

Prof. Dr. Georg Bitter

Lehrstuhl für Bürgerliches Recht,
Bank- und Kapitalmarktrecht, Insolvenzrecht

Kapitalerhaltung versus Anlegerschutz: Nachrang kapitalmarktrechtlicher Schadensersatzansprüche der Aktionäre in der Insolvenz des Emittenten?

– EM.TV reloaded: Der Fall Wirecard auf dem Weg zum BGH –

Vortrag beim Arbeitskreis Unternehmensrecht
am 14. November 2023

Auftakt

Problemstellung

Anleger erwirbt Aktien einer Aktiengesellschaft (hier: Wirecard). Der Beitritt ist beeinflusst durch eine fehlerhafte Kapitalmarktinformation des Emittenten.

Frage: Welchen Rang haben die kapitalmarktrechtlichen Schadensersatzansprüche?

Zwei mögliche Lösungen:

1. Rang des § 199 Satz 2 InsO

Argument: Anleger wollten sich als Aktionäre beteiligen. Deshalb teilt der Anspruch auf Schadensersatz das insolvenzrechtliche Schicksal der Einlage.

2. Rang des § 38 InsO

Argument: Gleichbehandlung aller Gläubiger. Schadensersatz \neq Rückzahlung der Einlage i.S.v. § 57 AktG; Anspruch darauf gestützt, bei zutreffender Information des Kapitalmarktes hätte sich der Anleger *nicht* als Aktionär beteiligt.

Wirecard – Die „Gutachterschlacht“

1. Für einen Nachrang der Anlegeransprüche

- *Thole*, ZIP 2020, 2533 ff.
- *Gehrlein*, WM 2021, 763 ff. (Teil I) und WM 2021, 805 ff. (Teil II)
- *Madaus*, ZRI 2022, 1 ff. (Gutachten?)
- *Madaus*, ZIP 2023, 1273 ff.

2. Gegen einen Nachrang der Anlegeransprüche

- *Bitter/Jochum*, ZIP 2021, 653 ff.
- *Bitter/Jochum*, ZIP 2023, 277 ff. (kein Gutachten)
- *Brinkmann/Richter*, AG 2021, 489 ff.

„Unabhängige“ Stimmen in der Literatur

1. Für einen Nachrang der Anlegeransprüche

- *Lüdtk*e, in HambKommInsR, 9. Aufl. 2022, § 38 InsO Rz. 10; im Anschluss an das LG München I auch *Baumert*, NZG 2023, 111 ff.; *Paulus*, EWIR 2023, 54 ff.; *Zenker*, in BeckOK InsR, Stand: 15.7.2023, § 174 InsO Rz. 1

2. Gegen einen Nachrang der Anlegeransprüche

- *Becker*, NZI 2021, 302 ff., NZI 2022, 319 ff. sowie NZI 2023, 121 f.; *Mock*, BKR 2023, 134 ff.; *Koch*, in Koch, AktG, 17. Aufl. 2023, § 57 Rz. 12; *Holzer*, in KPB, InsO, Stand: Juni 2023, § 38 Rz. 20; *Eichel*, in Jaeger, InsO, Bd. 2, 2. Aufl. 2023, § 38 Rz. 36; *Cahn/v. Spannenberg*, in BeckOGK AktG, Stand: 1.10.2023, § 57 Rz. 52; *Servatius*, in Wachter, AktG, 4. Aufl. 2022, Anh. § 57 Rz. 9; *Bremen/Neußner*, in Graf-Schlicker, InsO, 6. Aufl. 2022, § 39 Rz. 87; *Kirchner*, in BeckOK InsR, Stand: 15.7.2023, § 38 InsO Rz. 28b; *F. Schäfer*, in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 5. Aufl. 2022, Rz. 17.34; *Gillessen/Krämer*, a.a.O., Rz. 10.507 f.; *Grieser/Cengiz-Kilic*, SanB 2022, 86 ff. und SanB 2023, 35 ff.
- jedenfalls *de lege lata* auch *Hellgardt*, in Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, 8. Aufl. 2023, § 98 WpHG Rz. 53a; *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2022, § 15 Rz. 180; *Oechsler*, ZIP 2023, 1881, 1885

