

# Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

Theodor Baums / Christian Fischer

## **Haftung des Prospekt- und des Abschlussprüfers gegenüber den Anlegern**

Nr. 115



## **Institut für Bankrecht**

Arbeitspapiere

# Haftung des Prospekt- und des Abschlussprüfers gegenüber den Anlegern

Theodor Baums\* und Christian Fischer\*\*

## I. Einleitung

Effiziente Zirkulationsmärkte für Wertpapiere sind wegen ihres Zusammenhangs mit den Emissionsmärkten für die Kapitalversorgung der Unternehmen ebenso unentbehrlich wie als Informationsquelle und Handelsplätze für institutionelle und private Investoren. Die Aufarbeitung der Vorfälle am Neuen Markt vor den Gerichten, die derzeit stattfindet, weist deutlich auf Defizite des gegenwärtigen Systems hin<sup>1</sup>. Die Regierungskommission Corporate Governance<sup>2</sup> und der Deutsche Juristentag<sup>3</sup> haben unter dem Eindruck der Skandale am Neuen Markt empfohlen, die Haftung für Falschinformation des Kapitalmarktes neu zu ordnen. Die Bundesregierung hat dies in ihrem 10 Punkte - Papier zur Stärkung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes aufgegriffen.<sup>4</sup> Künftig soll nicht nur der Emittent von Wertpapieren, d.h. das Unternehmen selbst, den Anlegern gegenüber haften, sondern es sollen unter Umständen auch die verantwortlichen Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder persönlich in Anspruch genommen werden können; und zwar nicht nur bei falschen und unterlassenen Ad hoc-Mitteilungen (vgl. §§ 37 b, c WpHG), sondern auch bei anderen Falschinformationen, insbesondere bei falschen Angaben in Jahresabschlüssen, Lageberichten und Zwischenberichten. Das 10 Punkte – Papier der Bundesregierung sieht in diesem Zusammenhang auch vor, dass die Haftung der

---

\* Prof. Dr. jur. Dr. h.c., Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt.

\*\* Wissenschaftlicher Mitarbeiter, Institut für Bankrecht, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt.

<sup>1</sup> Zusammenfassende Darstellung mit zahlreichen weiteren Nachweisen bei *Baums*, ZHR 167 (2003), 139 ff.; dort auch näher zur Regulierungstheorie, den Ineffizienzen des gegenwärtigen Regulierungsansatzes und der Funktion von Haftung als Regulierungsinstrument.

<sup>2</sup> Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance (2001), Rdz. 181 ff.

<sup>3</sup> Beschlüsse des 64. DJT (2002), Abteilung Wirtschaftsrecht E 1.5 – 1.13; *Fleischer*, Gutachten F für den 64. DJT (2002), F 64.

<sup>4</sup> Bundesministerium der Justiz und Bundesministerium der Finanzen, Pressemitteilung Nr. 10/03 vom 25. Februar 2003, abgedr. in: BB 2003, 693 ff. m. Erläuterungen von *Seibert*.

Abschlussprüfer gegenüber Anlegern auf den Prüfstand gestellt werden soll. Die Fälle Comroad, Refugium und EM.TV weisen ebenso wie die Bilanzfälschungsskandale in den USA nachdrücklich auf den Reformbedarf in diesem Punkt hin<sup>5</sup>. Die folgenden Überlegungen gehen dem, verdienstvolle Vorarbeiten hierzu in der Literatur aufgreifend<sup>6</sup>, nach und unterbreiten hierzu einen Vorschlag, der auch die Haftung des Wirtschaftsprüfers dem Anleger am Primärmarkt gegenüber umfasst. Dieser Vorschlag ist zunächst für den Arbeitskreis „Abschlussprüfung und Corporate Governance“<sup>7</sup> entwickelt, von diesem in seiner abschließenden Sitzung am 28. Mai 2003 in seinen Grundlinien mehrheitlich beschlossen und der Bundesregierung zur Umsetzung empfohlen worden. Hiermit wird er zugleich der wissenschaftlichen Öffentlichkeit und den interessierten Fachkreisen zur weiteren Diskussion unterbreitet.

## II. Primärmarkt

### 1. Allgemeines

Zentrales Informationsmedium des Primärmarktes ist der Emissionsprospekt. Im Rahmen der Prospektprüfung und –herausgabe kann der Wirtschaftsprüfer in drei Funktionen auftreten:

- Erstens kann z.B. eine Emissionsbank einen Wirtschaftsprüfer damit beauftragen, bei der due diligence oder sonst bei der Vorbereitung des Prospekts mitzuwirken

---

<sup>5</sup> Zu Refugium s. LG Bonn AG 2001, 484 f.; zu Comroad etwa FAZ 23. 11. 2002 S. 16; Handelsblatt 25. 1. 2002 S. 40; FAZ 23. 11. 2002 S. 40; zu EM.TV in diesem Zusammenhang LG Frankfurt/Main v. 17. 1. 2003, 3 – 07 O 48/01; unveröffentlicht; weitere Beispiele bei: *Hepp*, WM 2003, 714 f. und *Volhard/Weber*, in: Festschrift für Peter Ulmer (2003), S. 865, 866 f.; zur Rolle des Abschlussprüfers im Enron-Bilanzskandal: „Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs“, Report of the Staff of the Senate Committee on Governmental Affairs v. 8. Oktober 2002, S. 27.

<sup>6</sup> Insbesondere *Ebke*, Wirtschaftsprüfer und Dritthaftung (1983), *ders.*, ZVglRWiss 100 (2001), 62 ff., zusammenfassend *ders.*, in: Münchener Kommentar zum HGB, Band 4 (2002), § 323 Rdz. 70 ff. m.w.N.; aus jüngerer Zeit *Fleischer*, Gutachten (Fn. 3), F 66 ff.; *Hepp*, WM 2003, 724 ff. und 753 ff.; *Kalss*, ÖBA 2002, 187 ff.

<sup>7</sup> Leitung des Arbeitskreises: Prof. Dr. Dr. h.c. Jörg Baetge (Universität Münster), Prof. Dr. Dr. h.c. Marcus Lutter (Universität Bonn); Mitglieder: Dr. Karl-Hermann Baumann (Siemens AG), Prof. Dr. Dr. h.c. Theodor Baums (Universität Frankfurt am Main), Dr. Jürgen Krumnow (Mitglied des Beraterkreises Deutsche Bank), Dr. Karl-Ludwig Kley (Lufthansa AG), Edgar Meister (Deutsche Bundesbank), Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher (KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG), Volker Potthoff (Deutsche Börse AG), Dr. Harald Ring (IDW), Prof. Dr. Rüdiger von Rosen (Deutsches Aktieninstitut), Kim Schindelhauer (AIXTRON AG), Christian Strenger (DWS Investment GmbH).

(„comfort letters“)<sup>8</sup>. Was diesen Fall anbetrifft, erscheint eine Außenhaftung des Wirtschaftsprüfers dem Kapitalmarkt (den Anlegern) gegenüber gemäß oder analog §§ 44 ff. BörsG von vorneherein nicht geboten, so lange der Wirtschaftsprüfer im Text des Prospekts nicht als selbständiger Sachverständiger genannt wird und auftritt. Im Innenverhältnis mag in solchen Fällen die Emissionsbank (bzw. der Emittent, wenn dieser dem Wirtschaftsprüfer den Auftrag erteilt hat), die ihrerseits gem. § 44 Abs. 1 Nr. 1 BörsG nach außen hin den Anlegern haftet<sup>9</sup>, beim Wirtschaftsprüfer wegen Vertragsverletzung Regress nehmen.

- Zweitens gehen bei Börsenzulassungsprospekten für den Amtlichen Markt die Bestätigungsvermerke für die letzten drei Jahre nach § 21 i.V. mit § 30 Abs. 1 BörsZulVO als Pflichtangabe in den Prospekt ein. Entsprechendes gilt für den geregelten Markt (§ 51 Abs. 1 Nr. 2 BörsG i.V. mit § 9 VerkProspVO) und sonst öffentlich angebotene Wertpapiere (§ 9 VerkProspVO). Werden Investmentanteilscheine erstmals im Inland angeboten, so ist in der Angebotsunterlage gleichfalls der Name des Abschlussprüfers zu nennen (§ 19 Abs. 2 Nr. 10 KAGG; § 3 Abs. 2 Satz 3 i.V. mit § 7 Abs. 2 Nr. 5 AuslInvG).
- Drittens kommt der Fall vor, dass der Wirtschaftsprüfer den MD&A – Abschnitt des Prospekts und den Finanzteil (Angaben gemäß §§ 21 ff. BörsZulVO) prüft und selbständig im Prospekt in dieser Funktion als Helfer genannt wird (vgl. § 30 Abs. 2 BörsZulVO)<sup>10</sup>.

Im folgenden zu erörtern ist die Außenhaftung in der zweiten und in der dritten Fallgruppe.

## 2. Derzeitige Rechtslage und Kritik

Das geltende Recht sieht für die Primärmarktpublizität eine Haftung der nach §§ 44 f. BörsG (oder §§ 13 VerkProspG, 20 KAGG, 12 AuslInvG) Verantwortlichen vor. Als

---

<sup>8</sup> *Bosch*, ZHR 163 (1999), 274, 278; *Kunold*, NZG 2003, 320 f.

<sup>9</sup> *Förster*, Die Prospekthaftung der organisierten und grauen Kapitalmärkte (2002), S. 126 ff.; *Hamann*, in: Schäfer (Hrsg.), WpHG/BörsG/VerkProspG (1999), § 45, 46 BörsG a.F. Rdz. 39; *Groß*, in: Ebenroth/Boujong/Joost, HGB, Band 2 (2001), §§ 45, 46 BörsG Rdz. IX 182; *ders.*, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. (2002), §§ 45, 46 BörsG Rdz. 18.

<sup>10</sup> Praktische Beispiele etwa bei *Lenz/v. Kopp-Colomb* (Hrsg.), Wertpapierverkaufsprospekte (2001), S. 219 ff.

Haftungsadressaten nennt das Gesetz in § 44 Abs. 1 BörsG nur diejenigen, die für den Prospekt die Haftung übernommen haben und diejenigen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht, und beruht damit auf dem Grundsatz der börsenprospektrechtlichen Gesamtverantwortung<sup>11</sup>. Insoweit muss im vorliegenden Zusammenhang folgendes gesehen werden: § 44 BörsG lässt jeden Prospektverantwortlichen und – veranlasser gesamtschuldnerisch, das heißt auch für solche falschen Parteien des Prospekts haften, die mit seiner Teilleistung nichts zu tun haben, es sei denn, dass ihm die Entlastung gemäß § 45 Abs. 1 BörsG gelingt. Die Mitwirkung des Wirtschafts- oder Abschlussprüfers betrifft dagegen typischerweise immer nur Teile des Prospekts. Nach nahezu einhelliger Auffassung kommt daher eine börsengesetzliche Prospekthaftung des Abschlussprüfers *de lege lata* nicht in Betracht<sup>12</sup>.

Dies präjudiziert allerdings nicht die von der Rechtsprechung bislang unentschiedene Frage, ob ein Anspruch gegen den Abschlussprüfer auch aus dem Gesichtspunkt der bürgerlich - rechtlichen Prospekthaftung ausscheidet<sup>13</sup>. Gegen eine solche Haftung ließe sich die Sperrwirkung aus § 323 HGB anführen. Danach haftet der Abschlussprüfer grundsätzlich nur gegenüber der Gesellschaft<sup>14</sup>. Jedenfalls ist eine der Höhe nach unbegrenzte Expertenhaftung des Abschlussprüfers auch bei leicht fahrlässigem Verhalten<sup>15</sup> mit § 45 Abs. 1 BörsG, wonach selbst der Emittent nur für grobe Fahrlässigkeit haftet, nicht vereinbar.

