

Rolf H. Weber | Walter A. Stoffel |  
Jean-Luc Chenaux | Rolf Sethe (Hrsg.)

# Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts

Festschrift für Hans Caspar von der Crone  
zum 60. Geburtstag

Rolf H. Weber | Walter A. Stoffel | Jean-Luc Chenaux |  
Rolf Sethe (Hrsg.)

# Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts

Festschrift für Hans Caspar von der Crone  
zum 60. Geburtstag

Schulthess § 2017

# Haftung als Regulierungsinstrument im Finanzmarktrecht? – Am Beispiel der Ad-hoc-Publizität

DANIEL DEDEYAN\*

I.	Das Thema.....	620
II.	VW-Abgasskandal.....	621
III.	Mögliche Grundlagen für eine Kapitalmarktinformationshaftung.....	622
IV.	Voraussetzungen der Haftung für unerlaubte Handlungen.....	622
V.	Objektive Widerrechtlichkeitstheorie: restriktives Haftungsrecht.....	623
VI.	Ad-hoc-Publizitätspflicht.....	625
VII.	Ad-hoc-Publizitätspflicht als haftungsbegründende Schutznorm?.....	626
VIII.	Haftung als Regulierungsinstrument.....	627
IX.	Alternative Regulierungsinstrumente.....	630
X.	Zwischenfazit.....	632
XI.	Andere Schutznorm: Verbot unwahrer oder unvollständiger Unternehmensinformation.....	633
XII.	Regulatorische Schlussfolgerungen.....	635

Zur Erkenntnis, was Recht für die Regulierung wirtschaftlicher Vorgänge zu leisten vermag und was nicht, hat in der Rechtswissenschaft kaum jemand mehr beigetragen als HANS CASPAR VON DER CRONE. Unter anderem entfaltete er in einem grundlegenden Aufsatz, der auf einzigartige Weise rechtsdogmatische mit rechtsökonomischer Analyse verband, den Gedanken, dass eine gedeihliche Unternehmensordnung eines Zusammenspiels von Haftung mit Anreizen und Reputationsmechanismen bedarf.<sup>1</sup> Die Grenzen und Dysfunktionalitäten der Haftung im Unternehmensrecht hat VON DER CRONE seither immer wieder ausgelotet, typischerweise nicht ohne konkrete gesetzgeberische Innovationen wie eine Beschränkung der Haftung oder ein gerichtliches Vorprüfungsverfahren zur Lösung des Problems des Kostenrisikos potentieller Kläger vor-

---

\* Der Text basiert auf der Antrittsvorlesung des Autors vom 30. Mai 2016 an der Universität Zürich. Der Vortragsstil wurde weitgehend beibehalten.

<sup>1</sup> HANS CASPAR VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft, ZSR NF 119 II (2000), 239 ff.; siehe auch HANS CASPAR VON DER CRONE, Aktienrecht, Bern 2014, § 1 N 6 ff.

zuschlagen.<sup>2</sup> Damit hat er den Grundstein für eine Debatte zur Haftung als Regulierungsinstrument gelegt, die der vorliegende Beitrag aufnehmen und auf das Finanzmarktrecht beziehen möchte.

## I. Das Thema

Die Vorstellung von der Haftung als Allheilmittel ist so alt wie das Recht selbst und gerade wieder brandaktuell. Nach jeder Krise wird aufs Neue der Ruf nach mehr Haftung laut. Gerade sind in Deutschland im Abgasskandal der Volkswagen AG (VW) Milliardenklagen wegen verspäteter Börseninformationen unterwegs. Schon nach dem Grounding der Swissair und später nach der staatlichen Rettung der UBS wurde nach einer verschärften Haftung gerufen. Nach der Finanzkrise berät nun das Parlament über das künftige Finanzdienstleistungsgesetz, welches die Prospektpflicht und damit die Prospekthaftung stark ausdehnt. Es herrscht die Meinung vor, dass immer, wenn etwas schief läuft, jemand dafür haften muss und dann alles wieder ins Lot kommt. Diese Erwartung hat die Haftung jedoch in den letzten hundert Jahren immer wieder zuverlässig enttäuscht. Am Thema der Haftung offenbart sich ein tiefer Graben zwischen dem allgemeinen Regulierungsverständnis und dem, wie gesellschaftliche Prozesse und das Recht tatsächlich funktionieren.

Die nachfolgenden Ausführungen wählen den Weg, von den konkreten Normen auszugehen und daraus regulatorische Schlussfolgerungen zu ziehen. Ausgangspunkt ist das Anschauungsbeispiel des VW-Abgasskandals, in dessen Rahmen der Vorwurf einer verspäteten Börseninformation im Raum steht (Ziff. II). Im Anschluss daran gehe ich auf die tatsächliche Funktionsweise der Haftung für Börseninformationen und auf alternative Regulierungsinstrumente ein (Ziff. III–XI). Der Fokus der Darstellung liegt auf der allgemeinen Haftung aus unerlaubter Handlung als einem Anknüpfungspunkt für eine Kapitalmarktinformationshaftung. Denn daran lassen sich die Grundprobleme der Haftung als Allheilmittel aufzeigen, wie sie sich in der Frage nach der Haftung für Börseninformationen akzentuieren. Nicht zufällig bezeichnen Grössen des Fachs wie PETER NOBEL und PETER BÖCKLI die Haftung für Börseninformationen als eines der

---

<sup>2</sup> VON DER CRONE, *Verantwortlichkeit* (Fn. 1), 250–252; HANS CASPAR VON DER CRONE, *Freiheit und Verantwortung in der Corporate Governance*, in: Forstmoser et al. (Hrsg.), *Corporate Governance*, Symposium zum 80. Geburtstag von Arthur Meier-Hayoz, Zürich 2002, 76 (zum Vorprüfungsverfahren); HANS CASPAR VON DER CRONE, *Haftung und Haftungsbeschränkung in der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit*, SZW 78 (2006), 4 f., 16, 19; HANS CASPAR VON DER CRONE/BENJAMIN BLOCH, *Was kann die aktienrechtliche Verantwortlichkeit leisten?*, in: Weber et. al. (Hrsg.), *Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht VI*, Zürich 2012, 91 f., 107 und zum Vorprüfungsverfahren 115 ff.; HANS CASPAR VON DER CRONE/ANTONIO CARBONARA/SILVIA HUNZIKER, *Aktienrechtliche Verantwortlichkeit und Geschäftsführung*, Basel 2006, 23 ff.

ungelösten Probleme des Privatrechts.<sup>3</sup> Am Ende werde ich einige regulatorische Schlussfolgerungen ziehen (Ziff. XII).