- I. Verhältnis der Kapitalmarktinformationshaftung (§§ 97, 98 WpHG und § 826 BGB) zu § 57 AktG – EM.TV
- II. Rechtsprechung zur Frage des Nachrangs
- III. Das Urteil des LG München I v. 23.11.2022 – 29 O 7754/21, ZIP 2022, 2505 im Fall Wirecard
- IV. Abgrenzung zur fehlerhaften Gesellschaft

I. Verhältnis der Kapitalmarktinformationshaftung zu § 57 AktG – EM.TV

1. Hintergrund

- Erstmalige Einführung der §§ 37b, 37c WpHG im Jahr 2002
- Rechtspolitische Diskussion zur Einführung einer allgemeinen Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation
 - ⇒ u.a. *Baums*, ZHR 167 (2003), 139 ff.; *Zimmer*, WM 2004, 9 ff.; *Fleischer*, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, 2002, S. F 94 ff.
- Diskussionsentwurf eines Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes (KapInHaG) von 2004
- *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005

2. BGH v. 9.5.2005 – II ZR 287/02, ZIP 2005, 1270 – „EM.TV“

- Leitsatz 2: Eine gesamtschuldnerische Haftung auf Naturalrestitution trifft auch die Aktiengesellschaft, die für die von ihrem Vorstand durch falsche Ad-hoc-Mitteilungen begangenen sittenwidrigen vorsätzlichen Schädigungen analog § 31 BGB einzustehen hat. Die Naturalrestitution als Form des Schadensausgleichs ist nicht durch die besonderen aktienrechtlichen Gläubigerschutzvorschriften über das Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 57 AktG) und das Verbot des Erwerbs eigener Aktien (§ 71 AktG) begrenzt oder gar ausgeschlossen.
- Begründung in Rz. 17 ⇒ b.w.

2. BGH v. 9.5.2005 – II ZR 287/02, ZIP 2005, 1270 – „EM.TV“

- Hinweis auf die Rechtsprechung des RG, die zwischen originärem und derivativem Erwerb unterscheidet.
- Fortgeltung offen gelassen:
„Ob es dieser ... Unterscheidung zur Lösung des Problems der Konkurrenz zwischen kapitalmarktrechtlicher (Prospekt-)Haftung und dem aktienrechtlichen Grundsatz der Vermögensbindung (§ 57 AktG) im Hinblick auf die **eindeutig in die Richtung auf eine uneingeschränkte Haftung der Aktiengesellschaft weisenden Äußerungen des historischen Gesetzgebers** (vgl. zum Sekundärmarkt: BT-Drucks. 12/7918 S. 102 – zu § 15 Abs. 6 Satz 2 WpHG, neuerdings zudem: §§ 37b, 37c WpHG; zum Primärmarkt: Begr.RegE BT-Drucks. 13/8933 S. 78, sowie §§ 44 f., 47 Abs. 2 BörsG) noch bedarf, kann dahinstehen.“

2. BGH v. 9.5.2005 – II ZR 287/02, ZIP 2005, 1270 – „EM.TV“

- Kapitalerhaltung steht Schadensersatz (aus § 826 BGB) nicht entgegen.