---

<sup>11</sup> *Kunz*, Die Börsenprospekthaftung nach Umsetzung der EG-Richtlinien in innerstaatliches Recht (1992), S. 122; *Assmann*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl. (1997), § 7 Rdz. 203.

<sup>12</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schütze, (Fn. 11), § 7 Rdz. 205; *Förster*, Prospekthaftung (Fn. 9), S. 131; *Hamann*, in Schäfer (Fn. 9), §§ 45, 46 a.F. BörsG Rdz. 54; *Groß*, Kapitalmarktrecht, (Fn. 9), BörsG §§ 45, 46 Rdz. 20; *ders.*, AG 1999, 199, 201; *Hauptmann*, in: Vortmann (Hrsg.), Prospekthaftung und Anlageberatung (2000), § 3 Rdz. 54, 55; *Fleischer*, Gutachten (Fn. 3), F 67; *Kunz*, Börsenprospekthaftung (Fn. 11), S. 129; *Sittmann*, NZG 1998, 490, 493.

<sup>13</sup> Vgl. *Assmann*, in: Assmann/Schütze, (Fn. 11), § 7 Rdz. 205 Fn. 524; *Groß*, Kapitalmarktrecht (Fn. 9), §§ 45, 46 BörsG Rdz. 21, der nach geltendem Recht eine Haftung des Abschlussprüfers für den von ihm verantworteten Teil des Prospekts bejaht; ebenso: *Bosch*, ZHR 163 (1999), 274, 279 ff., allerdings nicht für die Pflichtprüfung, weil § 323 HGB insofern abschließend sei.

<sup>14</sup> *Gerber*, Die Prospekthaftung bei Wertpapieremissionen nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz (2001), S. 132 f.; *Ebke*, JZ 1998, 991 ff.; *Feddersen*, WM 1999, 105, 113 ff.

<sup>15</sup> Dazu: BGHZ 77, 172, 176 f.; 111, 314, 319 f.; *Eyles*, in: Vortmann (Fn. 12), § 2 Rdz. 46.

Stets in Betracht kommt freilich eine Haftung gegenüber getäuschten Anlegern nach den allgemeinen Vorschriften des Deliktsrechts (§§ 826, 823 Abs. 2 BGB)<sup>16</sup>. Stiftet ein Wirtschaftsprüfer zu einem Verstoß gegen § 400 AktG an oder leistet er Beihilfe hierzu, haftet er gesamtschuldnerisch mit den Tätern (§§ 830 Abs. 2, 840 Abs. 1 BGB), obwohl er selbst kein tauglicher Täter nach § 400 AktG sein kann<sup>17</sup>. Die allgemeine deliktische Haftung richtet freilich nahezu unüberwindliche Hürden auf, insbesondere was den Nachweis von Vorsatz und haftungsbegründender Kausalität anbetrifft. So muss der Anleger jedenfalls nach bisheriger Auffassung der Instanzgerichte<sup>18</sup> dartun und beweisen, dass er in Kenntnis und im Vertrauen auf die Richtigkeit der Falschinformation investiert, und dass der Prospektprüfer zumindest bedingt vorsätzlich gehandelt hat<sup>19</sup>.

Insgesamt kann eine rechtlich unterschiedliche Behandlung der Prospektprüfer einerseits und der sonstigen für den Prospekt Verantwortlichen andererseits, die nach den spezialgesetzlichen Vorschriften für wesentliche Falschinformationen ohne weiteres haften, wobei die Beweislast für das Fehlen von Verschulden und haftungsbegründender Kausalität bei den in Anspruch Genommenen liegt (§§ 44 ff, 55 BörsG; 13 VerkProspG; 20 KAGG; 12 AuslInvG), nicht überzeugen. Eine eindeutige haftungsrechtliche Grundlage mit einer klaren Beschränkung der Haftung auf Fälle grobfahrlässigen Verhaltens im Zusammenhang mit der Prospektprüfung (s. dazu unten Ziff. 3) sowie die Einführung einer Teilhaftung nur für die vom Prospekt- bzw. Abschlussprüfer zu verantwortenden falschen Partien liegt auch im Interesse des Berufsstands der Wirtschaftsprüfer selbst.

---

<sup>16</sup> *Ebke*, in: MüKO HGB (Fn. 6), § 323 Rdz. 75 ff.; *Zimmer*, in: Ulmer (Hrsg.), HGB-Bilanzrecht 2. Teilband (2002), § 323 Rdz. 58 f.

<sup>17</sup> BGH NJW 1988, 2794, 2797 (für § 399 AktG); *Stein*, in: Münchener Kommentar zum BGB, Band 5, 3. Aufl. (1997), § 830 Rdz. 14.

<sup>18</sup> Anders jetzt insoweit LG Frankfurt, Urteil vom 28.04.2003, Aktenzeichen 3-7 O 47/02 –unveröffentlicht - in Sachen Comroad AG.

<sup>19</sup> Vgl. aus der jüngeren Rechtsprechung LG Bonn, AG 2001, 484, 487 f.; LG Kassel DB 2002, 2151; AG München, WM 2002, 594, 596; LG Augsburg NZG 2002, 429, 430; LG München, ZIP 2001, 1814, 1817; OLG München ZIP 2002, 1989, 1992; OLG München ZIP 2002, 1727 ff.

### 3. Rechtsvergleichende Umschau

Indem das deutsche Recht bisher den Prospektprüfer aus dem Kreis der Prospektverantwortlichen ausschließt, bleibt es hinter in diesem Punkt entwickelteren Kapitalmarktrechten zurück<sup>20</sup>.

In den *Vereinigten Staaten* richtet sich die Haftung für unrichtige Angaben bei der Ausgabe von Wertpapieren in erster Linie nach § 11(a) Securities Act („SA“)<sup>21</sup>. § 11(a) (4) erstreckt diese Haftung ausdrücklich auf „accountants“, deren Namen mit ihrer Zustimmung in den Prospekt aufgenommen werden. Schedule A No. 25 schreibt vor, dass die im Prospekt enthaltene Bilanz grundsätzlich von einem Wirtschaftsprüfer bestätigt sein muss<sup>22</sup>. Infolgedessen kommt der Abschlussprüfer bei jedem Verkaufsprospekt als Haftungsadressat in Betracht. Er haftet dabei aber nur für die falschen Angaben, die ausdrücklich ihm zuzuschreiben sind oder die er selbst bestätigt hat<sup>23</sup>. Eine Exkulpation von der Prospekthaftung („due-diligence defense“) richtet sich nach § 11(b) (3) (B) SA und setzt entweder voraus, dass er nach einer „reasonable investigation“ davon ausgehen konnte und davon ausgegangen ist, dass die Aussagen zutreffend, ohne wesentliche Lücken und nicht irreführend sind oder, dass er die betreffende Aussage nicht in seiner Eigenschaft als Experte abgegeben hat<sup>24</sup>. Er trägt die Beweislast dafür, dass seine „reasonable investigation“ zur Überprüfung der Angaben im Prospekt bei objektiver Betrachtung ausgereicht hat<sup>25</sup>. Der Wirtschaftsprüfer haftet daher schon bei einfacher Fahrlässigkeit gesamtschuldnerisch mit den anderen Verantwortlichen. Er kann nach § 11 (e) SA seine Haftung durch den Nachweis mindern, dass die Wertminderung des Wertpapiers andere Ursachen hatte. Die Haftung der

---

<sup>20</sup> Dazu auch *Fleischer*, Gutachten (Fn. 3), S. F 66 f.; *Groß*, AG 1999, 199, 201.

<sup>21</sup> § 12 SA statuiert eine Haftung für Wertpapierangebote bei nicht angemeldeten Wertpapieren und richtet sich nur in seltensten Fällen gegen Wirtschaftsprüfer, weil Anspruchsgegner nur der Verkäufer oder Anbieter des betreffenden Wertpapiers sein kann, § 12(a) SA. Zu einer stets in Betracht kommenden Haftung nach § 10(b) SEA und Rule 10 b-5 vgl. unten III. 3.

<sup>22</sup> *Hazen*, Law of Securities Regulation, 3<sup>rd</sup> Ed., Vol. 2, § 7.3, S. 125.

<sup>23</sup> *Hazen*, (Fn. 22), § 7.3, S. 386.

<sup>24</sup> *Escott v. BarChris Construction Corp.*, 283 F Supp 643, 683 (S.D.N.Y. 1968).

<sup>25</sup> *Escott v. BarChris Construction Corp.*, 283 F Supp 643, 703 (S.D.N.Y. 1968).

übrigen Prospektverantwortlichen für die Aussage des Experten ist nach § 11(b) (3) (C) SA eingeschränkt.

Das *britische Recht* sieht in § 90 Abs. 1 Financial Services and Markets Act von 2000 in Verbindung mit Schedule 10 eine dem amerikanischen Recht vergleichbare Haftung des Wirtschaftsprüfers für von ihm verantwortete Prospektangaben vor. Schedule 10 Nr. 8 legt ausdrücklich fest, dass ein “accountant” unter die Expertenhaftung für unrichtige Angaben bei der Ausgabe von Wertpapieren fallen kann. Eine Exkulpation setzt nach Schedule 10 Nr. 3 voraus, dass der Wirtschaftsprüfer im Zeitpunkt der Information nach den notwendigen Nachforschungen vernünftigerweise darauf vertrauen konnte, dass die Informationen zutreffend und ohne erhebliche Lücken waren. Erlangt er rechtzeitig von der Unrichtigkeit Kenntnis, muss er die Prospektangaben richtig stellen.

#### **4. Vorschlag de lege ferenda**

In das Börsengesetz sollte folgender § 44a eingefügt werden:

„§ 44a Prüfer und Sachverständige

- (1) Neben den in § 44 Abs. 1 Satz 1 Bezeichneten haften als Gesamtschuldner, sofern dadurch für die Beurteilung der Wertpapiere wesentliche Angaben unrichtig oder unvollständig dargestellt werden,
  1. der Abschlussprüfer des Emittenten, dessen Bestätigungsvermerk für den zeitlich letzten Jahresabschluss in den Prospekt aufgenommen wurde, sofern dieser Bestätigungsvermerk zu Unrecht nicht eingeschränkt oder nicht versagt worden ist;
  2. ein Wirtschaftsprüfer, eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft oder ein sonstiger Sachverständiger, der bei der Prospekterstellung mitgewirkt und hierfür im Prospekt die Verantwortung übernommen hat. Bezieht sich die Mitwirkung auf eine oder mehrere bestimmte Prospektangaben, gilt dies nur, wenn diese Angaben unrichtig oder unvollständig sind.
- (2) Die Verantwortlichkeit nach Absatz 1 beschränkt sich auf einen Geldbetrag von [...Millionen] Euro für einen Prospekt, es sei denn, der Verantwortliche hat vorsätzlich gehandelt. Hat der Verantwortliche an mehrere Personen Schadensersatz zu leisten, deren Gesamtschaden insgesamt den Betrag nach Satz 1 übersteigt, verringern sich die einzelnen Entschädigungen in dem Verhältnis, in dem ihr Gesamtbetrag zu dem Höchstbetrag steht. Im übrigen sind die §§ 45 bis 48 entsprechend anwendbar.“

## 5. Erläuterungen

### a) Anwendungsbereich

Die Verantwortlichkeit des Prospektprüfers findet ihren systematisch richtigen Platz im Anschluss an die allgemeine Prospekthaftung des Emittenten bzw. der sonstigen Prospektverantwortlichen. Damit wird daran angeknüpft, dass der Prospektprüfer bzw. der Prüfer des dem Prospekt beigefügten Jahresabschlusses gewissermaßen als Emissionshelfer auftritt und dementsprechend, beschränkt auf den Kreis der geschädigten Anleger, gleichfalls haftet. Insbesondere erscheint es nicht angezeigt, eine über den Kreis geschädigter Anleger hinausgehende allgemeine Außenhaftung für falsche Bestätigungsvermerke, etwa im Anschluss an die Innenhaftung (§ 323 HGB), vorzusehen. Mit dem Prospekt sollen Anleger geworben werden, die sich in besonderer Weise auf die Richtigkeit der im Prospekt gemachten Angaben und der beigefügten Anlagen verlassen können sollen. Eine Außenhaftung des Abschlussprüfers jedem Dritten gegenüber, der sich etwa auf die Richtigkeit des Bestätigungsvermerks (vgl. § 322 HGB) verlassen hat, über die Regeln des allgemeinen Deliktsrechts hinaus ist nicht veranlasst und würde zu einer sachlich nicht gerechtfertigten und vom Gesetzgeber nicht gewollten (vgl. § 323 HGB) übermäßigen Haftung der Prospekt- und Abschlussprüfer führen<sup>26</sup>. Eine im Einzelfall eingreifende Haftung nach Vertragsgrundsätzen (Auskunftsvertrag<sup>27</sup>, Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter<sup>28</sup>, § 311 Abs. 3 BGB<sup>29</sup>) bleibt freilich unberührt, wenn die besonderen Voraussetzungen hierfür vorliegen.