## II. VW-Abgasskandal

VW hat gemäss Medienberichten möglicherweise während vieler Jahre in den USA Abgastests mittels einer sogenannten Abschaltvorrichtung, einer Software zur Beeinflussung von Abgaswerten in Testverfahren, manipuliert. So konnte VW Autos in die USA exportieren und sogar als umweltfreundlich vermarkten, obwohl sie die amerikanischen Abgasvorschriften nicht erfüllten. Im Herbst 2015 wurden die amerikanischen Behörden auf die Vorgänge aufmerksam. VW versuchte noch, heimlich einen Deal mit den Behörden auszuhandeln. Nach einigen Wochen verlor die US-Umweltbehörde Environmental Protection Agency (EPA) die Geduld und veröffentlichte am Freitag den 18. September 2015 eine *Notice of Violation* bezüglich der Manipulationen. Nun drohten Bussen und Schadenersatzklagen in der Höhe von zweistelligen Milliardenbeträgen. Der Kurs der VW-Aktien brach sogleich um rund 40% ein. Vier Tage nach der Mitteilung der EPA, am Dienstag 22. September 2015, informierte auch VW den Markt über die Vorwürfe.

Weltweit machen seither Anleger geltend, der Markt sei zu spät informiert worden. Betroffen sind vor allem Anleger, welche VW-Aktien kauften, als Entscheidungsträger von VW bereits von den Manipulationen und möglichen Bussen wussten, der Skandal aber noch nicht publik war. Sie hätten die Aktien gar nicht erst gekauft und somit kein Geld verloren, wenn sie frühzeitig informiert worden wären. Allein in Deutschland sind bereits Klagen in der Höhe von mehreren Milliarden Euro wegen verspäteter Information der Börsen in Vorbereitung.<sup>4</sup> Viele dieser Klagen sind – dies ist ein neueres Phänomen – offenbar über Internetportale von Anwaltskanzleien zusammengekommen.

Worauf könnte sich eine Klage wegen verspäteter Börseninformationen stützen? Dies führt zur Frage nach einer Haftung für Börseninformationen.

---

<sup>3</sup> PETER NOBEL, *Wo steht die rechtliche Theorie des Unternehmens?*, in: Ulmer et al. (Hrsg.), *Wertorientierte Unternehmensführung*, Bern/Stuttgart/Wien 2006, 44; vgl. ferner PETER BÖCKLI, *Ad-hoc-Publizität und Insiderstrafnorm*, in: Bühler (Hrsg.), *Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht*, Bern/Stuttgart/Wien 2003, 90.

<sup>4</sup> «Nach Abgasskandal: Investoren fordern Milliarden von VW», faz.net vom 15. März 2016; «Weitere Aktionäre verklagen Volkswagen wegen Abgashandel», finanzen.ch vom 17. März 2016.

### III. Mögliche Grundlagen für eine Kapitalmarktinformationshaftung

Verlegen wir den Fall der Einfachheit halber in die Schweiz. Woraus kann man für fehlerhafte oder verspätete Börseninformationen überhaupt haften? Zunächst gibt es die Haftung aus Vertrag. Wer aber an der Börse eine Aktie eines Unternehmens kauft, das falsch informiert, hat typischerweise keinen Vertrag mit dem Unternehmen, sondern nur mit dem Aktienverkäufer. Insofern scheidet eine vertragliche Haftung aus. Sodann gibt es die allgemeine ausservertragliche Haftung für unerlaubte Handlungen. Diese bildet den Schwerpunkt der nachfolgenden Darstellung. Denn an ihr kann man schön aufzeigen, inwiefern die Haftung als Allheilmittel taugt. Weitere mögliche Haftungsformen, die im Folgenden aus Platzgründen nicht weiter vertieft werden können, sind die Prospekthaftung, die Haftung der Unternehmensleitung aus aktienrechtlicher Verantwortlichkeit und die Vertrauenshaftung.<sup>5</sup>

### IV. Voraussetzungen der Haftung für unerlaubte Handlungen

Die allgemeine Haftung für unerlaubte Handlungen<sup>6</sup> setzt erstens einen *Schaden* voraus. Massgeblich ist nach der Differenztheorie bekanntlich die Differenz zwischen dem hypothetischen Vermögensstand ohne das schädigende Ereignis und dem aktuellen Vermögensstand. Im Fall VW ist der Wert der Aktien um mehr als 40% gesunken. Wäre rechtzeitig informiert worden, hätten manche Anleger keine VW-Aktien gekauft und kein Geld verloren. Der Schaden besteht im entsprechenden Vermögensverlust. Wie man Anlageschäden genau berechnet, ist allerdings umstritten.<sup>7</sup>

Zweitens setzt die Haftung für unerlaubte Handlungen *Widerrechtlichkeit* voraus, also einen Verstoss gegen eine Verhaltensnorm. Diese Voraussetzung ist nachfolgend weiter zu vertiefen.

Eine dritte Haftungsvoraussetzung ist die natürliche und adäquate *Kausalität*. Das schädigende Verhalten muss den Schaden (natürlich) verursacht haben und das schädigende Verhalten muss (adäquat) nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und der allgemeinen Lebenserfahrung für die Schadensverursachung geeignet sein. Im Kapital-

---

<sup>5</sup> Für eine Untersuchung zu diesen Haftungsformen siehe DANIEL DEDEYAN, Regulierung der Unternehmenskommunikation, Aktien- und Kapitalmarktrecht auf kommunikationstheoretischer Grundlage, Habil. Zürich/Basel/Genf/Baden-Baden 2015, 591 ff. (Organverantwortlichkeit), 898 ff. (Prospekthaftung) und 948 ff. (spezifisch zur Haftung für Ad-hoc-Publizität).

<sup>6</sup> Art. 41 Abs. 1 OR.

<sup>7</sup> Siehe eingehend hierzu DEDEYAN (Fn. 5), 904 ff., 952 ff. (m.w.H.).

markt mit seinen komplexen Kausalverläufen ist der Beweis der Kausalität allerdings oft schwierig zu erbringen.<sup>8</sup>

Viertens setzt eine Haftung aus unerlaubter Handlung *Verschulden* voraus. Bedeutsam für die nachfolgenden Ausführungen ist, dass bereits leichte Fahrlässigkeit eine Haftung für unerlaubte Handlungen begründen kann. Nach vorherrschender Ansicht ist leichte Fahrlässigkeit das, was jedermann beim besten Willen passieren kann.<sup>9</sup> Im Kapitalmarkt, wo täglich Milliardenbeträge die Hand wechseln, stellt eine solche Haftung damit ein enormes, geradezu unberechenbares Haftungsrisiko dar.

Im Folgenden ist die Haftungsvoraussetzung der Widerrechtlichkeit genauer zu betrachten. Denn in ihr zeigt sich bereits sehr schön, was Haftung zu leisten vermag und was nicht.

## V. Objektive Widerrechtlichkeitstheorie: restriktives Haftungsrecht

In Bezug auf die Haftungsvoraussetzung der Widerrechtlichkeit ist das Haftungsrecht von der sogenannten objektiven Widerrechtlichkeitstheorie beherrscht. Hiernach gibt es nur zwei Fälle, in denen man ausserhalb von Verträgen haftet: (a) wenn ein absolut geschütztes Rechtsgut verletzt ist, zum Beispiel das Eigentum oder die Persönlichkeit. Oder (b) wenn eine spezielle Verhaltensnorm verletzt ist, die einen doppelten Test besteht: Sie muss ( $\alpha$ ) ein Gebot/Verbot der Rechtsordnung sein und zudem ( $\beta$ ) den Zweck erfüllen, das Vermögen vor Schäden wie dem eingetretenen zu schützen.<sup>10</sup> Eine solche spezielle Verhaltensnorm heisst Schutznorm.