„Die Kläger haben ... die Aktien ... durch derivative Umsatzgeschäfte auf dem Sekundärmarkt ... von dritten Marktteilnehmern erworben. Die Ersatzforderungen ... beruhen daher in erster Linie nicht auf ihrer – durch die unerlaubten Handlungen des Vorstands erst begründeten – mitgliedschaftlichen Sonderrechtsbeziehung als Aktionäre, sondern auf ihrer **Stellung als Drittgläubiger**; die deliktische Haftung der Aktiengesellschaft knüpft an die Verletzung von gesetzlichen Publizitätspflichten (§ 15 WpHG) an, die ihr in erster Linie zum Schutz der Funktionsfähigkeit des (sekundären) Kapitalmarktes auferlegt wurden (...). **Das Gesellschaftsvermögen wird also durch die Belastung mit einer derartigen Schadensersatzverbindlichkeit nicht anders als bei sonstigen Deliktsansprüchen außenstehender Gläubiger in Anspruch genommen.**“

3. MünchKommAktG-Bayer, Band 1, 5. Aufl. 2019, § 57 Rz. 45

„Nach der *lex lata* lässt sich ein **Nachrang** der Anlegerhaftungsansprüche **in der Insolvenz nicht begründen**. *De lege ferenda* wird ein solcher Nachrang indes *verbreitet gefordert*, teilweise auch mit dem Hinweis auf ausländische Vorbilder. Eine solche Zurücksetzung der Anlegerhaftungsansprüche ist jedoch zweifelhaft. Denn gerade in Krisenzeiten kommt den Kapitalmarktinformati-
haftungsansprüchen besondere Bedeutung zu. Ein Nachrang würde bedeuten, dass der Anlegerschutz in praxi leerliefe.“

- I. Verhältnis der Kapitalmarktinformationshaftung (§§ 97, 98 WpHG und § 826 BGB) zu § 57 AktG – EM.TV
- II. Rechtsprechung zur Frage des Nachrangs**
- III. Das Urteil des LG München I v. 23.11.2022 – 29 O 7754/21, ZIP 2022, 2505 im Fall Wirecard
- IV. Abgrenzung zur fehlerhaften Gesellschaft

II. Rechtsprechung zur Frage des Nachrangs

- 1. RG v. 28.4.1909 – I 254/08, RGZ 71, 97**
 - Differenzierung zwischen originärem und derivativem Erwerb
 - Grundsätze der fehlerhaften Gesellschaft nur bei originärem Erwerb
- 2. RG v. 2.6.1916 – III 61/16, RGZ 88, 271**
 - Revision: Hinweis auf §§ 213, 215 HGB (Kapitalerhaltung) ⇒ Erhalt des Kapitals der AG zwecks vorrangiger Befriedigung der Gläubiger vor den Aktionären. Aktionäre müssen jedenfalls im Konkurs zurücktreten.
 - RG: (1) Grundsätze der fehlerhaften Gesellschaft nur bei originärem Erwerb (2) Vorschriften zur Kapitalerhaltung gelten nur gegenüber dem, der rechtsgültig Aktionär geworden ist; die Anfechtung bestreite aber gerade diese Voraussetzung und mache geltend, dass der Aktienkauf und die Beteiligungserklärung nichtig sind.

2. RG v. 2.6.1916 – III 61/16, RGZ 88, 271

➤ RG zum Nachrang:

„Die Revision macht weiterhin geltend, daß jedenfalls im Konkurse der Aktiengesellschaft die Aktionäre ihre Schadensersatzansprüche nicht in Gleichberechtigung mit den übrigen Gläubigern erheben könnten. Nirgends im Schrifttum findet sich jedoch eine Bezeichnung der Vorschrift der Konkursordnung, die eine Änderung der Rechtslage für den Konkursfall ergeben könnte. Eine solche Vorschrift besteht nicht.“

- Identische Argumentation bei OGH Wien v. 21.5.2013 – 1 Ob 34/13a, ÖBA 2013, 836, 837: Der Nachrang bedarf einer gesetzlichen Anordnung und eine derartige Anordnung fehlt im Gesetz.