Die vorgeschlagene Vorschrift des § 44a BörsG bezieht sich unmittelbar nur auf die Prospekthaftung im Amtlichen Markt. Für die Haftung für falsche Unternehmensberichte am Geregelten Markt würde § 44a BörsG n.F. kraft Verweisung gelten (§ 55 BörsG); dasselbe gilt für sonst öffentlich angebotene Wertpapiere (§ 13 Abs. 1 Nr. 1 VerkProspG). Die Haftung für

---

<sup>26</sup> Vgl. auch LG Mönchengladbach NJW-RR 1991, 415, 416; *Ebke*, JZ 1998, 991, 992 ff.; *ders.*, BB 1997, 1731, 1732; *Feddersen*, WM 1999, 105, 113.

<sup>27</sup> BGH NJW 1986, 180 f.; OLG München WM 1997, 613 ff.; *Ebke*, in: MüKo HGB (Fn. 6), § 323 Rdz. 101 ff.; *Zugehör*, NJW 2000, 1601, 1605 f.

<sup>28</sup> BGHZ 138, 257 ff.; krit. *Ebke*, in: MüKo HGB (Fn. 6), § 323 Rdz. 73, 115 ff.; *ders.* JZ 1998, 991 ff.

<sup>29</sup> *Heppe*, WM 2003, 753, 758.

falsche Angebotsunterlagen bei der Emission oder dem erstmaligen öffentlichen Angebot von Investmentanteilscheinen nach KAGG (§ 20) und AuslInvG (§ 12) bleibt hier unerörtert<sup>30</sup>.

#### **b) Die beiden Fälle des § 44a BörsG n.F.**

Die vorgeschlagene Haftungsvorschrift erfasst die beiden oben unter 1. angeführten Gestaltungen, für die eine Außenhaftung der Wirtschaftsprüfer vorgesehen werden sollte. § 44a Abs. 1 Nr. 1 BörsG n.F. betrifft den Fall, dass der Bestätigungsvermerk zum zeitlich letzten, dem Prospekt beigefügten Jahresabschluss zu Unrecht nicht eingeschränkt oder zu Unrecht nicht versagt worden ist. Die Prospekthaftung auf alle im Prospekt aufzuführenden Bestätigungsvermerke der letzten drei Jahre (vgl. § 21 i.V. mit § 30 BörsZulVO) zu erstrecken geht nicht an, zum einen, weil eine Prospekthaftung nicht mehr veranlasst ist, wenn der Fehler nur einem älteren Bestätigungsvermerk anhaftet, nicht mehr dagegen dem zeitlich letzten, zum anderen, weil der Abschlussprüfer sich auf das erhöhte Haftungsrisiko, etwa durch Abschluss einer entsprechenden Versicherung, einstellen können muss. Hatte der Prüfer eines dem Prospekt beigefügten Jahresabschlusses sein Testat eingeschränkt, ist diese Einschränkung aber entgegen § 30 Abs. 1 Satz 2 BörsZulVO nicht in den Prospekt aufgenommen worden, kommt eine prospektrechtliche Haftung des Emittenten und der anderen Prospektverantwortlichen in Betracht<sup>31</sup>; der Abschlussprüfer haftet in einem solchen Fall nur bei Kollusion nach § 826 BGB. § 44a Abs. 1 Nr. 2 BörsG n.F. betrifft den gleichfalls bereits oben unter 1. erörterten Fall, dass ein Wirtschaftsprüfer oder auch ein sonstiger Sachverständiger bei der Prospekterstellung mitgewirkt und hierfür im Prospekt die Verantwortung übernommen hat. Für beide Fälle gilt, dass es sich bei den unrichtigen oder unvollständigen Angaben um für die Beurteilung der Wertpapiere wesentliche Angaben handeln muss. Damit wird zugleich klargestellt, dass nicht jeder zu Unrecht erteilte oder zu Unrecht nicht eingeschränkte Bestätigungsvermerk per se bedeutet, dass eine für die Beurteilung der Wertpapiere wesentliche Angabe unrichtig oder unvollständig ist<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> Vgl. zu den Haftungsadressaten nach bisherigem Recht: *Förster*, Prospekthaftung (Fn. 9), S. 206.

<sup>31</sup> Vgl. *Groß*, in: Ebenroth/Boujong/Joost, (Fn. 9), §§ 45, 46 BörsG, Rdz. IX 189; *Hamann*, in: Schäfer (Fn. 9), §§ 45, 46 BörsG a.F. Rdz. 78; *Hauptmann*, in: Vortmann, Prospekthaftung (Fn. 12), § 3 Rdz. 72.

<sup>32</sup> *Groß*, Kapitalmarktrecht (Fn. 9), §§ 45, 46 BörsG Rdz. 37; *Hamann*, in: Schäfer (Fn. 9), §§ 45, 46 BörsG a.F. 76.

Der vorgeschlagene Haftungstatbestand erfasst dagegen nicht den Fall, dass auf die Mitwirkung eines Abschlussprüfers oder sonstigen Sachverständigen im Prospekt entgegen der Vorschrift des § 30 Abs. 2 BörsZulVO nicht hingewiesen wird. Sofern dies als Fehlen einer wesentlichen Angabe i.S. von § 44 Abs. 1 BörsG im Prospekt anzusehen wäre, würde dies eine Haftung des Emittenten und der sonstigen Prospektverantwortlichen auslösen. Eine prospektrechtliche Haftung des Prüfers oder Sachverständigen selbst erscheint dagegen in einem solchen Fall nicht angezeigt.

### **c) Verschulden; Haftungsdeckelung bei grober Fahrlässigkeit**

Wie sich aus § 44a Abs. 2 BörsG n.F. i.V. mit § 45 BörsG ergibt, sollte als Verschuldensmaßstab Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit gewählt werden. Dies ist zwar im US-amerikanischen und britischen Recht anders<sup>33</sup> und wird auch für das deutsche Recht kritisch gesehen<sup>34</sup>. Diese Frage betrifft jedoch nicht nur die Haftung des Prospektprüfers bzw. der sonstigen Sachverständigen, sondern aller für den Prospekt Verantwortlichen und ist daher hier nicht gesondert zu erörtern.

Der Vorschlag sieht in § 44a Abs. 2 BörsG n.F. bei grober Fahrlässigkeit eine Haftungsdeckelung nach dem Vorbild des § 323 Abs. 2 Satz 2 HGB zur Innenhaftung vor. Eine Haftungsbeschränkung ist geboten, um das Haftungsrisiko überschaubar und versicherbar zu halten<sup>35</sup>. Ferner muss gesehen werden, dass das geltende Recht der Prospekthaftung dem Haftpflichtigen in den Grenzen des 6 Monate-Zeitraums des § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG das gesamte Kursrisiko aufbürdet, auch insoweit, als ein Kursverfall nicht durch die Falschangabe im Prospekt veranlasst ist<sup>36</sup>. Eine Angleichung an die Höhe der Haftungsdeckelung im Innenverhältnis (vgl. § 323 Abs. 2 S. 2 HGB) ist sachlich geboten, weil anderenfalls das Ausmaß der Haftung des Prüfers davon abhängen könnte, ob der Anleger zunächst den Prüfer (dann volle Haftung) oder zunächst den Emittenten (dann nur beschränkte

---

<sup>33</sup> S. oben Ziff. II 3.

<sup>34</sup> Krit. *Grundmann/Selbherr*, WM 1996, 985, 988 f.; *Köndgen*, AG 1983, 120, 128.

<sup>35</sup> Zur Innenhaftung: BT-Drucks. 13/9712, S. 29; *Ebke*, in: MüKo HGB (Fn. 6), § 323 Rdz. 61; vgl. aber auch *Ebke*, ZVglRWiss 100 (2001), 62, 72 f. und *Kalss*, ÖBA 2002, 187, 191, wonach in Europa vergleichbare Haftungsgrenzen nur noch in Österreich und Griechenland bestehen.

<sup>36</sup> *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 150; krit. *Fleischer/Kalss*, AG 2002, 329 ff.

Ausgleichspflicht des Prüfers im Innenverhältnis) in Anspruch nimmt. Die Details dieser durch das KonTraG angehobenen Haftungshöchstsumme (derzeit 4 Millionen Euro bei Gesellschaften im Amtlichen Markt; bei sonstigen – auch bei kapitalmarktorientierten - Gesellschaften dagegen nur eine Million Euro)<sup>37</sup> mögen für sich genommen zweifelhaft sein; das ist hier nicht weiter zu thematisieren<sup>38</sup>. Allerdings ist zu sehen, dass wegen der Verweisungsvorschriften der §§ 55 BörsG, 13 VerkProspG auf § 44a BörsG n.F. die Haftungshöchstgrenze auch in diesen Fällen angehoben werden würde.

Sieht eine gesetzliche Vorschrift, wie auch hier vorgeschlagen, eine Haftungsdeckelung vor, dann muss für eine Verteilungsregel bei Auftreten mehrerer Geschädigter Rechnung getragen werden. Rechtspolitisch die überzeugendste Lösung wäre insoweit, den zum Schadensersatz verpflichteten, nur beschränkt haftenden Schuldner dazu anzuhalten, den insgesamt geschuldeten Betrag zugunsten aller Gläubiger zu hinterlegen. Die Hinterlegungsstelle (Amtsgericht) hätte die in Betracht kommenden Gläubiger mit einer Ausschlussfrist zur Anmeldung ihrer Ansprüche aufzufordern und den hinterlegten Betrag bei Nachweis der Berechtigung bzw. bei einstimmiger Einigung hierüber pro rata zu verteilen (vgl. §§ 12 ff. HinterlegungsO sowie §§ 174 ff., 187 ff. InsO).

Die bisher in verschiedenen Gesetzen, z.B. im Straßenverkehrsgesetz (§ 12), Haftpflichtgesetz (§ 10), Arzneimittelgesetz (§ 88) und Luftverkehrsgesetz (§ 37) enthaltenen Haftungshöchstsummen sehen freilich ein solches Verteilungsverfahren nicht vor. Vielmehr sollen sich danach die Entschädigungsleistungen bei Vorhandensein mehrerer Gläubiger in dem Verhältnis verringern, in dem der Betrag ihrer Forderungen zum Höchstbetrag steht. § 44a Abs. 2 Satz 2 BörsG n.F. schließt sich an diese Regelungen an. Kritisch bemerkt sei freilich, dass diese Regelungen praktisch zu großen Schwierigkeiten führen können oder sogar versagen, wenn sich die Geschädigten zeitlich nacheinander melden und ihre Ansprüche durchsetzen<sup>39</sup>.