Doch was heisst das, die Norm bezweckt den Schutz des Vermögens vor Schäden wie dem eingetretenen? Der Sinn dieser Formel ist in der heutigen schweizerischen Lehre und Rechtsprechung etwas in Vergessenheit geraten. Wenn man in der älteren schweizerischen Literatur nachschaut, welche die objektive Widerrechtlichkeitstheorie aus dem deutschen Recht rezipiert hat, und wenn man die deutsche Lehre und Praxis zur objektiven Widerrechtlichkeitstheorie studiert, wird klar: Eine Schutznorm ist eine Norm, welche den Schutz des Vermögens nicht auf irgendeine Weise, sondern spezi-

---

<sup>8</sup> Weiterführend hierzu DEDEYAN (Fn. 5), 910 ff. und 955 ff.

<sup>9</sup> Siehe VON DER CRONE/BLOCH (Fn. 2), 90 (m.w.H.).

<sup>10</sup> Statt aller WALTER FELLMANN/ANDREA KOTTMANN, Schweizerisches Haftpflichtrecht Bd. I, Bern 2012, § 2 N 278 f., 290 ff.; die Rechtsprechung spricht bezüglich ( $\alpha$ ) von einer «gesetzlichen Pflicht», wobei nicht ein Gesetz im formellen Sinn, sondern die gesamte Rechtsordnung gemeint ist, vgl. z.B. ROLAND BREHM, Berner Kommentar, Art. 41-61 OR, Bd. VI/1/3/1, 3. Aufl., Bern 2006, N 33 zu Art. 41 OR; für *Deutschland* siehe CLAUS-WILHELM CANARIS, Schutzgesetze – Verkehrspflichten – Schutzpflichten, in: FS Larenz, München 1983, 45; im Detail m.w.H. auf Rechtsprechung und Lehre DEDEYAN (Fn. 5), 919 ff.



fisch *mittels Schadenersatz* bezweckt.<sup>11</sup> Die Frage, ob eine Norm eine solche Schutznorm ist, die eine Haftung begründet, ist also eine Wertung darüber, ob die Haftung sich für die Zwecke der Norm eignet und damit im Sinne der Norm ist.

Unter dem Strich bedeutet die objektive Widerrechtlichkeitstheorie, dass für blosser Vermögensverminderungen, sogenannte reine Vermögensschäden, grundsätzlich niemand haftet. Es muss eine besondere Norm verletzt sein.

Warum so restriktiv? Wieso soll nicht jeder, der einem anderen einen Schaden zufügt, grundsätzlich dafür haften, wie in Wellen des Reformeifers immer wieder angestrebt wird?<sup>12</sup> Dahinter steht der Gedanke, dass es eine Haftungsausuferung zu vermeiden gilt. Man soll nicht mit jedem Schritt, den man tut, eine Haftung befürchten müssen. Man stelle sich vor, jemand habe eine genial Geschäftsidee, die seinen Konkurrenten das Geschäft ruiniert. Sollte er nun jeden einzelnen Konkurrenten dafür entschädigen? Wenn das so wäre, dann würde dies das wirtschaftliche Leben weitgehend lahmlegen.<sup>13</sup> Schon RUDOLPH VON JHERING, einer der grössten juristischen Denker des 19. Jahrhunderts, meinte zu einer ausgedehnten Informationshaftung: «[A]lle Unbefangenheit der Konversation wäre dahin, das harmloseste Wort würde zum Strick».<sup>14</sup> Es geht also bei der objektiven Widerrechtlichkeitstheorie um die Reduktion der Haftung auf ein vernünftiges Mass.

---

<sup>11</sup> Für die *Schweiz* siehe den Gründungstext von HANS MERZ, Widerrechtlichkeit gemäss Art. 41 OR als Rechtsquellenproblem, ZBJV 91<sup>bis</sup> (1955), 321; für *Deutschland* siehe KARL LARENZ/CLAUS-WILHELM CANARIS, Lehrbuch des Schuldrechts, Bd. II/2, 13. Aufl., München 1994, 435 (m.w.H.) sowie BGHZ 125, 366, 374; BGHZ 116, 7, 13 f.; BGHZ 66, 388, 390; Beschluss des BGH v. 13. Dezember 2011 – XI ZR 51/10, N 21.

<sup>12</sup> Man denke an die gescheiterte jahrzehntealte schweizerische Haftpflichtrevision mit ihrer Haftung für Treu und Glauben als Schutznorm und an den neuen Anlauf im Rahmen des als parlamentarischer Vorstoss eingebrachten Vorschlags «OR 2020» mit einer ausservertraglichen Haftung für jede nicht rechtfertigbare Verletzung einer Verhaltenspflicht unter Einschluss der Verletzung von Treu und Glauben (siehe HUGUENIN/HILTY [Hrsg.], Schweizer Obligationenrecht 2020, Zürich/Basel/Genf 2013 betreffend Art. 46 ff.); vgl. demgegenüber den vorsichtigeren Entwurf für ein europäisches Privatrecht in Draft Common Frame of Reference (2009) in Art. VI–1:101 ff. (mit einer Informationshaftung in Art. VI–2:207(b)) und hierzu Principle 13 mit dem Bekenntnis, um der Freiheit willen sei «reparation [...] carefully limited to cases where it is justified. It is this concern which explains why this Book does not simply adopt some sweeping statement to the effect that people are liable for damage they cause».

<sup>13</sup> MERZ (Fn. 11), 306, 308 f., 323; KARL OFTINGER/EMIL W. STARK, Schweizerisches Haftpflichtrecht, Band I, 5. Aufl., Zürich 1995, § 4 N 5; KARL OFTINGER/EMIL W. STARK, Schweizerisches Haftpflichtrecht, Band II/1, 4. Aufl., Zürich 1987, § 16 N 66; für *Deutschland* siehe LARENZ/CANARIS (Fn. 11), 356 f.

<sup>14</sup> RUDOLPH VON JHERING, Jahrbücher der Dogmatik des Bürgerlichen Rechts, 1861, 12 f., zitiert nach HEINRICH HONSELL, Die Haftung für Auskunft und Gutachten, insbesondere gegenüber Dritten, in: FS Nobel, Bern 2005, 940.



Kommen wir zurück zu unserem Anschauungsbeispiel. VW hat allenfalls die Börse zu spät informiert. Wiederum auf die Schweiz übertragen, ist zu fragen: Gegen was für eine Norm könnte VW verstossen haben? Ein absolut geschütztes Rechtsgut wie Eigentum oder Persönlichkeit, das verletzt worden wäre, ist nicht in Sicht. Wir haben es nur mit dem reinen Vermögensschaden des Kursverlusts zu tun. Gesucht ist deshalb eine besondere Verhaltensnorm, die verletzt sein könnte.