3. BGH v. 29.5.2006 – II ZR 334/05 (unveröffentlicht)

- Sachverhalt: Kläger fordert Schadensersatz wegen der Zeichnung von Genussrechten, die einen Nachrang i.S.v. § 39 Abs. 2 InsO enthielten (Mezzanine-Kapital). Der Insolvenzverwalter bestreitet die Anmeldung im Rang des § 38 InsO.
- LG in 1. Instanz: (1) Schadensersatz = Sekundäransprüche ⇒ identische Behandlung mit vertraglichem Rückzahlungsanspruch ⇒ Nachrang
(2) Grundsätze der fehlerhaften Gesellschaft
- OLG Bamberg in 2. Instanz: (1) Nachrang gilt nicht für solche Schadensersatzansprüche, die in Ereignissen ihre Wurzel haben, welche erst zum Abschluss des Vertrags mit der benachteiligenden Klausel führten;
(2) Kapitalanleger gleich schutzwürdig wie sonstige Gläubiger, z.B. Banken

3. BGH v. 29.5.2006 – II ZR 334/05 (unveröffentlicht)

- BGH: Hinweis auf „EM.TV“ + Abgrenzung zur fehlerhaften Gesellschaft
„Derartige Schadensersatzforderungen des durch Betrug bzw. arglistige Täuschung zum Vertragsschluss verleiteten Anlegers haben ihre Wurzel nicht in dem Vertrag selbst, sondern in den schädigenden Ereignissen, die erst zum Abschluss des Vertrages mit der betreffenden nachteiligen Nachrangklausel führten. Der solchermaßen geschädigte Anleger ist in seiner **Eigenschaft als Drittgläubiger** betroffen (vgl. dazu auch Sen.Urt. v. 9. Mai 2005 – II ZR 287/02, ZIP 2005, 1270 – EMTV) und als solcher im Wege des Schadensersatzes gemäß § 249 BGB (Naturalrestitution) so zu stellen, als hätte er die Anlageentscheidung nicht getroffen; er kann also die Befreiung von dem abgeschlossenen Vertrag und Ersatz seiner Aufwendungen verlangen.“

4. BGH v. 19.5.2022 – IX ZR 67/21, ZIP 2022, 1932

- Kopie von BGH v. 29.5.2006 – II ZR 334/05 (unveröffentlicht)
- Argumentation des Insolvenzverwalters: Investitionskapital = „Eigenkapital und der Nachrang erstrecke sich im Insolvenzverfahren auch auf die Schadensersatzforderung“
- OLG Frankfurt in 2. Instanz: Der Nachrang gilt nicht für solche Schadensersatzansprüche, die auf Vorgängen vor Zeichnung der Genussrechte beruhen (⇒ OLG Bamberg).

Keine Zulassung der Revision. Entscheidung beruht „auf einer Anwendung der gefestigten Rechtsprechung des BGH zum Ersatzanspruch bei einer Unternehmensbeteiligung aufgrund falscher Kapitalanlageinformationen“.

- I. Verhältnis der Kapitalmarktinformationshaftung (§§ 97, 98 WpHG und § 826 BGB) zu § 57 AktG – EM.TV
- II. Rechtsprechung zur Frage des Nachrangs
- III. Das Urteil des LG München I v. 23.11.2022 – 29 O 7754/21, ZIP 2022, 2505 im Fall Wirecard**
- IV. Abgrenzung zur fehlerhaften Gesellschaft

LG München I v. 23.11.2022 – 29 O 7754/21, ZIP 2022, 2505

- Unterscheidung zwischen mitgliedschaftlichen Rechten der Gesellschafter im Rang des § 199 Satz 2 InsO und Drittgläubigerrechten im Rang des § 38 InsO
- kapitalmarktrechtliche Schadensersatzansprüche ≠ Drittgläubigerrechte
- Übernahme einer Aktionärsstellung auch dann beachtlich, wenn die Investitionsentscheidung täuschungsbedingt erfolgte
- keine Grundlage für eine Außerachtlassung der Gesellschafterstellung
- Schadensersatzanspruch aus kapitalmarktrechtlicher Informationshaftung ohne zumindest zeitweiliges Halten des Finanzinstruments nicht vorstellbar