---

<sup>37</sup> Gesetz v. 27. 4. 1998 (BGBl. I S. 786); § 46 Abs. 1 Satz 2 EGHGB.

<sup>38</sup> Näher dazu: *Claussen*, AG 1996, 481, 489; *Dörner/Oser*, DB 1995, 1085, 1093; *Götz*, AG 1995, 337, 341; *IDW*, WPg 1995, 213, 214; *Zimmer*, NJW 1998, 3521, 3533.

<sup>39</sup> *Filthaut*, Haftpflichtgesetz, 6. Aufl. (2003), § 10 Rdz. 5; *Wussow*, NJW 1959, 563 f.; vgl. auch BGH NJW 1972, 1466 sowie die Regelung des § 156 Abs. 3 VVG.

#### **d) Schadensersatz**

§ 44 BörsG sieht als Schadensersatz Restitution durch Erstattung des Erwerbspreises gegen Übernahme der Wertpapiere vor. § 44 a Abs. 2 BörsG n.F. macht hiervon eine Ausnahme für den Fall des grobfahrlässigen Handelns eines Prospekt- bzw. Abschlussprüfers (Ausgleich nur in Geld); dies zum einen aus dem praktischen Grund, dass nur beschränkt gehaftet wird und sich bei einer Restitution gegen Übernahme von Wertpapieren Probleme bei der Verteilung ergeben könnten, zum anderen, weil die Übernahme von Aktien durch den Prüfer weitere nachteilige Konsequenzen nach sich ziehen könnte (vgl. § 319 Abs. 2 Nr. 1 HGB). Der zum Schadensersatz in Geld verpflichtete Prüfer und die zur Übernahme der Wertpapiere verpflichteten sonstigen Prospektverantwortlichen können trotz nicht identischen Anspruchsinhalts nebeneinander als Gesamtschuldner haften<sup>40</sup>.

#### **e) Anwendbarkeit der §§ 45 – 48 BörsG**

Im übrigen sind auch auf die Verantwortlichkeit der Prospektprüfer die §§ 45 bis 48 BörsG anzuwenden, das heißt, die Vorschriften über den Haftungsausschluss (§ 45 BörsG), die Verjährung (§ 46 BörsG), die Unwirksamkeit vertraglicher Haftungsbeschränkungen und das Konkurrenzverhältnis mit sonstigen Anspruchsgrundlagen (§ 47 BörsG) sowie die gerichtliche Zuständigkeit (§ 48 BörsG). Geprüft werden sollte allerdings, ob und in welchem Umfang sich nach dem Vorbild des § 27A des US-amerikanischen Securities Exchange Act auch für den Bereich der Primärmarktpublizität eine „safe harbor“-Rule für Prognosen (dazu unten III.5. e)) empfiehlt. Zu prüfen ist auch eine Anpassung des Verjährungsbeginns (§ 46 BörsG) an § 199 Abs. 1 Nr. 2 BGB n.F. (Beginn der Einjahresfrist auch bei grober Fahrlässigkeit des Anlegers).

### **III. Sekundärmarkt**

#### **1. Allgemeines**

Die Sekundärmarktpublizität besteht aus der Regel- oder Standardpublizität, der anlassbezogenen Publizität (insbesondere: Ad hoc-Publizität gemäß § 15 WpHG) und zusätzlichen freiwilligen Informationen des Emittenten an den Kapitalmarkt. Der

---

<sup>40</sup> BGHZ 43, 227, 234 f.

Wirtschaftsprüfer wirkt insoweit nur im Rahmen der Regelpublizität mit. Zur Regelpublizität rechnen insbesondere der Konzernabschluss und der Konzernlagebericht (§§ 290 ff. HGB), der Einzelabschluss mit Lagebericht (§§ 264 ff. HGB) und die Zwischenberichte. Zwischenberichte sind zwingend halbjährlich vorzulegen am Amtlichen Markt (§ 40 Börsengesetz). Quartalsberichte sind bisher vorzulegen bei Aufnahme in bestimmte Indices (DAX; SMAX) oder in den bisherigen Neuen Markt; ebenso nach § 63 BörsenO der FWB vom 1.1.2003 für den „prime standard“. Daneben ist jeder Gesellschaft unbenommen, freiwillig Zwischenberichte aufzustellen<sup>41</sup>.

Einzelabschluss und Lagebericht sowie Konzernabschluss und Konzernlagebericht sind nach Maßgabe der §§ 316 ff. HGB durch einen Abschlussprüfer zu prüfen. Das Ergebnis der Prüfung schlägt sich im Prüfungsbericht (§ 321 HGB) und im Bestätigungsvermerk (§ 322 HGB) nieder. Der kraft Gesetzes vorzulegende Halbjahresbericht gemäß § 40 BörsG ist nicht zwingend durch einen Abschlussprüfer zu prüfen<sup>42</sup>. Hat jedoch ein Abschlussprüfer die Zahlenangaben geprüft, so ist der Bestätigungsvermerk einschließlich zusätzlicher Bemerkungen sowie Einschränkungen oder seine Versagung vollständig wiederzugeben (§ 54 Abs. 3 BörsenZulVO).

Nach § 63 Abs. 7 FWB-BörsenO können die Angaben im Quartalsbericht einer „prüferischen Durchsicht“ unterzogen werden. Im Rahmen der Berichterstattung über die Prüfung oder die prüferische Durchsicht durch den Abschlussprüfer kann der Bestätigungsvermerk oder der Vermerk über dessen Versagung oder eine erteilte Bescheinigung vollständig wiedergegeben werden (§ 63 Abs. 7 Satz 2 FWB-BörsenO).

## **2. Außenhaftung de lege lata; Kritik**

Der Abschlussprüfer haftet nach geltendem Recht (§ 323 Abs. 1 Satz 3 HGB) gegenüber der Gesellschaft; Anlegern gegenüber, die auf einen falschen Abschluss vertraut haben, dagegen nur nach Maßgabe des allgemeinen Deliktsrechts (§§ 826, 823 Abs. 2 i.V. mit §§ 332 HGB; 331 HGB, 27 StGB)<sup>43</sup>. In eng begrenzten Ausnahmefällen kann daneben unter Umständen

---

<sup>41</sup> Vgl. nur §§ 10 Abs. 3 KWG, 340a Abs. 3 und 340i Abs. 4 HGB.

<sup>42</sup> *Groß*, Kapitalmarktrecht (Fn. 9), §§ 53-70 BörsZulVO Rdz. 4; *Hamann*, in: Schäfer (Fn. 9), § 44b BörsG Rdz. 41.

<sup>43</sup> S. oben Fn. 17.

auch eine Haftung aus einem Vertrag nach vertragsrechtlichen Grundsätzen in Betracht kommen<sup>44</sup>.

Die allgemeine Deliktshaftung wirft, wie bereits für den Bereich der Primärmarktpublizität ausgeführt (s. oben II. 2.), nahezu unüberwindliche Hürden auf, die den besonderen Gegebenheiten am Kapitalmarkt nicht gerecht werden. Im Fall des inhaltlich unrichtigen Bestätigungsvermerks etwa muss der Anleger nicht nur darlegen und beweisen, dass der beklagte Abschlussprüfer dies gewusst hat und (im Fall des § 826 BGB) den Anleger zumindest bedingt vorsätzlich schädigen wollte, sondern auch, dass der Anleger seine Wertpapiere im Vertrauen auf den falschen Bestätigungsvermerk erworben hat. Diese Beweise dürften regelmäßig an dem einen oder anderen Punkt scheitern, wie auch eine Analyse der derzeit vorliegenden instanzgerichtlichen Urteile zur Haftung wegen falscher Sekundärmarktpublizität ergibt<sup>45</sup>. So hat etwa das LG Bonn in der Sache Refugium AG, in der eine falsche, gleichwohl mit uneingeschränktem Abschlussprüfertestat versehene Bilanz veröffentlicht worden war, die Klage u.a. mit der Begründung abgewiesen, der geschädigte Anleger habe nicht glaubhaft dargetan, wann und woher er den Jahresabschluss erhalten und woher er spezielle Analysekenntnisse gehabt habe<sup>46</sup>. Diese Anforderungen gehen an den Gegebenheiten des Kapitalmarkts, an dem nicht der letzten Endes geschädigte Anleger selbst, sondern professionelle Intermediäre die Informationen aufnehmen und im Kurs verarbeiten, völlig vorbei<sup>47</sup>. Weitere bisher noch offene Rechtsfragen kommen hinzu, wie insbesondere die Bemessung und sachgerechte Begrenzung des Schadensersatzes (keine Belastung des beklagten Schädigers mit dem vom Anleger zu tragenden Kursrisiko des Wertpapiers!) sowie die für das Durchsetzen von „Streuschäden“ charakteristischen Probleme. Zu nennen sind etwa Anreiz- und Koordinationsprobleme bei einer Vielzahl von Geschädigten mit individuell

---

<sup>44</sup> S. oben Fn. 27-29.

<sup>45</sup> Vgl. *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 141; der Umstand, dass die Anlegerklagen sich in diesen Fällen regelmäßig gegen die Emittenten und deren Organmitglieder richteten, nicht dagegen gegen einen Abschlussprüfer, ist in diesem Zusammenhang ohne Bedeutung.

<sup>46</sup> LG Bonn, AG 2001, 484, 487.

<sup>47</sup> Zur Informationsverarbeitung an Kapitalmärkten: *Brealey/Myers*, Principles of Corporate Finance, 7. Aufl. (2003), S. 351 ff.; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens am Kapitalmarkt, 4. Aufl. (1999), S. 385 ff.; *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 180 f.

begrenzten Schäden und Prozessführungsprobleme bei einer Vielzahl gleichartig betroffener Kläger<sup>48</sup>.

Im Hinblick auf diese besonderen Gegebenheiten und Anforderungen an eine sachgerechte, internationalen Standards entsprechende Regulierung haben die Regierungskommission Corporate Governance sowie der Deutsche Juristentag 2002 empfohlen, eine spezielle, dem angepasste Haftungsvorschrift für falsche Sekundärmarktpublizität zu entwickeln<sup>49</sup>. Die Bundesregierung hat in ihrem 10 Punkte – Plan zum Anlegerschutz betont, dass dies noch in der gegenwärtigen Legislaturperiode versucht werden soll<sup>50</sup>.

Eine solche Vorschrift sollte aus mehreren Gründen nicht auf die Haftung des Emittenten und seiner Organmitglieder<sup>51</sup> beschränkt bleiben, sondern – unter den noch im einzelnen darzulegenden Voraussetzungen und Einschränkungen - auch auf den Abschlussprüfer erstreckt werden:

- Erstens muss zur Wiederherstellung des Vertrauens der Anleger in den Kapitalmarkt, in die korrekte Kapitalmarktpublizität und das pflichtgemäße Verhalten der hiermit befassten Informationshelfer eine sachentsprechende Haftungsgrundlage geschaffen werden, die präventiv vorsätzlich oder grobfahrlässig falsche Sekundärmarktinformationen abschreckt und durch solche Falschinformationen geschädigte Anleger kompensiert.
- Zweitens ergeben sich, wie bereits ausgeführt, bei falscher Kapitalmarktinformation dieselben Darlegungs-, Beweis- und Prozessführungsprobleme für geschädigte Anleger

---

<sup>48</sup> Dazu: *Heß*, AG 2003, 113 ff.; *Schäfer*, in: Basedow/Hopt/Kötz/Baetge (Hrsg.), Die Bündelung gleichgerichteter Interessen im Prozess (1999), S. 68 ff.