## VI. Ad-hoc-Publizitätspflicht

Eine solche Verhaltensnorm findet sich zunächst in der Börsenregulierung, genauer in der Selbstregulierung der schweizerischen Börse SIX Swiss Exchange, nämlich die Ad-hoc-Publizitätspflicht. Diese Norm verlangt, dass Emittenten, also die Unternehmen, welche Aktien an der Börse ausgegeben haben, den Markt über erheblich kursrelevante Tatsachen informieren müssen, sobald sie davon in den wesentlichen Punkten Kenntnis haben. Weil die Publizität negativ auf das Publizierte und die Publizierenden zurückwirken kann, besteht unter bestimmten Bedingungen die Möglichkeit eines Bekanntgabeaufschubs.<sup>15</sup>

Was ist der Zweck dieser Regelung? Es geht um gleich lange Spiesse. Alle Marktteilnehmer sollten etwa über die gleichen Informationen verfügen. Man stelle sich vor, einige Investoren wissen stets mehr als die übrigen Anleger und erzielen auf deren Kosten einen sicheren Gewinn, während diese regelmässig zu teuer kaufen und zu billig verkaufen. Unter solchen Umständen würden viele Anleger das Vertrauen in den Markt verlieren und sich vom Markt zurückziehen. Es geht bei der Ad-hoc-Publizitätspflicht also um das Marktvertrauen und damit letztlich um die Funktionsfähigkeit des Markts, also um den sogenannten Funktionsschutz. Es geht aber auch um den Schutz der einzelnen Anleger, die nicht immer «abgezockt» werden wollen, also um Individualschutz. Diese Doppelfunktion von Funktions- und Individualschutz prägt praktisch alle Normen des Kapitalmarktrechts.

Die Norm der Ad-hoc-Publizität ist regulierte Selbstregulierung.<sup>16</sup> Die Börse hat sie im Rahmen ihrer gesetzlichen Verpflichtung, den Handel zu regulieren und dabei internationale Standards zu berücksichtigen, erlassen.<sup>17</sup> Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität stellt

---

<sup>15</sup> Art. 53 f. des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange (Fassung vom 1. April 2016), konkretisiert in der zugehörigen Richtlinie betreffend Ad-hoc-Publizität; hierzu VON DER CRONE, Aktienrecht (Fn. 1), § 16 N 53 ff.; siehe für eine eingehende Analyse zur Ad-hoc-Publizität auch DEDEYAN (Fn. 5), 704 ff. (m.w.H.).

<sup>16</sup> Zur regulierten Selbstregulierung siehe HANS CASPAR VON DER CRONE, Rahmenverträge, Vertragsrecht – Systemtheorie – Ökonomie, Habil. Zürich 1993, 53 f.; ALBRECHT LANGHART, Rahmengesetz und Selbstregulierung, Diss. Zürich 1993, 107 ff., 112 f.; zur Theorie und Praxis der Selbstregulierung ferner DEDEYAN (Fn. 5), 260 ff.

<sup>17</sup> Art. 35 FinfraG.

einen solchen internationalen Standard dar. Im EU-Recht war sie bisher als gesetzliche Regelung in den Mitgliedstaaten und ist sie seit 3. Juli 2016 in der direkt wirkenden EU-Marktmisbrauchsverordnung vorgesehen. Es gibt die Ad-hoc-Publizitätspflicht auch in den USA, wo sie wie in der Schweiz Teil der Selbstregulierung der Börsen ist.

Ist die Ad-hoc-Publizität nun eine Schutznorm, die eine Haftung begründen kann, wenn man dagegen verstösst, wie das vielleicht im VW-Abgasskandal der Fall war?

## **VII. Ad-hoc-Publizitätspflicht als haftungsbegründende Schutznorm?**

Die Frage, ob die Ad-hoc-Publizität eine haftungsbegründende Schutznorm ist, gehört zu den umstrittensten Rechtsfragen überhaupt.<sup>18</sup> Lassen wir uns nicht davon abschrecken und wenden den zweifachen Schutznorm-Test an:

Im ersten Schritt ist zu fragen: Ist die Ad-hoc-Publizitätspflicht ein Gebot der Rechtsordnung? Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität beruht auf der Selbstregulierung der Börse, nicht auf einem Gesetz. Nach einem Teil der Lehre ist die Ad-hoc-Publizitätspflicht deshalb gar keine Norm der Rechtsordnung, sondern nur eine privatrechtliche Regelung mit ausschliesslicher Wirkung zwischen den Emittenten und der Börse.<sup>19</sup> Die Ad-hoc-Publizität ist aber mehr als das. Sie ist, wie erwähnt, von der SIX Swiss Exchange in gesetzlich vorgeschriebener Selbstregulierung erlassen worden. Die Börse ist verpflichtet, internationale Standards zu berücksichtigen. Die Ad-hoc-Publizität ist ein solcher internationaler Standard. Hätten die Regularien der Börse keine Ad-hoc-Publizitätspflicht vorgesehen, dann hätte die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) im Rahmen der Genehmigung der Börsenregularien mit Sicherheit eine mangelnde Berücksichtigung eines für den Schutz der Anleger und des Markts unabdingbaren internationalen Standards gerügt. Man kann also mit guten Gründen davon ausgehen, dass die Ad-hoc-Publizitätspflicht ein Gebot der Rechtsordnung sei.

Damit kommen wir zur zweiten Hälfte des Schutznorm-Tests: Bezweckt die Ad-hoc-Publizität den Schutz des Vermögens vor Schäden wie dem eingetretenen mittels Schadenersatz? Ein grosser Teil der Lehre bejaht diese Frage unter Hinweis darauf,

---

<sup>18</sup> Hierzu DEDEYAN (Fn. 5), 924 ff. und 936 ff. (m.w.H.).

<sup>19</sup> Statt viele DANIEL DAENIKER/STEFAN WALLER, Kapitalmarktbezogene Informationspflichten und Haftung, in: Weber (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht, Zürich/Basel/Genf 2003, 102; ANDREAS FURRER/ALEXANDRA KÖRNER, Schadenersatz im Kapitalmarktrecht, in: Remien (Hrsg.), Schadenersatz im europäischen Privat- und Wirtschaftsrecht, Tübingen 2012, 248; für weitere Nachweise und eine eingehende Auseinandersetzung mit den Lehrmeinungen s. DEDEYAN (Fn. 5), 924 f.

dass die Ad-hoc-Publizität den Schutz der individuellen Anleger bezweckt.<sup>20</sup> Ein anderer Teil der Lehre verneint die Frage mit dem Argument, die Ad-hoc-Publizität schütze in erster Linie die Funktionsfähigkeit des Markts und damit nur indirekt die Individuen.<sup>21</sup> Wie erwähnt, bezweckt die Ad-hoc-Publizität sowohl den Schutz des Vertrauens in den Markt als auch den Schutz der Individuen. Soll der Schutz aber mittels Haftung erfolgen?

Wie dargelegt, ist die Frage, ob eine Schutznorm vorliegt, eine Wertung darüber, ob die Haftungsfolge sich für die Zwecke der Ad-hoc-Publizität eignet und damit im Sinne der Norm ist. Auf diese Weise stellt sich im Rahmen der Prüfung der Haftungsvoraussetzungen die grundsätzliche Frage, inwiefern sich Haftung als Regulierungsinstrument eignet.