- Vorrang der kapitalmarktrechtlichen Informationshaftung vor dem aktienrechtlichen Kapitalschutz („EM.TV“) gilt nur für die werbende Gesellschaft
- keine Übertragbarkeit von BGH v. 29.5.2006 – II ZR 334/05 (unveröffentlicht), da dort Fremdkapitalinvestition, nicht Aktionärsbeteiligung
- Investitionsentscheidung bleibt auch dann maßgeblich, wenn sie täuschungsbedingt beeinflusst ist; Argument: Täuschung bezieht sich allein auf die mit der Eigenkapitalposition verbundenen Gewinnmöglichkeiten, nicht aber auf die Eigenkapitalposition selbst

- I. Verhältnis der Kapitalmarktinformationshaftung (§§ 97, 98 WpHG und § 826 BGB) zu § 57 AktG – EM.TV
- II. Rechtsprechung zur Frage des Nachrangs
- III. Das Urteil des LG München I v. 23.11.2022 – 29 O 7754/21, ZIP 2022, 2505 im Fall Wirecard
- IV. Abgrenzung zur fehlerhaften Gesellschaft**

1. BGH v. 19.7.2004 – II ZR 354/02, ZIP 2004, 1706, 1707

– „Real Direkt AG II“

- Grundsätze der fehlerhaften Gesellschaft gelten nur in solchen Fällen, in denen der Gesellschaftsvertrag *zwischen den Gesellschaftern* zustande kommt und die *fehlerhafte Aufklärung* eines Gesellschafters im Vorfeld seines Beitritts *der Gesellschaft nicht zurechenbar* ist.

2. Argumentation von *Carsten Schäfer*

- Kritik an der Entscheidung EM.TV
- Anlagerisiko ist den Verbandsmitgliedern zugewiesen ⇒ Sicherung der Kapitalgrundlage der Gesellschaft zugunsten der Gesellschaftsgläubiger wie auch der beigetretenen Mitgesellschafter
- Gesellschafter steht unternehmerischen Risiken näher als die Gläubiger

3. Differenzierung von *Weber*, ZHR 176 (2012), 184, 200 ff.

- bessere Erkenntnis- und Steuerungsmöglichkeiten der Gesellschafter nur bei Falschinformationen in privater Kommunikation, nicht bei Aktienerwerb am Kapitalmarkt
- gleichrangige Teilnahme der Gesellschafter/Aktionäre neben den sonstigen Gläubigern nur bei standardisierter Kapitalmarktkommunikation
- sektorspezifische Durchbrechung der Grundsätze zur fehlerhaften Gesellschaft

4. Trennung zwischen dem Risiko der Fehlinformation und dem Risiko der Residualgläubiger

- Fall *Daimler/Schrempf*: Verkauf zu einem zu niedrigen Preis
(BGH v. 25.2.2008 – II ZB 9/07, ZIP 2008, 639; BGH v. 22.11.2010 – II ZB 7/09, ZIP 2011, 72; BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, ZIP 2013, 1165; vgl. auch EuGH v. 28.6.2012 – Rs C-19/11, ZIP 2012, 1282)
- Differenzierung zwischen den Fällen des zu teuren Kaufs und des zu billigen Verkaufs kann nicht überzeugen
- Kauf von Derivaten (bei Emission durch den Emittenten): Schaden nicht mit dem Residualrisiko des Eigenkapitalgebers identisch

5. Leerlaufen der Kapitalmarktinformationshaftung bei Nachrang

1. Das LG München I weicht im Fall Wirecard nicht nur von der höchstgerichtlichen Rechtsprechung des RG, BGH und OGH Wien, sondern auch von der ganz h.M. in der Literatur ab. Entgegen dem LG München I sind die Anlegeransprüche aus täuschungsbedingter Anlageentscheidung als Drittgläubigeransprüche anzusehen, die in Ermangelung einer den Nachrang anordnenden Vorschrift wie alle anderen Gläubigerrechte nach § 38 InsO zu berücksichtigen sind.
2. Nicht die Einordnung als Insolvenzforderung i.S.v. § 38 InsO ist begründungsbedürftig, sondern der Nachrang i.S.v. § 199 InsO.
3. Das Verhältnis von Kapitalschutz und Anlegerschutz ist einheitlich für die werbende und insolvente Gesellschaft zu beurteilen.