<sup>49</sup> Baums (Hrsg.), Regierungskommission Corporate Governance, (Fn. 2), Rdz. 186; Beschlüsse des 64. DJT, (Fn. 3), E 1.9, 1.10.

<sup>50</sup> 10-Punkte-Programm von BMJ und BMF (Fn. 4), Ziff. 2.

<sup>51</sup> Zur persönlichen Außenhaftung der Organmitglieder vgl. Beschlüsse des 64. DJT, (Fn. 3) E, 1.11.-1.13; *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 171 f.; *Fleischer*, Gutachten (Fn. 3), F 101 ff., *Fleischer/Meyer*, Pro&Contra, ZRP 2002, 532; *Horn*, FS Ulmer (Fn. 5), S. 817, 828; *Jahn*, ZRP 2003, 121, 122; *Merkt/Göthel*, RIW 2003, 23, 31.

unabhängig davon, um welchen Beklagten (Emittent; Organmitglied; Abschlussprüfer) es sich handelt<sup>52</sup>.

- Drittens liegt eine rechtssichere Ordnung und Begrenzung der Außenhaftung des Abschlussprüfers auch im Interesse des Berufsstandes der Wirtschaftsprüfer selbst: Nach einer im wissenschaftlichen Schrifttum verbreiteten Meinung richtet sich jedenfalls die Haftung für unrichtige und unvollständige Zwischenberichte nach den Grundsätzen über die sogenannte bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung, die bereits bei einfacher Fahrlässigkeit eingreift und der Höhe nach unbeschränkt ist<sup>53</sup>. Das geht rechtspolitisch sicher zu weit und sollte korrigiert werden. Ferner senkt im Bereich der deliktischen Haftung gemäß § 826 BGB die Rechtsprechung inzwischen bei Verstößen gegen berufliche Standards die Anforderungen an einen „Sittenverstoß“ bereits *de lege lata* sehr weit in Richtung grob fahrlässigen Verhaltens ab. So genügt leichtfertiges und gewissenloses Verhalten; der Abschlussprüfer handelt bereits sittenwidrig, wenn er auf unerlässliche Prüfungen bewusst verzichtet oder sich in einer wichtigen Frage auf die Feststellungen eines Gehilfen verlässt<sup>54</sup>. Insofern würde eine Absenkung des Verschuldensmaßstabs auf grobe Fahrlässigkeit auf der einen Seite keine wesentliche Ausweitung der Haftung der Abschlussprüfer bedeuten; eine solche Haftungsausdehnung würde auf der anderen Seite wieder „eingefangen“ durch die hier befürwortete Deckelung der Haftung in Fällen grober Fahrlässigkeit und durch eine sachgerechte Begrenzung des Schadensumfangs (dazu im einzelnen unten).

### 3. Rechtsvergleichende Anmerkungen

Auch internationalen Standards entspricht die bisherige Rechtslage in Deutschland nicht. In den *Vereinigten Staaten* haftet nach § 10 (b) SEA, umgesetzt durch Rule 10b-5, wer im Zusammenhang mit dem Verkauf eines Wertpapiers einen wesentlichen Umstand falsch

---

<sup>52</sup> Vgl. Nachw. bei Fn. 19.

<sup>53</sup> *Brondics/Mark*, AG 1989, 339, 346; *Fleischer*, Gutachten (Fn. 3), F 109; *Hamann*, in: Schäfer (Fn. 9), §§ 45, 46 BörsG a.F. Rdz. 29; *Hauptmann*, in: Vortmann, Prospekthaftung (Fn. 12) § 3 Rdz. 140; *Heidmeier*, AG 1992, 110 ff.; *Schäfer*, ZIP 1987, 953, 958; dagegen *Groß*, WM 2002, 477, 479 ff.; anders (§ 40 BörsG als Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB): v. *Rosen/Gebauer*, in: Küting/Weber, Handbuch der Rechnungslegung, Einzelabschluss, 5. Aufl. 2. Lief. (2002), § 44 b BörsG Rdz. 29.

<sup>54</sup> BGH, NJW 1986, 180 f.; 1987, 1758; LG Hamburg WM 1999, 139, 142. *Ebke*, in: MüKo HGB(Fn. 6), § 323 Rdz. 88; *Zimmer*, in: HGB-Bilanzrecht (Fn. 16), § 323 Rdz. 59.

darstellt oder unterdrückt, und wenn der Kläger im Vertrauen hierauf dieses Wertpapier gekauft oder verkauft hat und ihm hierdurch ein Schaden entstanden ist<sup>55</sup>. Da nach jüngerer Rechtsprechung des amerikanischen Supreme Court ein Anspruch Privater bei bloßer Beihilfe zu einer Handlung nach Rule 10 b-5 abzulehnen ist<sup>56</sup>, setzt eine erfolgreiche Klage gegen einen Abschlussprüfer voraus, dass er nicht nur unterstützend an der Fehldarstellung beteiligt gewesen ist („aiding and abetting“). Nach dem vom New Yorker Bezirksgericht entwickelten „actual statement“-test ist stets erforderlich, dass der nach Rule 10 b-5 in Anspruch Genommene die falsche Erklärung selbst abgibt<sup>57</sup>. Der etwas weiter gehende „substantial participation“-test setzt lediglich eine wesentliche Beteiligung an der Täuschung des Kapitalmarktes voraus<sup>58</sup>. Nach beiden Maßstäben kommt eine Haftung des Abschlussprüfers nach § 10 (b) SEA in Betracht, wenn er einen uneingeschränkten Prüfvermerk erteilt, obwohl der geprüfte Jahres- oder Zwischenabschluss Unregelmäßigkeiten enthält<sup>59</sup>.

Auf der subjektiven Seite setzt eine Haftung nach Rule 10b-5 allerdings „scienter“ voraus. „Scienter“ wird von 11 der 12 US-amerikanischen Bezirksgerichte bei „recklessness“ angenommen<sup>60</sup>, was zwischen Vorsatz und grober Fahrlässigkeit liegt und am ehesten mit bewusster Fahrlässigkeit übersetzt wird. Hiervon ist etwa auszugehen bei der Erteilung eines Prüfvermerks, obwohl das geprüfte Unternehmen über kein System interner Rechnungsprüfung verfügt, oder wenn sogenannte „red flags“ erkennbar werden, so dass sich jedem einsichtigen Betrachter Unregelmäßigkeiten geradezu aufdrängen mussten<sup>61</sup>. Außer in

---

<sup>55</sup> 17 CFR 240.10b-5. Aus Rule 10b-5 wurde schon früh eine Anspruchsnorm zugunsten Privater entwickelt (*Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F. Supp 512 (E.D. Pa. 1946)), was inzwischen ständiger Rechtsprechung des Supreme Court entspricht, etwa: *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 47 L.Ed 2d 668, 678-79 (1976); zu den praktisch weniger wichtigen Ansprüchen nach *Common Law*: *Heppe*, WM 2003, 753, 756.

<sup>56</sup> *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*, 511 U.S. 164, 128 L.Ed. 2d 119 (1994).

<sup>57</sup> *Shapiro v. Cantor*, 123 F.3d 717, 720 (2<sup>nd</sup> Cir. 1997).

<sup>58</sup> *Software Tools Inc.* 50 F.3d 615 (9<sup>th</sup> Cir. 1994).

<sup>59</sup> *Wright v. Ernst & Young LLP*, 152 F.3d 169, 175 (2<sup>nd</sup> Cir. 1998); *Lernout & Hauspie Securities Litigation*, 2002 WL 1990060 (D.Mass.,2002); *Rent-Way Securities Litigation*, 209 F.Supp.2d 493 (W.D.Pa.,2002); *Serabian v. Amoskeag Bank Shares, Inc.*, 24 F.3d 357, 367-68 (1<sup>st</sup> Cir. 1994); *ZZZZ Best Securities Litigation*, 864 F.Supp 960, 970 (C.D. Cal. 1994); *Adam v. Silicon Valley Bancshares*, 884 F.Supp. 1398, 1401 (N.D. Cal., 1995).

<sup>60</sup> *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation, 4. Aufl. (2001), S. 956.

<sup>61</sup> *Software Tools Inc.* 50 F.3d 615, 628 (9<sup>th</sup> Cir. 1994); *Worlds of Wonder Securities Litigation*, 35 F.3d 1407, 1426 (9<sup>th</sup> Cir. 1994); *SEC v. Price Waterhouse*, 797 F.Supp 1217, 1240 (S.D.N.Y. 1992); *McLean v. Alexander*, 599 F.2d 1190, 1196 (3<sup>rd</sup> Cir. 1979); *Raytheon Sec. Lit.*, 157 F. Supp. 2d 131, 154 (D. Mass 2001); *Rothman v.*

den USA gibt es eine Dritthaftung des Abschlussprüfers auch in Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Griechenland, Italien, Luxemburg, den Niederlanden, Portugal und Spanien, freilich mit erheblichen Unterscheiden im technischen Detail und praktischen Ergebnis<sup>62</sup>.

#### 4. Vorschlag de lege ferenda

- a) Die Überschrift vor Abschnitt 7 des Wertpapierhandelsgesetzes sollte wie folgt geändert werden:

„Abschnitt 7. Schadensersatz nach unterlassener Veröffentlichung und Täuschungshandlungen“

- b) § 37c WpHG wird durch folgende Vorschriften ersetzt:

„§ 37c Schadensersatz wegen falscher Darstellung und sonstiger Täuschungshandlungen

(1) Wer als Emittent oder Mitglied des Leitungsorgans eines Emittenten eines Wertpapiers im Sinne des § 20a Absatz 1 Satz 2 vorsätzlich oder grob fahrlässig in schriftlichen Darstellungen gegen das Verbot des § 20a Nr. 1 verstößt oder Täuschungshandlungen im Sinne von § 20a Nr. 2 vornimmt, haftet nach Maßgabe der folgenden Bestimmungen auf Schadensersatz. Ist streitig, ob dem Schuldner ein Verschulden vorzuwerfen ist, so trifft ihn die Beweislast.

(2) Wer innerhalb von sechs Monaten nach einer Handlung im Sinne des Absatzes 1 Wertpapiere erworben und bei dem Bekanntwerden der unrichtigen Angabe oder Täuschungshandlung noch Inhaber der Wertpapiere ist, oder wer die Wertpapiere vor der Handlung im Sinne des Absatzes 1 erworben und sie innerhalb von sechs Monaten nach der unrichtigen Angabe oder Täuschungshandlung, aber vor dem Bekanntwerden der unrichtigen Angabe oder Täuschungshandlung veräußert hat, kann von den Ersatzpflichtigen als Gesamtschuldnern Ersatz seines Schadens in Geld verlangen.

(3) Als Schaden ist dem Anleger der Unterschiedsbetrag zwischen seinem Kauf beziehungsweise Verkaufspreis und dem durchschnittlichen Börsen- oder Marktpreis

---

*Gregor*, 220 F.3d 81, 98 (2<sup>nd</sup> Cir. 2001); *Rent-Way Securities Litigation*, 209 F.Supp.2d 493, 509 (W.D.Pa.,2002).

<sup>62</sup> Vgl. *Kalss*, ÖBA 2002, 187, 191.

des Wertpapiers binnen 90 Tagen nach der Korrektur der unrichtigen Angabe oder dem Bekanntwerden der sonstigen Täuschungshandlung zu ersetzen. Der Ersatzpflichtige kann geltend machen, dass ein Schaden nicht in dieser Höhe eingetreten ist. Die Geltendmachung eines über Satz 1 hinausgehenden Schadens ist nicht ausgeschlossen.

