nicht von der emittierenden Gesellschaft zu tragen. Auch enthalten Kapitalmarktprospekte in der Regel Risikohinweise zum allgemeinen Kursrisiko von Aktien und zur ungewissen allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung – dieses Risiko darf nicht vom Anleger auf den Emittenten übertragen werden.⁴⁰

3. Methoden und Aufbau der Dissertation

Nach einer kurzen Einleitung hinsichtlich der Beweggründe und zum Aufbau der MAR wird auf die Frage eingegangen, wie sich die Änderungen zu den bestehenden Rechtsgrundlagen auf die Anlegersituation auswirken. Daher ist zunächst der Anwendungs- und Geltungsbereich zu analysieren um zu erfassen, welche Marktsegmente und welche Finanzinstrumente denn nun dem Sanktionsregime der MAR unterliegen. Anschließend ist es erforderlich, die Marktmissbrauchstatbestände einer Gegenüberstellung zu jenen des österreichischen Börsegesetzes zu unterziehen und herauszuarbeiten, inwiefern diese Veränderungen einen Schadenersatzanspruch eines Anlegers begünstigen. Da die folgenden Überlegungen auf einer umfassenden Tatbestandsanalyse beruhen, stellt dies gewissermaßen das „Grundgerüst“ der Dissertation dar. Aufgrund der Unterschiedlichkeit der

³⁹ *Trenker*, Die hypothetische Alternativveranlagung, ÖJZ 2013, 5; *Bollenberger/Kellner*, ÖBA 2014, 942.

⁴⁰ *Zahradnik/Schutz*, RdW 2012, 617.

einzelnen Marktmissbrauchstatbestände sind selbstverständlich Differenzierungen hinsichtlich der Herangehensweise angebracht und in der Folge zu berücksichtigen.

Bei der Suche nach einem zivilrechtlichen Schadenersatzanspruch und der daraus resultierenden Frage, ob die Bestimmungen der MAR als Schutzgesetze zu Gunsten eines geschädigten Anlegers herangezogen werden können, muss ein Blick auf die österreichische Lehre geworfen werden. Wenngleich aufgrund der unterschiedlichen Rechtsgrundlagen im Einzelfall zu differenzieren ist, können daraus interessante Schlüsse auf die gegenständliche Fragestellungen gezogen werden. Dazu findet sich auch entsprechende Judikatur des OGH, die ebenso in die diesbezüglichen Überlegungen eingebettet wird.

Neben der Aufarbeitung der interessierenden Folgefragestellungen zur Schutzgesetzqualifikation wie beispielsweise Anlegerschaden, Beweislastverteilung und weitere Parameter des Schadenersatzanspruches wird nun darauf eingegangen, wie sich diese Überlegungen auf eine allfällige Organaußenhaftung auswirken respektive wie eine solche konstruiert werden könnte. Da es sich bei der MAR um eine vollharmonisierte und in den Mitgliedsstaaten unmittelbar anwendbare Verordnung handelt, liegt ein Blick über die Grenzen in das restliche Europa nahe.

Abschließend dürfen Überlegungen zur Rückabwicklung nicht fehlen, wobei insbesondere die ständige Rechtsprechung des OGH zur hypothetischen Alternativveranlagung unter Berücksichtigung des allgemeinen Marktrisikos herangezogen werden muss. Ziel dieser Dissertation ist somit die umfassende Behandlung eines Schadenersatzanspruches eines durch Marktmissbrauch geschädigten Anlegers, weshalb versucht wird, auf sämtliche (zivilrechtliche) diesbezügliche Fragestellungen einzugehen.

- 4. Voraussichtliche Gliederung der Dissertation**
 - 1. Einleitung**
 - 1.1 Problemstellung**
 - 1.2 Überblick über die Rechtslage vor MAR und MAD**
 - 2. Allgemeines zur MAR**
 - 2.1 Beweggründe**
 - 2.2 Inkrafttreten- und Geltung**
 - 2.3 Anwendungs- und Geltungsbereich**
 - 2.4 Gegenwärtige Situation für geschädigte Anleger**
 - 3. Die Erscheinungsformen des Marktmissbrauchs**
 - 3.1 Missbrauch einer Insiderinformation**
 - 3.2 Marktmanipulation**
 - 3.3 Ad-Hoc Publizität**
 - 3.4 Relevante Schutzgüter am Kapitalmarkt**
 - 4. Zivilrechtliche Ansprüche**
 - 4.1 Überlegungen**
 - 4.2 Unmittelbarer Anlegerschaden**
 - 4.3 Passivlegitimation**
 - 4.4 Organaußenhaftung für Verstoß gegen die MAR?**
 - 4.5 Mögliche Anspruchsgrundlagen**
 - 5. Ausgestaltung des Schadenersatzanspruchs**
 - 5.1 Schutzgesetzlehre**
 - 5.2 Allgemeines zum Aufbau und zur Gliederung des Vorbringens des geschädigten Anlegers**
 - 5.3 Vorliegen eines Schutzgesetzes – kommen die Tatbestände der MAR überhaupt in Frage?**
 - 5.4 Nähere Untersuchung der Verbotstatbestände**
 - 5.5 Aufbau des Schadenersatzanspruchs**
 - 5.6 Organaußenhaftung für Verstoß gegen die MAR?**
 - 5.7 Fragen zur Rückabwicklung**