## VIII. Haftung als Regulierungsinstrument

Traditionell soll Haftung Schäden ausgleichen (Ausgleichsfunktion) und vor schädigendem Verhalten abschrecken (Präventionsfunktion).<sup>22</sup> Im Finanzmarktrecht ist ausserdem die Rede davon, dass das Recht noch stärker durchgesetzt würde, wenn private Parteien klagen. In den USA hat sich hierfür der Begriff des «*private attorney general*» etabliert.<sup>23</sup> Auf diese Weise stellt die Haftung eine Ergänzung zu anderen Durchset-

---

<sup>20</sup> PETER HSU, Ad-hoc-Publizität, Diss. Zürich 2000, 275 f.; VITO ROBERTO, SWX-Sanktionen und die Folgen für Unternehmen und Manager, in: FS Nobel, Bern 2005, 606; VITO ROBERTO, Antithesen zur Haftung für Ad-hoc-Publizität, GesKR 2-3|2006, 150; VITO ROBERTO/JENNIFER RICKENBACH, Was ist eine Schutznorm?, ZSR NF 131 (2012) I, 192; ROLF WATTER, Rechtliche Konsequenzen bei Verletzung der börsenrechtlichen Meldepflichten gemäss Art. 20 und 31 BEHG, in: Ackermann/Wohlers (Hrsg.), Finanzmarkt ausser Kontrolle?, Zürich/Basel/Genf 2009, 194 (im Kontext mit der Haftung für Verletzungen der Beteiligungspublizität); hierzu und für weitere Nachweise DEDEYAN (Fn. 5), 936 ff.

<sup>21</sup> DANIEL DAENIKER, Thesen zur Haftung für Ad-hoc-Publizität, GesKR 2-3|2006, 146; DAENIKER/WALLER (Fn. 19), 102 f.; FURRER/KÖRNER (Fn. 19), 252; MARIE VON FISCHER, Die Ad hoc-Publizität nach Art. 72 Kotierungsreglement, Unter besonderer Berücksichtigung der Haftungsfrage, Diss. Bern 1999, 34; ebenso für das *deutsche* Recht ROLF SETHE, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, Kommentar, 6. Aufl., Köln 2012, N 129 zu §§ 37b/37c.

<sup>22</sup> Zur Funktion der Haftung siehe eingehend DEDEYAN (Fn. 5), 22 ff. (allgemein), 591 ff. (betreffend aktienrechtliche Verantwortlichkeit), 886 ff. (betreffend Kapitalmarktinformationshaftung).

<sup>23</sup> JOHANNES KÖNDGEN, Die Ad hoc-Publizität als Prüfstein informationsrechtlicher Prinzipien, in: FS Druey, Zürich 2002, 799 f.; Kommentar WpHG-SETHE (Fn. 21), N 6 und N 15 zu §§ 37b/37c; kritisch ROLF SETHE, Die Verschärfung des insiderrechtlichen Weitergabeverbots, ZBB 18 (2006), 245 (in Bezug auf Insiderhandel); zum Konzept des *private attorney general* und seinem Niedergang in den USA siehe DEDEYAN (Fn. 5), 260, 603, 606, 888 und insb. 892–895.

zungsinstrumenten dar. Hinzu kommt eine Vertrauensschutzfunktion, indem die Existenz einer Haftung die Vertrauenswürdigkeit von Kommunikationen verstärkt.<sup>24</sup>

Hinter der traditionellen Funktionszuschreibung steht eine bestimmte Vorstellung – und zwar im Kern schon vor 200 Jahren beim grossen Privatrechtsgelehrten FRIEDRICH CARL VON SAVIGNY<sup>25</sup>, später im Ordoliberalismus und heute in der Schule der ökonomischen Analyse des Rechts –, dass Haftung Ungleichgewichte zwischen Parteien und im Markt ausgleicht. Haftung soll die Kosten für Fehlverhalten beim Schädiger internalisieren. Sie schreckt dadurch mögliche Schädiger von schädigenden Handlungen ab und verdrängt aktuelle Schädiger durch die Schadenersatzpflicht vom Markt.<sup>26</sup> So ersetzt sie gewissermassen die Marktfunktion und bringt den Markt nach einer Störung wieder ins Gleichgewicht.

Eine Haftung hat aber gerade im Börsenbereich als Regulierungsinstrument auch gewichtige Nachteile. Exemplarisch seien einige wenige herausgegriffen.<sup>27</sup> Zunächst werden Haftungsklagen wegen der notorisch hohen Prozesshürden, Beweisschwierigkeiten, Kosten- und anderer Prozessrisiken nur selten erhoben und sind, wenn sie erhoben werden, nur selten erfolgreich. Dies steht der Ausgleichs- und der Präventionsfunktion entgegen. Der aktuell vom schweizerischen Gesetzgeber geplante Ausbau des kollektiven Rechtsschutzes und des Abbaus von Haftungshürden dürfte diesbezüglich falsche Hoffnungen wecken, auch wegen der folgenden Aspekte. Wenn Haftungsklagen tatsächlich erhoben werden, sind die potentiellen Schadenssummen gerade im Börsenbereich, wo täglich Milliardenbeträge die Hand wechseln, schnell einmal astronomisch, sodass kaum ein Individuum und nur wenige Unternehmen alle möglichen Schäden auszugleichen vermöchten. Die Ausgleichsfunktion der Haftung kommt damit an ihre Grenzen. Wenn Emittenten haften, weil beispielsweise ein Aktionär wegen verspäteter Börseninformationen klagt, stammt der Schadenersatz aus der Unternehmenskasse und wird damit indirekt von allen nicht klagenden Aktionären getragen – oft potenziert durch einen mehrfach höheren Kursverlust infolge der Haftungsklage. Der Schaden wird somit nicht ausgeglichen, sondern bloss auf unbeteiligte Dritte ver-

---

<sup>24</sup> DANIEL DEDEYAN, Die rechtliche Konstruktion der Reputation, Auf dem Weg zu einem Recht der Unternehmenskommunikation, in: FS von der Crone, Zürich 2007, 13 ff.; DEDEYAN (Fn. 5), 30 f., 282 ff.

<sup>25</sup> Allgemein zur Funktion des Zivilrechts FRIEDRICH CARL VON SAVIGNY, System des heutigen römischen Rechts, Berlin: Veit, 1840, Bd. 1 § 56, 368 (Sicherung des Eigentums als «Bedürfnis der Ausgleichung»), Bd. 2 § 94, 312 (zivilrechtliche Klagen schützen private Grenzen, gleichen Verletzungen aus) und Bd. 5 (1841) § 201, 38 ff. (Haftung als zugleich ausgleichend und pönal wirkender Vermögensausgleich).

<sup>26</sup> Siehe die Nachweise in DEDEYAN (Fn. 5), 24 f.