(4) Die Ersatzpflicht einer natürlichen Person, die grob fahrlässig gehandelt hat, beschränkt sich auf [...Millionen] Euro. Hat der Verantwortliche an mehrere Personen Schadensersatz zu leisten, deren Gesamtschaden insgesamt den Betrag nach Satz 1 übersteigt, verringern sich die einzelnen Entschädigungen in dem Verhältnis, in dem ihr Gesamtbetrag zu dem Höchstbetrag steht.

(5) Eine Haftung nach dieser Vorschrift ist ausgeschlossen, soweit sie auf das Nichteintreffen zukunftsgerichteter Aussagen (Prognosen) gestützt wird, sofern

1. die Prognose als solche erkennbar ist, und
2. dargestellt wird, auf Grund welcher Annahmen sie getroffen worden ist, oder wichtige Umstände benannt werden, die dazu führen können, dass die Prognose nicht eintritt.

Dies gilt nicht für in Jahres- oder Zwischenabschlüssen enthaltene Angaben.

#### § 37d Haftung des Abschlussprüfers

Wer als Abschlussprüfer des Emittenten eines Wertpapiers im Sinne des § 20a Absatz 1 Satz 2 vorsätzlich oder grob fahrlässig an unrichtigen Angaben im Sinne des § 20 a Absatz 1 mitwirkt, insbesondere indem er einen inhaltlich unrichtigen Bestätigungsvermerk zum Konzernabschluss oder, in Ermangelung eines Konzernabschlusses, zum Jahresabschluss (§ 322 des Handelsgesetzbuchs) erteilt oder eine inhaltlich unrichtige Bescheinigung über die prüferische Durchsicht eines Zwischenberichts ausstellt, haftet entsprechend § 37c. § 37c Absatz 4 ist auch auf Abschlussprüfer, die nicht natürliche Personen sind, anzuwenden.

#### § 37e Haftungsausschluss

Ansprüche nach §§ 37c, d bestehen nicht, sofern

1. die Wertpapiere nicht auf Grund der unrichtigen Angabe oder Täuschungshandlung erworben wurden;
2. der Anleger die unrichtige Angabe oder Täuschungshandlung bei dem Erwerb beziehungsweise bei der Veräußerung kannte;
3. vor dem Erwerb beziehungsweise der Veräußerung im Rahmen des Jahresabschlusses oder eines Zwischenberichts, einer Veröffentlichung nach § 15 oder einer vergleichbaren Bekanntmachung eine deutlich gestaltete Berichtigung der unrichtigen Angabe oder Täuschungshandlung im Inland veröffentlicht wurde.

### § 37f Verjährung

Ansprüche nach §§ 37c, d verjähren in einem Jahr seit dem Zeitpunkt, zu dem der Anleger von der Unrichtigkeit der Angabe oder Täuschungshandlung Kenntnis erlangt oder ohne grobe Fahrlässigkeit erlangen müsste, spätestens jedoch in drei Jahren seit der unrichtigen Angabe oder Täuschungshandlung.

### § 37g Unwirksame Haftungsbeschränkung; sonstige Ansprüche

- (1) Eine Vereinbarung, durch die ein Anspruch gemäß § 37c oder § 37d im voraus ermäßigt oder erlassen wird, ist unwirksam.
- (2) Weitergehende Ansprüche, die nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts erhoben werden können, bleiben unberührt.“

b) Die bisherigen Vorschriften der §§ 37d-m werden §§ 37 h-g.

## 5. Begründung

### a) Allgemeines

Der Vorschlag lehnt sich an den im Bericht der Regierungskommission Corporate Governance mitgeteilten<sup>63</sup>, freilich von ihr nicht empfohlenen Regulierungsvorschlag<sup>64</sup> an und entwickelt ihn weiter; insbesondere wird mit § 37d des Vorschlags eine hier im Vordergrund des Interesses stehende Vorschrift zur Haftung des Abschlussprüfers eingefügt. Der hier unter

---

<sup>63</sup> Baums (Hrsg.); Regierungskommission Corporate Governance (Fn. 2), Rdz. 186.

<sup>64</sup> Unrichtig insoweit Handelsrechtsausschuss des DAV, Stellungnahme zu den Gesetzgebungsvorschlägen der Regierungskommission Corporate Governance, BB –Beilage 4/2003, S. 13 f.

4. vorgestellte Vorschlag konnte sich nicht auf die Haftung des Abschlussprüfers beschränken, sondern musste den Haftungstatbestand in seinen Voraussetzungen und Folgen insgesamt formulieren, da es bisher keine ausreichende spezialgesetzliche Grundlage für eine Haftung bei falscher Sekundärmarktpublizität gibt, an die die Abschlussprüferhaftung einfach, wie im Fall des Primärmarkthaftung (dazu oben unter II.), „angehängt“ werden könnte<sup>65</sup>. Anders als der von der Regierungskommission mitgeteilte Entwurf wird der hier vorgelegte Vorschlag nicht im Börsengesetz, sondern systematisch überzeugender im Wertpapierhandelsgesetz angesiedelt<sup>66</sup>. Er ersetzt den in der Literatur weithin als misslungen bezeichneten<sup>67</sup> § 37c WpHG. Dementsprechend wird die Abschnittsüberschrift über dem 7. Abschnitt des WpHG neu gefasst, die schon nach bisheriger Fassung unvollständig ist, da es in Abschnitt 7 nicht nur um Schadenersatz wegen unterlassener, sondern vor allem auch um falsche Ad hoc-Meldungen geht.

Der Vorschlag belässt es bei § 37b WpHG (Haftung für unterlassene Ad hoc-Meldungen) und stellt dem in § 37c WpHG n.F. die Haftung für unrichtige Angaben und sonstige Täuschungshandlungen mit wesentlicher Bedeutung für die Preisbildung börsengehandelter Wertpapiere an die Seite. Sachlich knüpft der Vorschlag damit an das durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz eingeführte Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation (§ 20a WpHG) an, das zwischen unrichtigen kursrelevanten Informationen einerseits (§ 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG) und sonstigen Kursmanipulationen andererseits (§ 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG) unterscheidet<sup>68</sup>. Haftungsrechtlich sollten beide Fälle gleich behandelt werden, wobei im vorliegenden Zusammenhang die Haftung wegen unrichtiger Angaben im Vordergrund steht.

---

<sup>65</sup> Zum diesbezüglichen Reformbedarf *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 143 ff; *Horn*, in: Festschrift für Ulmer (Fn. 5), S. 817, 825.

<sup>66</sup> Anders: *Abram*, NZG 2003, 307, 311 f.

<sup>67</sup> *Baums*, ZHR 166 (2002) 375, 379 f.; *ders.*, ZHR 167 (2003), 139, 145 ff.; *Fleischer*, NJW 2002, 2977, 2979; *ders.*, BB 2002, 1869 ff.; *Hutter/Leppert*, NZG 2002, 649, 654 f.; *Horn*, in: Festschrift für Ulmer (Fn. 5), S. 817, 821 ff.; *Maier-Riemer/Webering*, WM 2002, 1857 ff.; *Möllers/Leisch*, BKR 2002, 1071 ff.; *dies.*, NZG 2003, 112 ff.; *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1471 ff.; *Schüppen*, ZIP 2002, 1269, 1271 ff.

<sup>68</sup> *Lenzen*, ZBB 2002, 279, 282 f.

Der hier vorgelegte und im folgenden noch in den technischen Einzelheiten zu erläuternde Vorschlag erschöpft die vom Gesetzgeber im vorliegenden Zusammenhang zu bedenkenden Fragen freilich nicht. So sind hier folgende Punkte außer Betracht gelassen worden:

- prozessuale Fragen der Durchsetzung von Anlegeransprüchen (Musterprozess; Gerichtszuständigkeit usw.)<sup>69</sup>;
- die Behandlung von Schadensersatzansprüchen geschädigter Aktionäre gegen die Gesellschaft in der Insolvenz derselben (Nachrang gemäß § 39 InsO?)<sup>70</sup>
- die Frage der Anpassung von § 37 b Abs. 3-6 WpHG an die hier vorgeschlagenen §§ 37 c-g WpHG n.F.

#### **b) Anwendungsbereich; Tathandlung und Verschuldensmaßstab**

Anders als bisher § 37c WpHG knüpft § 37 c WpHG n.F. nicht an die Falschinformation über Wertpapiere an, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, sondern betrifft alle Wertpapiere, auf die sich § 20a WpHG bezieht, ist allerdings – insoweit von § 20a Abs. 1 Satz 2 WpHG abweichend – auf Wertpapiere im Sinne des § 2 Abs. 1 WpHG beschränkt. Wertpapiere sind gem. § 2 Abs. 2 Satz 2 WpHG auch Anteilsscheine, die von einer inländischen Kapitalanlagegesellschaft oder einer ausländischen Investmentgesellschaft ausgegeben werden. Als haftungsbegründende Handlungen kommen, der Unterscheidung des § 20a WpHG folgend, zum einen unrichtige Angaben und zum anderen sonstige Täuschungshandlungen (Kurs- und Marktpreismanipulationen) in Betracht. Haftungsverpflichtete sind der Emittent der Wertpapiere einerseits und das oder die verantwortlichen Mitglieder des Leitungsorgans andererseits, also des Vorstands und Aufsichtsrats oder, bei ausländischen Gesellschaften, von Organen mit vergleichbaren Funktionen<sup>71</sup>. Die Haftung für falsche Angaben ist, insoweit abweichend vom Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation in § 20a WpHG, beschränkt auf falsche Angaben in *schriftlichen* Darstellungen<sup>72</sup>. Der Verschuldensmaßstab soll, entsprechend den Empfehlungen

---

<sup>69</sup> Näher: *Fleischer*, Gutachten (Fn. 3), F 142; *Heß*, AG 2003, 113 ff.; *Baums* (Hrsg.), Regierungskommission Corporate Governance (Fn. 2), Rdz. 188 ff.

<sup>70</sup> Dazu *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 167 ff.

<sup>71</sup> Zur Emittentenhaftung im einzelnen: *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 165 ff., zur Organaußenhaftung S. 171 ff.

<sup>72</sup> Dazu näher *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 155 f.

der Regierungskommission Corporate Governance und des Deutschen Juristentags, bei Vorsatz und grober Fahrlässigkeit liegen<sup>73</sup>. Da dieser Haftungsmaßstab auch für die Außenhaftung des Abschlussprüfers gilt (vgl. § 37d WpHG n.F.), sei angemerkt, dass grobe Fahrlässigkeit hier bedeutet, dass der Ersatzpflichtige nicht einmal den Anforderungen an ein Mindestmaß verantwortlichen, sorgfältigen Vorgehens und Verhaltens gerecht geworden sein muss, um sich haftpflichtig zu machen<sup>74</sup>. Die Beweislast für das (Nicht-)Verschulden trifft, allgemeinen Grundsätzen folgend (vgl. § 45 Abs. 1 BörsG), im Streitfall den Schuldner. *Anspruchsberechtigt* nach § 37c WpHG n.F. ist nur, wie bereits bisher nach § 37c WpHG, wer eine Transaktion getätigt hat, die von der Kurs- oder Marktpreismanipulation beeinflusst sein kann. Die 6 Monate-Frist, während der die Transaktion getätigt worden sein muss, entstammt dem Recht der Prospekthaftung (§ 44 Abs. 1 S. 1 BörsG) und rechtfertigt sich aus der abnehmenden Bedeutung einer Information für die Kursentwicklung im Zeitablauf<sup>75</sup>. Das Transaktionserfordernis als Anspruchsvoraussetzung bedeutet, dass derjenige Anleger, der nach einer zu positiven Falschinformation seine bereits zuvor gehaltenen Aktien gerade nicht veräußert hat, gemäß § 37 c Abs. 2 WpHG n.F. keinen Anspruch erwirbt; ebenso wenig der Anleger, der sich von einer falschen negativen Information vom Erwerb hat abschrecken lassen<sup>76</sup>. Auch der Anleger, der nach der Falschinformation gekauft, bereits vor ihrer Aufdeckung aber wieder verkauft hat, ist mangels entsprechenden Schadens nicht anspruchsberechtigt.