5.8 Leistungs- oder Feststellungsklage des geschädigten Anlegers

5.9 Verjährung von Anlegerschäden

6. Blick nach Deutschland

7. Conclusio

I. Vorläufiges Literaturverzeichnis

A. Kommentare

- *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz I, 2. Auflage (2012)
- *Fasching/Konecny*, Kommentar zu den Zivilprozessgesetzen, 2. Auflage (2004)
- *Höpfel/Ratz*, Wiener Kommentar zum Strafgesetzbuch 2. Auflage (2014)
- *Jabornegg/Strasser*, Kommentar zum Aktiengesetz I 5. Auflage (2011)
- *Kletecka/Schauer*, ABGB-ON^{1.02} (2010)
- *Lewisich/Fister/Weilguni*, Kommentar zum VStG (2013)
- *Mayer/Stöger* (Hrsg) EUV/AEUV (2011)
- *Schwimann* (Hrsg.), Praxiskommentar zum ABGB VI 3. Auflage (2006)
- *Temmel* (Hrsg.), Börsengesetz Praxiskommentar (2011)
- *Rummel*, Kommentar zum ABGB 3. Auflage (2004)

B. Artikel in Fachzeitschriften

- Anlegerschäden: Feststellungsklage/Verjährung, ZIK 2014/105
- *Bollenberger/Kellner*, Anlegerschaden: Leistungs- oder Feststellungsklage?, ÖBA 2015/2070
- *Gruber*, Kapitalmarktinformationshaftung, hypothetische Alternativveranlagung und allgemeines Marktrisiko – Erste Überlegungen zu OGH 6 Ob 28/12d, ÖBA 2012, 572
- *Harrer*, Zivilrechtliche Irritationen im Kapitalmarktrecht, ZFR 2011/3
- *Harrer/Harrer*, Kritische Anmerkungen zur Haftung des Abschlussprüfers de lege ferenda (Entwurf eines GesRÄG 2005), wbl 2005, 108
- *Kalss/Zollner*, Insiderhandel und Kursmanipulation – Sanktionen, RdW 2011/621

- *Klausberger/Rüger*, Zu den Aufklärungs- und Beratungspflichten einer Bank bei strukturierten Produkten, ÖBA 2012, 97
- *Ketzer/Pauer*, „Die wesentlichen Neuerungen der geplanten Verordnung und Richtlinie der Kommission zu Insiderhandel und Marktmanipulation: mit Anmerkungen aus rechtsstaatlicher Perspektive“, ÖBA 2014, 162
- *Kodek*, Ausgewählte Fragen der Schadenshöhe bei Anlegerschäden, ÖBA 2012, 11
- *Langenbacher*, Über die allmähliche Verfestigung des Gesetzes beim Regulieren, ÖBA 2014, 656
- *Puck*, Der neue Marktmanipulationstatbestand im österreichischen Börserecht, ÖBA 2005, 517
- *Rüffler*, Organaußenhaftung für Anlegerschäden?, JBI 2011, 69
- *Rüffler*, Kapitalmarktrechtliche Informations- und Verhaltenspflichten als Schutzgesetze?, GeS 2010, 113.
- *Schobel/Parzmayr*, Anlegerschaden und Schadensberechnung, ÖBA 2010, 165
- *Schopper*, Ad-Hoc Meldepflicht als Schutzgesetz, ÖBA 2014, 495
- *Zahradnik/Schutz*, Schadensberechnung bei Kursverlusten: Kein Ersatz des Marktrisikos, RdW 2012/617

C. Skripten und Fachbücher

- *Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria*, Informationsverhalten am Kapitalmarkt (2006) III.
- *Hausmaninger*, Insider Trading – Eine systemvergleichende Untersuchung amerikanischer, europäischer und österreichischer Regelungen (1997)
- *Hausmaninger/Gratzl/Justich*, Handbuch zur Aktiengesellschaft (2012)
- *Hopt in Kalss/Torggler*, Kapitalmarkthaftung und Gesellschaftsrecht – Beiträge zum 1. Wiener Unternehmensrechtstag (2012).
- *Kalss*, Anlegerinteressen – Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag, Verband und Markt (2000)
- *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005) I
- *Karollus*, Funktion und Dogmatik der Haftung aus Schutzgesetzverletzung (1992)
- *Roth*, Wertpapierrecht² (1999)