<sup>27</sup> Dazu bereits eingehend VON DER CRONE, siehe die Nachweise vorne in Fn. 2 f. Ausführlich hierzu und m.w.H. sodann DEDEYAN (Fn. 5), 22 ff. (allgemein), 592 ff. (aktienrechtliche Verantwortlichkeit), 888 ff. (Kapitalmarktinformationshaftung).

schoben. Es widerspricht nicht nur der Ausgleichs-, sondern auch der Präventionsfunktion, wenn nicht die Schädiger, sondern Dritte für den Schaden aufkommen. Gerade im Börsenbereich ist ferner die Anzahl potentiell Geschädigter wie auch die möglichen Haftungssumme unbestimmt hoch. Dies widerspricht dem dargelegten Grundgedanken der objektiven Widerrechtlichkeitstheorie, eine ausufernde Haftung gegenüber unbestimmt Vielen in unbestimmter Höhe zu vermeiden. Und schliesslich ist ein Aspekt aus der Verhaltensforschung zu erwähnen. Wenn für ein Fehlverhalten exorbitante Sanktionen drohen, können diese eine Überabschreckung zur Folge haben und kontraproduktiv wirken.<sup>28</sup> So könnten Emittenten angesichts drakonischer Sanktionsandrohungen für Fehlinformationen den Markt viel zu früh und viel zu undifferenziert mit Informationen versorgen und, wie in den USA offenbar zu beobachten war,<sup>29</sup> Sachverhalte tendenziell pessimistisch darstellen, um eine Haftung zu vermeiden. Dies erschwert die Unterscheidung zwischen positiven und negativen Nachrichten und ist der Informationsqualität im Markt nicht förderlich.

Schon diese kleine Auswahl wohlbekannter Nachteile einer Haftung als Regulierungsinstrument – VON DER CRONE spricht geradezu von einer Erwartungslücke<sup>30</sup> – legt nahe: Haftung gleicht keine Ungleichgewichte zwischen Parteien und im Markt aus, eher im Gegenteil. Der Grund dafür liegt nicht zuletzt darin, dass der Kapitalmarkt nicht eine blossе Ansammlung von isolierten Zweierbeziehungen ist, in denen lediglich ein paar Ungleichgewichte auszugleichen wären, sondern vielmehr ein Netzwerk aus Millionen von interagierenden Akteuren, wie es heute besonders von der Ökonophysik erforscht wird.<sup>31</sup> Solche Kommunikationssysteme entwickeln typischerweise eine Eigendynamik, die nicht allein auf die einzelnen bilateralen Kontakte zurückführbar ist. Wie der Basler Finanzmarktprofessor HEINZ ZIMMERMANN zur ständigen Forderung von mehr Haftung im Kapitalmarkt festhielt: «Was beim Biss eines Hundes einfach

<sup>28</sup> Vgl. z.B. DAN ARIELY, *The Upside of Irrationality*, New York 2010, 17 ff. zur Verminderung der kognitiven Leistung durch starke negative oder positive Anreize.

<sup>29</sup> ROLF WATTER, *Prospekt(haft)pflicht heute und morgen*, AJP 1 (1992), 55.

<sup>30</sup> In Bezug auf die aktienrechtliche Verantwortlichkeit siehe VON DER CRONE, *Freiheit und Verantwortung* (Fn. 2), 74; VON DER CRONE/BLOCH (Fn. 2), 88 ff.; VON DER CRONE/CARBONARA/HUNZIKER (Fn. 2), 75; vgl. auch URS BERTSCHINGER, *Arbeitsteilung im aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsrecht*, AJP 7 (1998), 1293.

<sup>31</sup> Für eine rechtswissenschaftliche Rezeption dieser Forschung siehe DEDEYAN (Fn. 5), 173 ff.; aus der ökonophysikalischen Forschung zur Erklärung von Marktbewegungen mit der Vernetzung der Marktteilnehmer siehe z.B. STEFANO BATTISTON et al., *Liaisons dangereuses: Increasing connectivity, risks sharing, and systemic risk*, *Journal of Economic Dynamics & Control* 36/8 (2012), 1121 ff.; DIRK HELBING/ALAN KIRMAN, *Rethinking Economics Using Complexity Theory*, *Real-World Economics Review* 64 (2013), 23 ff.; TOBIAS PREIS/JOHANNES J. SCHNEIDER/H. EUGENE STANLEY, *Switching processes in financial markets*, *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America (PNAS)* 108 (2011), 7677; DIDIER SORNETTE, *Dragon-kings, black swans and the prediction of Crises*, *Swiss Finance Institute Research Paper No. 09-36*, 2009.



funktioniert», ist nicht unbedingt auf den Kapitalmarkt mit seinen unbestimmten Kausalverläufen und Tailrisks im Grossen wie im Kleinen übertragbar.<sup>32</sup>

Angesichts dieser Umstände kann es bei der Regulierung, die Haftung eingeschlossen, nicht um den Ausgleich jeglicher bilateralen Ungleichgewichte gehen. Vielmehr muss es das Ziel sein, Vertrauenskrisen sowie Kaskadeneffekten vorzubeugen und insgesamt stabilisierend auf das System einzuwirken.

Kommen wir zurück zur Frage der Haftung für Ad-hoc-Publizität. Vor diesem Hintergrund erscheint Haftung nicht unumschränkt als das geeignete Instrument, um die Zwecke finanzmarktrechtlicher Regulierung wie der Ad-hoc-Publizität zu erreichen.

## IX. Alternative Regulierungsinstrumente

Ob eine Norm das Vermögen *mittels Schadenersatz* schützen soll, hängt auch vom regulatorischen Kontext und anderen Durchsetzungsmechanismen ab.<sup>33</sup> Damit stellt sich innerhalb der Prüfung der Haftungsvoraussetzungen die Frage nach alternativen Regulierungsinstrumenten.

Zunächst werden Börsenregeln durch die Börsenbetreiber selbst mittels *Börsensanktionen* durchgesetzt. So kann die SIX Swiss Exchange bei der Verletzung von Börsenregeln wie der Ad-hoc-Publizitätspflicht Bussen von bis zu CHF 10 Millionen, bei Fahrlässigkeit von CHF 1 Million verhängen.<sup>34</sup> Die Börse kann ausserdem *naming & shaming* betreiben, also fehlbare Emittenten öffentlich an den Pranger stellen.<sup>35</sup> Auch wenn die Emittenten die Bussen oft aus der vielzitierten Portokasse bezahlen können, wirken diese durchaus abschreckend, weil die Emittenten den damit verbundenen Reputationsverlust fürchten. Immer wieder wird geschimpft, wie ineffizient das Sanktionssystem der Börse sei, weil die Börse kein Interesse daran habe, die Emittenten, die auch ihre Kunden seien, hart anzufassen. Bei genauerem Hinsehen entdeckt man jedoch eine reich entwickelte, intelligente Sanktionspraxis der Börsenorgane. Diese hat mit der Zeit grosse regulatorische Erfahrung akkumuliert und ist mit der europäischen Rechtsentwicklung mitgegangen.<sup>36</sup>

Ein weiteres Regulierungsinstrument ist das *Strafrecht*. Verurteilungen sind zwar bei Wirtschaftsdelikten selten. Die Strafdrohung wirkt jedoch symbolisch und löst im Ide-

---

<sup>32</sup> HEINZ ZIMMERMANN, Gesellschaft mit beschränkter Haftung, *SonntagsZeitung* 27. März 2011, 55.