### **c) Haftungsbegründende Kausalität und Schadensberechnung**

Anders als dies bisher von den Instanzgerichten in den Entscheidungen zur Anlegertäuschung nach den allgemeinen Vorschriften des Deliktsrechts gefordert wird<sup>77</sup>, und insoweit auch

---

<sup>73</sup> Baums (Hrsg.), Regierungskommission Corporate Governance (Fn. 2), Rdz. 186; Beschlüsse des 64. DJT, (Fn. 3), E, 1.12; *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 190 ff.; zum „scienter“-Erfordernis nach Rule 10b-5 vgl. die Nachw. bei Fn. 61.

<sup>74</sup> Zum Maßstab grober Fahrlässigkeit: BGHZ 89, 153; BGH NJW-RR 1995, 659; BAG NJW 1982, 1013; OLG Frankfurt, VersR 1981, 27, 30.

<sup>75</sup> *Förster*, Prospekthaftung, (Fn. 9), S. 145; *Hamann*, in: Schäfer (Fn. 9), §§ 45, 46 BörsG n.F. Rdz. 21; *Hauptmann*, in: Vortmann (Fn. 12), § 3 Rdz. 87.

<sup>76</sup> Zu dieser von der amerikanischen Rechtsprechung (*Birnbaum v. Newport Steel Corp.*, 193 F. 2d 461 (2d Cir. 1952), cert. denied, 343 US 956 (1952)) entwickelten „Birnbaum“-Rule: *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 177 f.; anders insofern *Abram*, NZG 2003, 307, 311.

<sup>77</sup> S. Nachw. bei Fn. 19.

abweichend von § 37c WpHG in der derzeit geltenden Fassung, verzichtet § 37c WpHG n.F. auf die Darlegung und den Nachweis, dass der Anleger auf die Falschinformation „vertraut“, d.h. praktisch, dass er z.B. den falschen Jahresabschluss mitsamt dem falschen Prüfertestat gelesen und hierdurch veranlasst die Investition getätigt hat. Vielmehr muss insoweit wie im Bereich der Prospekthaftung (vgl. § 44 BörsG) genügen, dass der Anleger zu dem von der Falschinformation beeinflussten Preis gekauft oder verkauft hat. Nur dies wird den Verhältnissen am Kapitalmarkt gerecht, wo relevante Informationen – seien sie richtig oder falsch – sofort aufgenommen und „eingepreist“ werden. Für die haftungsbegründende Kausalität genügt dies<sup>78</sup>.

Die Schadensberechnung in den hier zur Debatte stehenden Fällen wirft intrikate Fragen auf<sup>79</sup>. Als Schaden ist dem Anleger, wenn die Anspruchsvoraussetzungen im übrigen erfüllt sind, abweichend von der Prospekthaftung nicht Restitution in natura (Rückzahlung des zu „hohen“ Kaufpreises Zug um Zug gegen Herausgabe der Aktien bzw. Wiederbelieferung mit Aktien Zug um Zug gegen Herausgabe des zu „niedrigen Verkaufserlöses“) zu leisten, sondern nur Geldersatz. Bei der Berechnung des Geldersatzes übernimmt der Entwurf in § 37 Abs. 3 WpHG n.F. eine im amerikanischen Recht entwickelte Regel<sup>80</sup>: Als Schaden ist dem Anleger die Differenz zwischen seinem (zu „hohen“) Kaufpreis (bzw. dem zu „niedrigen“ Verkaufspreis) und dem durchschnittlichen Börsen- oder Marktpreis binnen 90 Tagen nach der Korrektur der unrichtigen Information zu ersetzen. Die Korrektur mag durch den Emittenten selbst erfolgen oder auch durch langsam durchsickernde Gerüchte im Markt; im letzteren Fall obliegt es dem Gericht im Rahmen seines Ermessens (§ 287 ZPO), den Beginn der 90 Tage-Frist festzulegen. Es handelt sich bei dieser Schadensberechnung um eine von den Gerichten leicht zu handhabende Schadenspauschalierung, die darauf verzichtet, den „wahren“ Wert des Wertpapiers und seines Kursverlaufs ohne die Falschinformation zu ermitteln. Allerdings sollte es beiden Parteien freistehen, durch – dann jeweils von ihnen

---

<sup>78</sup> Zur „fraud on the market“-Theorie: *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S.: 224, 108 S. Ct. 978, 99 L.Ed.2d 194 (1988); *Cornell/Morgan*, 37 UCLA L. Rev. 883 (1990); *Hazen*, *The Law of Securities Regulation*, (Fn. 22), § 13.5B, S. 534 ff.; kurze Darstellung bei *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 180 ff.

<sup>79</sup> Eingehend dazu mit umfangreichen Nachweisen *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 185 ff.

<sup>80</sup> § 21 D (e) Securities Exchange Act.

beizubringende Nachweise (i.d. Regel komplexe Sachverständigengutachten) – darzutun und zu beweisen, dass der Schaden tatsächlich höher oder niedriger ausgefallen ist<sup>81</sup>.

#### **d) Haftungshöchstbetrag**

Die Mitglieder der Leitungsorgane, nicht dagegen der Emittent selbst, sollten bei grober Fahrlässigkeit beschränkt haften, um keine Überabschreckung zu bewirken und das Risiko versicherbar zu halten<sup>82</sup>. Ein Haftungshöchstbetrag sollte auch deshalb vorgesehen werden, weil die in § 37c WpHG n.F. vorgesehene Schadenspauschalierung dazu führt, dass der Haftpflichtige in dem dort vorgesehenen Umfang auch das an sich vom Anleger zu tragende Marktrisiko übernimmt.

#### **e) „Safe-harbor-rule“ bei Prognosen**

Kapitalmarktinformationen umfassen vielfach auch Prognosen. So hat der Emittent nach §§ 29 Abs. 2 BörsZulVO, 7 Abs. 2 Nr. 3 VerkProspG im Prospekt über seine „Geschäftsaussichten“ zu informieren. Erläuterungen im Zwischenbericht haben sich, soweit möglich, auch auf die Aussichten des Emittenten für das laufende Geschäftsjahr zu erstrecken (§ 55 BörsZulVO). Im Lagebericht bzw. Konzernlagebericht ist auf die voraussichtliche Entwicklung der Kapitalgesellschaft bzw. des Konzerns sowie besonders auf die Risiken dieser Entwicklung einzugehen (§§ 89 Abs. 1, 2. Halbsatz; 289 Abs. 2 Nr. 2; 315 Abs. 1, 2 2. Halbsatz; 315 Abs. 2 Nr. 2 HGB)<sup>83</sup>; Lagebericht und Konzernlagebericht sind vom Abschlussprüfer darauf zu prüfen, ob sie insgesamt eine zutreffende Vorstellung von der Lage des Unternehmens bzw. Konzerns vermitteln und die Risiken der zukünftigen Entwicklung zutreffend dargestellt sind (§ 317 Abs. 2 Satz 2 HGB)<sup>84</sup>.

Es liegt im Interesse des Kapitalmarkts, das Management des Emittenten zu eigenen, vertretbaren Prognosen zu veranlassen; es darf nicht durch eine Haftungsbedrohung darüber

---

<sup>81</sup> Dies kann mittels einer Ereignisstudie erfolgen, die jenen Teil der Kursentwicklung, der auf die Falschinformation zurückzuführen ist, isoliert; vgl. *Jennings/Marsh/Coffee/Seligman*, Securities Regulation, 8. Aufl. (1998), S. 1382 ff.

<sup>82</sup> Baums (Hrsg.), Regierungskommission Corporate Governance (Fn. 2), Rdz. 186 (S. 201); Beschlüsse des 64. DJT (Fn. 3), E. 1.12; Zu den dafür einschlägigen Erwägungen und zum Selbstbehalt bei Versicherungsdeckung *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 171 und 176.

<sup>83</sup> Näher: *Forster*, WPg 1998, 41, 46.

<sup>84</sup> Dazu: IDW PS 350.13, WPg 1998, 663, 664.

hinweggegangen werden, dass sich die tatsächliche Entwicklung immer von der Prognose entfernen kann, ohne dass ein Verschuldensvorwurf erhoben werden kann. Das gilt auch für die sich auf solche Prognosen beziehenden Bestätigungen des Abschlussprüfers. Auf der anderen Seite müssen an Prognosen gerade deshalb, weil ihnen vom Markt hohe Bedeutung beigemessen wird, gewisse Anforderungen gestellt werden<sup>85</sup>. Der Entwurf sieht in § 37c Abs. 5 WpHG n.F. im Anschluss an das US-amerikanische Recht (§ 27A [c] Securities Act; § 21 E[c] Securities Exchange Act) eine „safe harbor rule“ vor. Danach sollen nicht eingetragene Prognosen keine Haftung auslösen können, sofern sie als solche erkennbar sind und deutlich auf Annahmen bzw. die Umstände hingewiesen wird, die dazu führen können, dass die Prognose nicht eintrifft. Allerdings gilt diese safe harbor-Rule nicht für Angaben im Jahres- oder Zwischenabschluss [vgl. § 27A (b)(2)(A) Securities Act].

#### **f) Haftung des Abschlussprüfers**

§ 37d WpHG n.F. betrifft die Haftung des Abschlussprüfers. Sie kann sich bei einem falschen Testat nach § 322 HGB ergeben; dagegen scheidet ein falscher Prüfungsbericht (§ 321 HGB) als Anknüpfungspunkt für eine Außenhaftung aus. Sind Konzern- und Einzelabschluss mit einem falschen Testat versehen, kommt es nur auf den Konzernabschluss an, um auszuschließen, dass die beschränkte Haftungssumme (§ 37 d Satz 2 i.V. mit § 37 c Abs. 4 WpHG n.F.) zweimal zu leisten ist<sup>86</sup>. Durch den Verweis auf § 20a Abs. 1 wird klargestellt, dass nicht bereits jeder falsche Bestätigungsvermerk die Haftung des Abschlussprüfers auslösen soll; hinzu kommen muss vielmehr, dass es sich dabei um Angaben bzw. das Verschweigen von Umständen handelt, die geeignet sind, auf den Börsen- oder Marktpreis des betreffenden Wertpapiers einzuwirken. Ferner mag im Einzelfall ein Abschlussprüfer auch an falschen Angaben oder Täuschungshandlungen in sonstiger Weise mitgewirkt haben; hierunter wären auch unrichtige Berichte über die Durchsicht von Zwischenberichten zu fassen. In allen Fällen gilt § 37c WpHG n.F. entsprechend, also der Anwendungsbereich dieser Vorschrift, die dort vorgesehene Anspruchsberechtigung, die haftungsbegründende Kausalität, die Schadensberechnung, der Verschuldensmaßstab und die safe harbor-rule für Prognoseaussagen.

---

<sup>85</sup> *Loss/Seligman*, (Fn. 60), S. 145 ff., 544; *Fleischer*, Gutachten (Fn. 3), F 59, F 114 f.; *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 162 ff.

Hinzuweisen bleibt auf zwei Punkte. Erstens haften bei grober Fahrlässigkeit nicht nur natürliche Personen, sondern auch Wirtschaftsprüfungsgesellschaften als Abschlussprüfer beschränkt (§ 37d Satz 2 WpHG n.F.). Diese Regel folgt der Vorschrift des § 323 Abs. 2 Satz 2 HGB für die Innenhaftung der Abschlussprüfer. Eine Abschlussprüferhaftung von Prüfungsgehilfen (vgl. § 323 Abs. 1 HGB) scheidet aus. Zweitens lässt § 37g Abs. 2 WpHG n.F. sonstige Ansprüche (aus Delikt) unberührt, schließt aber, als *lex specialis*, den Rückgriff auf die sog. bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung aus, etwa im Fall einer falschen Bescheinigung nach einer prüferischen Durchsicht eines Zwischenberichts<sup>87</sup>.