4. Der Gesetzgeber hat sich sowohl für die den Primärmarkt betreffende Prospekthaftung des damaligen § 44 BörsG (jetzt § 9 WpPG) wie auch die den Sekundärmarkt betreffende Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität nach den damaligen §§ 37b, 37c WpHG (jetzt §§ 97, 98 WpHG) für einen *fehlenden* Nachrang der Anleger entschieden.
5. Die Grundsätze der fehlerhaften Gesellschaft stehen dem fehlenden Nachrang kapitalmarktrechtlicher Schadensersatzansprüche nicht entgegen.

- *Baumert, Wirecard*: Zum Rang der Schadensersatzansprüche der Aktionäre – wenn Insolvenzrecht und Aktienrecht aufeinandertreffen, NZG 2023, 111
- *Becker*, Kapitalmarktrechtliche Schadensersatzansprüche als Insolvenzforderungen nach § 38 InsO, NZI 2021, 302
- *Becker*, Keine Berücksichtigung kapitalmarktrechtlicher Schadensersatzansprüche erst nach der Schlussverteilung gem. § 199 S. 2 InsO, NZI 2022, 319
- *Bitter/Jochum*, Kein Nachrang kapitalmarktrechtlicher Schadensersatzansprüche in der Insolvenz des Emittenten, ZIP 2021, 653
- *Bitter/Jochum*, Nochmals: Kein Nachrang kapitalmarktrechtlicher Schadensersatzansprüche in der Insolvenz des Emittenten, ZIP 2023, 277
- *Brinkmann/Richter*, Getäuschte Aktionäre als Insolvenzgläubiger – Zur Behandlung kapitalmarktrechtlicher Schadensersatzansprüche im Insolvenzverfahren über das Vermögen des Emittenten, AG 2021, 489
- *Gehrlein*, Gläubigerschutz verdrängt Anlegerschutz in der Insolvenz!, WM 2021, 763 (Teil I) und WM 2021, 805 (Teil II)

- *Madaus*, Der Rang von Anlegeransprüchen auf Schadenersatz für ihre Anlageentscheidung in der Insolvenz des Emittenten, ZRI 2022, 1
- *Madaus*, Der Rang von Anlegeransprüchen auf Schadenersatz für ihre Anlageentscheidung und die Definitionsmacht des Insolvenzrechts, ZIP 2023, 1273
- *Schäfer*, Effektivere Vorstandshaftung für Fehlinformation des Kapitalmarkts?, NZG 2005, 985
- *Schäfer*, Der täuschungsbedingte Beitritt zur (Personen-)Gesellschaft und die Lehre vom fehlerhaften Verband – Vorrang von Schadenersatzansprüchen?, ZHR 170 (2006), 373
- *Schäfer*, Kapitalmarktinformationshaftung und die Lehre vom fehlerhaften Verband, ZIP 2012, 2421
- *Thole*, Der insolvenzrechtliche Rang von kapitalmarktrechtlichen Schadenersatzansprüchen gegen den Emittenten, ZIP 2020, 2533
- *Weber*, Kapitalmarktinformationshaftung und gesellschaftsrechtliche Kapitalbindung – ein einheitliches Problem mit rechtsformübergreifender Lösung?, ZHR 176 (2012), 184

© 2023

Prof. Dr. Georg Bitter

Universität Mannheim

Lehrstuhl für Bürgerliches Recht,

Bank- und Kapitalmarktrecht, Insolvenzrecht

Schloss, Westflügel W 241/242

68131 Mannheim

www.georg-bitter.deZentrum für Insolvenz und Sanierung
an der Universität Mannheim e.V.www.zis.uni-mannheim.de