<sup>33</sup> Siehe bereits MERZ (Fn. 11), 325 f., 327; ferner ROBERTO/RICKENBACH (Fn. 20), 190; für *Deutschland* siehe LARENZ/CANARIS (Fn. 11), 435.

<sup>34</sup> Art. 61 des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange (Fassung vom 1. April 2016).

<sup>35</sup> Ziff. 6.2 der Verfahrensordnung der SIX Swiss Exchange (Fassung vom 1. April 2016).

<sup>36</sup> Für eine eingehende Analyse der Sanktionspraxis der schweizerischen Börse SIX Swiss Exchange siehe DEDEYAN (Fn. 5), 704 ff., 770 ff., 787 ff., 792 ff., 968 ff.

allfall präventive Massnahmen in der Unternehmensorganisation aus.<sup>37</sup> In Bezug auf Kapitalmarktinformationen kommt vor allem der Straftatbestand der unwahren oder unvollständigen Angaben über kaufmännische Gewerbe in den Blick. Unter dieses Sonderdelikt fallen bestimmte Personengruppen, etwa die Mitglieder der Unternehmensleitung. Es drohen Freiheits- und Geldstrafen. Vom Tatbestand erfasst sind Angaben von erheblicher Bedeutung insbesondere in öffentlichen Bekanntmachungen, welche einen anderen zu schädigenden Vermögensverfügungen veranlassen können.<sup>38</sup> Ad-hoc-Publizitätsmeldungen bezüglich erheblich kursrelevanter Tatsachen fallen zweifellos darunter. Ob *verspätete* Ad-hoc-Meldungen vom Straftatbestand erfasst sind, ist umstritten. Zwar kann das Delikt als blosses Tätigkeitsdelikt streng dogmatisch nicht durch Unterlassung im Sinne eines unechten Unterlassungsdelikts begangen werden.<sup>39</sup> Doch *erstens* schliesst die Strafnorm unvollständige Informationen ausdrücklich mit ein. *Zweitens* fällt nach der Botschaft des Bundesrats auch das Verschweigen von Pflichtinformationen unter den Tatbestand.<sup>40</sup> Und *drittens* erschöpft sich die Ad-hoc-Publizitätspflicht nicht in der einzelnen Meldung. Sie ist typischerweise eine während der gesamten Dauer der Börsenkotierung zu erfüllende Pflicht. Die bruchstückhaften Einzelmeldungen stellen im Unterschied zur Rechnungslegungspublizität erst im Zusammenhang mit vorangehenden und nachfolgenden Informationen die angestrebte Publizität her und beziehen ihren Informationsgehalt aus diesem Kontext. Deshalb erscheint es sachgemäss, bei einer einzelnen unterlassenen Ad-hoc-Meldung nicht eine vollständige Unterlassung, sondern lediglich eine unvollständige Erfüllung der Ad-hoc-Publizitätspflicht anzunehmen. Es ist folglich davon auszugehen, dass eine verspätete Ad-hoc-Meldung den Tatbestand der unvollständigen Unternehmensangaben erfüllt, soweit die übrigen Tatbestandsvoraussetzungen gegeben sind. Wer aufgrund nicht veröffentlichter kursrelevanter Informationen zudem Handel treibt oder mit kursrelevanten Informationen den Markt manipuliert (oder solche Handlungen als Geschäftsherr gewähren lässt<sup>41</sup>), macht sich überdies unter Umständen des Insiderhandels beziehungsweise der Kursmanipulation schuldig, die ebenfalls der strafrechtlichen Verfolgung unterliegen.<sup>42</sup>

Insiderhandel und die Manipulation von Kursen werden sodann *aufsichtsrechtlich* von der FINMA verfolgt. Die FINMA kann Feststellungsverfügungen erlassen, Gewinne

---

<sup>37</sup> Zum Strafrecht als Regulierungsinstrument DEDEYAN (Fn. 5), 29 ff., 288 f., 643 f., 692 ff., 1049 ff., 1183 ff.

<sup>38</sup> Art. 152 StGB.

<sup>39</sup> Hierzu und zur nachfolgenden Argumentation DEDEYAN (Fn. 5), 645 ff. (m.w.H.).

<sup>40</sup> Botschaft des Bundesrates über die Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches [...] vom 24. April 1991, BBl 1991 II 969, 1034.

<sup>41</sup> Für eine Geschäftsherrenhaftung vgl. DEDEYAN (Fn. 5), 819 f. (betreffend Insiderhandel).

<sup>42</sup> Art. 154 und 155 FinfraG.



einziehen und ebenfalls *naming & shaming* betreiben. Gegenüber beaufsichtigten Personen, etwa Bankern, kann die FINMA ausserdem Berufsverbote aussprechen.<sup>43</sup>

## X. Zwischenfazit

Es ist festzuhalten, dass die Ad-hoc-Publizitätspflicht das Marktvertrauen und die Individuen schützt. Haftung erscheint jedoch nicht unumschränkt als das ideale Instrument zur Erreichung dieses Ziels. Es gibt zudem bereits andere Instrumente zur Durchsetzung der Norm und zur Verhaltenssteuerung, nämlich ein Netzwerk staatlicher und privater Aufsicht und Sanktionen. Man kann deshalb argumentieren, dass die Ad-hoc-Publizität keine Schutznorm ist, also nicht den Schutz des Vermögens mittels Schadenersatz bereits – wie von der Haftung für unerlaubte Handlungen vorgesehen – bei leichter Fahrlässigkeit bezweckt.

Weil eine andere Grundlage für eine Haftung bereits bei fahrlässigen Ad-hoc-Publizitätspflichtverletzungen nicht in Sicht ist (zu Art. 152 StGB siehe sogleich Ziff. XI) und weil dieselben Gründe gleichermaßen gegen den Schutznormcharakter anderer kapitalmarktrechtlicher Normen (etwa betreffend Insiderhandel, Kurs- und Marktmanipulation oder Meldepflichten) sprechen dürften, bedeutet dies: Grundsätzlich gibt es ausserhalb von Verträgen und anderen Sonderverbindungen (man denke an Vertrauenshaftung oder Organverantwortlichkeit) keine Haftung für bloss fahrlässige Verletzungen von Kapitalmarktinformationspflichten.