#### **g) Die Vorschriften der §§ 37 e-g WpHG n.F.**

Die Vorschriften der §§ 37 e-g- WpHG n.F. folgen im wesentlichen den entsprechenden Vorschriften der Prospekthaftung (§§ 45-48 BörsG). Der Haftungsausschluss des § 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG ist hier ersetzt worden durch die flexiblere Vorschrift des § 37c Abs. 3 Satz 3 WpHG n.F. Zu § 37 e WpHG ist darauf hinzuweisen, dass für den Haftungsausschluss nicht genügt, dass z.B. ein um den früheren Fehler korrigierter Jahres- oder Konzernabschluss im Bundesanzeiger gemäß § 325 Abs. 2, 3 HGB veröffentlicht wird. Hinzukommen muss vielmehr eine deutliche Gestaltung der erfolgten Korrektur<sup>88</sup>. Die Verjährungsvorschrift (§ 37 f WpHG n.F.) ist § 46 BörsG nachgebildet, aber, was den Beginn der Einjahresfrist angeht, an § 199 Abs. 1 Nr. 2 BGB n.F. angepasst worden.

---

<sup>86</sup> Insofern abweichend von § 323 Abs. 2 HGB, vgl. *Ebke*, in: MüKo HGB (Fn. 6), § 323 Rdz. 60; *Zimmer*, in: HGB-Bilanzrecht (Fn. 16), § 323 Rdz. 45.

<sup>87</sup> S. oben Text zu Fn. 53.

<sup>88</sup> Zu § 45 Abs. 2 Nr. 4 BörsG: BT-Drucks. 13/8399, S. 81; *Hauptmann*, in: Vortmann (Fn. 12), § 3 Rdz. 129; *Groß*, Kapitalmarktrecht (Fn. 9), §§ 45, 46 BörsG Rdz. 61; *Schäfer*, in: Hamann (Fn. 9), §§ 45, 46 BörsG n.F. Rdz. 45.

---

## Arbeitspapiere

(internet: <http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums/>)

(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere

Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- 1 Theodor Baums Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany  
(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],  
Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993, S. 151 ff.)
- 2 Theodor Baums Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993, S. 1 ff.)
- 3 Theodor Baums Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German Perspective.  
(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financierwezen 1992, S. 249 ff.)
- 4 Theodor Baums Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen aus  
deutscher Sicht
- 5 Theodor Baums The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and  
Corporate Governance  
(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.], The Japanese Main Bank System, Oxford  
1994, S. 409 ff.)
- 6 Theodor Baums Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs. Continental AG
- 7 Theodor Baums/  
Michael Gruson The German Banking System - System of the Future?  
(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])
- 8 Philipp v. Randow Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994, S. 23 ff.)
- 9 Theodor Baums Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994, S. 1 ff.)
- 10 Markus König Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.  
Eine empirische Untersuchung

- 
- 11 Theodor Baums Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and Policy Issues
- 12 Christian Fraune Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA  
(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994, S. 126 ff.)
- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den  
Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages -  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)
- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen  
("earn-outs")  
(publ. in: Der Betrieb 1993, S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments  
(publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance  
[Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe  
(publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance:  
The German Experience and a New Approach  
(publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional  
Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and  
Aktiengesellschaften  
(publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1, S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten  
(publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
- 20 Theodor Baums/  
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft.  
Eine empirische Untersuchung  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen  
(publ. in: ZIP 1995, S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/ Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach

- 
- William J. Wiegmann      amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 173 ff.)
- 24    Theodor Baums            Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG  
(publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)
- 25    Philipp v. Randow         Rating und Regulierung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995, S. 140 ff.)
- 26    Theodor Baums            Universal Banks and Investment Companies in Germany  
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design: Universal  
Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
- 27    Theodor Baums            Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)
- 28    Helmut Siekmann         Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen  
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996, S. 282 ff.)
- 29    Theodor Baums            Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996, S. 11 ff.)
- 30    Theodor Baums            Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende  
Betrachtung  
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für Mestmäcker  
[1996] S. 815 ff.)
- 31    Hans-Gert Vogel         Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 321 ff.)
- 32    Philipp v. Randow         Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und  
kapitalmarktrechtliche Studie -  
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996,  
S. 594 ff.)
- 33    Michael Gruson/  
Herbert Harrer            Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des  
AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 37 ff.)
- 34    Markus König             Aktie und Euro  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996, S. 156 ff.)
- 35    Theodor Baums            Personal Liabilities of Company Directors in German Law  
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7 [1996]  
S. 318 ff.)

- 
- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of  
Convergence - Crafoord Lecture -
- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996, S. 1725 ff.)
- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German  
Perspective  
(publ. in: European Financial Services Law 1996, S. 302 f.)
- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche  
Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1996, S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder  
(publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)
- 42 Theodor Baums/  
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen  
und aktuelle Reformfragen  
(publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff [1997],  
S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/  
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market  
Value of the Firm  
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997, S. 699 ff. sowie in: Blair/Roe  
[Hrsg.], Employees and Corporate Governance, 1999, S. 206 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für den  
Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages  
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift Die  
Aktiengesellschaft 1997, S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer mittels  
"Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1997, S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung  
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler Aufgabenerfüllung  
[1998], S. 145 ff.)

- 
- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung des Finanzplatzes Deutschland  
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1942 ff.)
- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht
- 51 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern  
(publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligavereine und Börse  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1901 ff.)
- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union:  
A Comparative Study  
(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance - The State of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998, S. 545 ff.)
- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme für den  
Finanzausschuß des Deutschen Bundestages
- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche *equity note*?  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998, S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein Beitrag  
zum deutschen Gesetz zur Umstellung von Schuldverschreibungen -  
(publ. in.: Wertpapier-Mitteilungen 1998, S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des  
"kalten Delisting"  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998, S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften  
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/  
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)

- 
- 61 Theodor Baums                      GWB-Novelle und Kartellverbot  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König                        Vom Options-Fonds zur Fonds-Option  
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/  
Ingo Rogge                            Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -
- 64 Malte Schindhelm/Ingo  
Rogge/Matthias Wanke                Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -
- 65 Theodor Baums/  
Ulrich Segna                         Börsenreform
- 66 Theodor Baums/  
Erik Theissen                         Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen  
(publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I, Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung [1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/  
Kai-Uwe Steck                        Bausparkassen als Konzerntöchter  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums                      Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler case  
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999, Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)
- 69 Marco Becht/  
Ekkehart Boehmer                    Transparency of Ownership and Control in Germany  
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“  
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128
- 70 Theodor Baums                      Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -  
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71 Ekkehart Boehmer                    Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/  
Fleming Moos                         Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 194 ff. und Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)

- 
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung  
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden  
Lebensversicherungen“  
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.)
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen  
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur  
Reformdiskussion -  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)
- 76 Theodor Baums/  
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany  
(publ.: in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights  
and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.)
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:  
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung  
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter  
Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler-Chrysler  
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre Universität  
Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000, S. 112 ff.)
- 83 Theodor Baums/  
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets and  
Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum, 2000, S. 33 ff.)
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation  
(publ. u.d.T. „Reform des Rechts zur Verhinderung der  
Börsenkursmanipulation  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2000, S. 1131 ff.)
- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/ Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht

- 
- Hans-Gert Vogel/  
Maja Tacheva (publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges (publ. in: University of Pennsylvania Journal of International Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
- 88 Government Panel on Corporate Governance – Summary of Recommendations –
- 89 Theodor Baums Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte (publ. in: Corporate Governance, Hrsg. Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer – Gemeinschaftssymposium der Zeitschriften ZHR/ZGR, Heidelberg 2002, S. 13 ff.)
- 90 Theodor Baums/  
Mathias Stöcker Rückwerb eigener Aktien und WpÜG (publ. in: Festschrift für Herbert Wiedemann, 2002, S. 703 ff.)
- 91 Stefan Berg/  
Mathias Stöcker Anwendungs- und Haftungsfragen zum Deutschen Corporate Governance Kodex (publ. in: aktualisierter Vers. in: Wertpapier-Mitteilungen, 2002, S. 1569 ff.)
- 92 Michael Gruson Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding Companies
- 93 Theodor Baums/  
Stephan Hutter Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO) (publ. in: Festschrift für Peter Ulmer, 2003, S. 779 ff.)
- 94 Michael Gruson Supervision of Financial Holding Companies in Europe: The Proposed EU Directive on Supplementary Supervision of Financial Conglomerates (publ. in: The International Lawyer, Vol. 36, 2002, S. 1229 ff.)
- 95 Ulrich Segna Vereinsrechtsreform (publ. in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2002, S. 1048 ff.)
- 96 Michael Adams Vorstandsvergütungen (publ. in: Festschrift für Carl Christian von Weizsäcker, 2003, S. 295 ff.)
- 97 Hans-Gert Vogel Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG (publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2002, S. 1421 ff.)
- 98 Jeffrey N. Gordon Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegesetz aus amerikanischer Perspektive (publ. in: Die Aktiengesellschaft 2002, S. 670 ff.)

- 
- 99 Theodor Baums Anlegerschutz und Neuer Markt  
(publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht  
2002, S. 375 ff.)
- 100 Theodor Baums Company Law Reform in Germany  
(publ. in: The Corporate Law Studies, Vol. 3, 2003, S. 181 ff.)
- 101 Ursula Lenzen Das neue Recht der Kursmanipulation  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2002, S. 279 ff.)
- 102 Theodor Baums Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe:  
the Example of Germany  
(publ. in: Giurisprudenza Commerciale, Vol. 30, 2003, 53-69)
- 103 Theodor Baums General Meetings in Listed Companies – New Challenges and Opportunities
- 104 David C. Donald US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Corporate Governance  
nach Enron
- 105 Theodor Baums Die Corporate Governance-Empfehlungen des Winter II-Papiers  
aus deutscher Perspektive
- 106 Alessandra Daccò Die Zentralisierung des Konzern-Cash-Managements in Italien
- 107 Ronald J. Gilson Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American  
Experience
- 108 Jeffrey N. Gordon An International Relations Perspective on the Convergence of Corporate  
Governance: German Shareholder Capitalism and the European Union,  
1990-2000
- 109 Jan Liersch Nachteile für den Finanzplatz durch außerbörsliche Wertpapiergeschäfte
- 110 Wolfgang Drobetz/  
Andreas Schillhofer/  
Heinz Zimmermann Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany
- 111 Mark Devlin/  
Stephan Hutter U.S. Laws and Regulations Applicable to Research Reports

- 
- 112 Theodor Baums Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes  
(publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht  
167 (2003), S. 139 ff.)
- 113 Michael Gruson/  
Matthias Kubicek Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche  
Aktienrecht  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 2003, S. 337 ff.)
- 114 Hanno Berger/  
Kai-Uwe Steck Regulierung von Hedge Fonds in Deutschland – Bestandsaufnahme,  
praktische Erkenntnisse und Ausblick  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2003, S. 192 ff.)
- 115 Theodor Baums/  
Christian Fischer Haftung des Prospekt- und des Abschlussprüfers gegenüber den Anlegern
- 116 Mario Hecker Die Beteiligung der Aktionäre am übernahmerechtlichen  
Befreiungsverfahren – Zugleich Besprechung von OLG Frankfurt am Main,  
Beschl. vom 27.5.2003 - WpÜG 01/03 („ProSiebenSat.1/Haim Saban“) –