Es gibt in der Schweiz eine prominente Ausnahme: die Prospekthaftung, also die Haftung für den Inhalt von Prospekten für ausgegebene Aktien und Anleihen. Diese Haftungsform setzt lediglich leichte Fahrlässigkeit voraus. Dies lässt sich dadurch rechtfertigen, dass Prospekte typischerweise Kommunikationen sind, die man professionell und sorgfältig vorbereiten kann. Das Haftungsrisiko ist damit berechenbarer und lässt sich durch geeignete Organisation sowie korrektes Verhalten gezielt reduzieren, vermag also insofern präventiv zu wirken.<sup>44</sup>

Im Rechtsvergleich zeigt sich, dass diese Wertung – der grundsätzliche Ausschluss einer Haftung für leichtfahrlässige Börseninformationspflichtverletzungen – ebenso das Resultat der Rechtsentwicklung in anderen Rechtsordnungen ist. So setzt das deutsche Recht für eine Haftung der Emittenten für Ad-hoc-Publizität (wie übrigens auch für die gesetzliche Prospekthaftung) im Wesentlichen Grobfahrlässigkeit voraus (die in einer Beweislastumkehr vermutet wird).<sup>45</sup> Das amerikanische Gesetzes- und Richterrecht

---

<sup>43</sup> Art. 143 und 143 FinfraG; zu den Aufsichtsinstrumenten siehe Art. 145 i.V.m. Art. 32, Art. 34 und Art. 35 und für Berufsverbote Art. 33 FINMAG.

<sup>44</sup> Zur Prospekthaftung eingehend DEDEYAN (Fn. 5), 898 ff.

<sup>45</sup> Zur gesetzlichen Emittentenhaftung für Ad-hoc-Publizitätspflichtverletzungen siehe §§ 37b und 37c WpHG; die generelle Haftung für Ad-hoc-Publizität, welche die deutsche Rechtsprechung

verlangt für die allgemeine Haftung für Wertpapierbetrug «scienter» – etwas zwischen Absicht und Grobfahrlässigkeit – und kennt im Übrigen keine Haftung für die blosser Verletzung von Börsenregeln, die auch leichte Fahrlässigkeit miteinschliessen würde.<sup>46</sup>

Weil die Ad-hoc-Publizität folglich keine haftungsbegründende Schutznorm ist, ist nach einer anderen Verhaltensnorm Ausschau zu halten, die eine Haftung für Kapitalmarktinformationen zu begründen vermöchte. Eine solche findet sich im Strafrecht.

## **XI. Andere Schutznorm: Verbot unwahrer oder unvollständiger Unternehmensinformation**

Das Strafrecht verbietet wie gesagt (s. vorne Ziff. IX) unwahre und unvollständige Unternehmensinformationen.<sup>47</sup> Wie ebenfalls erwähnt können verspätete Ad-hoc-Meldungen darunter fallen. Es ist in der Lehre unbestritten, dass diese Strafnorm eine Schutznorm ist, also nicht nur Strafbarkeit begründet, sondern auch das Vermögen mittels Schadenersatz schützen soll.<sup>48</sup> Umstritten ist aber Folgendes: Die Strafbarkeit im Strafrecht setzt im Allgemeinen zumindest Eventualvorsatz, das heisst ein Inkaufnehmen der Normverletzung mit Wissen und Willen, voraus. Gilt das auch für die Haftung? Haftet man also für eine Verletzung der Strafnorm zivilrechtlich nur, wenn der strafrechtliche Vorsatz erfüllt ist, oder, wie allgemein in der Haftung für unerlaubte Handlungen, bereits bei Fahrlässigkeit?<sup>49</sup>

Ein Teil der Lehre beruft sich auf eine strikte Trennung zwischen Privatrecht und Strafrecht und stellt sich auf den Standpunkt, das strafrechtliche Vorsatzerfordernis sei für die Haftung irrelevant. Ein anderer Teil der Lehre, will die Frage der Relevanz des strafrechtlichen Vorsatzerfordernisses für die Haftungsfolge differenzierter angehen und davon abhängig machen, ob der Vorsatz Teil des Unrechtsgehalts der Norm ist.<sup>50</sup>

---

aus der Haftung für sittenwidrige Vermögensschädigung nach § 826 des deutschen BGB ableitet, setzt mindestens Eventualvorsatz voraus, vgl. HOLGER FLEISCHER, Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktkommunikation, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl., München 2015, § 6 N 19 ff.; zur deutschen gesetzlichen Prospekthaftung siehe exemplarisch § 21 ff. WpPG.

<sup>46</sup> Zur einschlägigen Rechtsprechung siehe THOMAS LEE HAZEN, Securities Regulation, Cases and Materials, 8. Aufl., St. Paul 2009, 925 f., 1180.

<sup>47</sup> Art. 152 StGB.

<sup>48</sup> BÖCKLI (Fn. 3), 105 f.; BK-BREHM (Fn. 10), N 39 zu Art. 41 OR; DAENIKER/WALLER (Fn. 19), 103; HSU (Fn. 20), 279; ROBERTO (Fn. 20), 150.

<sup>49</sup> Für das Erfordernis des Eventualvorsatzes: DAENIKER/WALLER (Fn. 19), 106 f.; ROBERTO, Antithesen (Fn. 20), 150; ROBERTO/RICKENBACH (Fn. 20), 193; gegen ein Vorsatzerfordernis statt vieler BÖCKLI (Fn. 3), 107 und WILLI FISCHER, in: Fischer/Luterbacher, Haftpflichtkommentar, Zürich/St. Gallen 2016, N 70 zu Art. 41 (m.w.H.); zum Ganzen DEDEYAN (Fn. 5), 944.

<sup>50</sup> OFTINGER/STARK, Bd. 1 (Fn. 13), § 4 N 42 Fn. 54.

Aus Sicht des allgemeinen Strafrechts umfasst der Unrechtsgehalt einer Norm alle das Mass der Abweichung von der Norm bestimmenden Attribute des Tatbestands.<sup>51</sup> Der Vorsatz gehört gerade bei Vermögensdelikten typischerweise zum Unrechtsgehalt.<sup>52</sup> Es soll demnach nicht jedes Versehen im Geschäftsverkehr kriminalisiert werden.<sup>53</sup> Dies ist nun aber dieselbe Wertung, die auch dem Haftpflichtrecht mit der objektiven Widerrechtlichkeitstheorie zugrunde liegt. Damit erscheint die Übernahme des strafrechtlichen Vorsatzerfordernisses für die Schadenersatzpflicht durchaus als gerechtfertigt.<sup>54</sup>

Dies spricht dafür, die Haftung für Börseninformationen mindestens vom Vorliegen eines Eventualvorsatzes abhängig zu machen. Eine solche Haftung entspricht der Funktion eines Signals der Vertrauenswürdigkeit der Kommunikation, ohne unberechenbare Haftungsrisiken zu schaffen und negativ auf die Kommunikationsprozesse zurückzuwirken (s. hierzu vorne Ziff. VIII). Auf VW übertragen würden VW und das Management in der Schweiz für verspätete Börseninformationen gegenüber Anlegern (die Haftung gegenüber den Autokäufern steht auf einem anderen Blatt) nur haften, wenn die Pflichtverletzung wissentlich und willentlich mindestens in Kauf genommen wurde, nicht aber, wenn es sich um ein blosses Versehen handelt. Selbst wenn – so ein naheliegender Einwand – die rechtsanwendenden Behörde den Eventualvorsatz besonders bei unterlassenen Informationen regelmässig annehmen dürften, stellen Abstufungen des Verschuldens doch eine in den Rechtsordnungen besonders vorgesehene (s. vorne Ziff. X a.E.) und von den Gerichten zu würdigende Differenzierung dar.<sup>55</sup> Bloss leichtfahrlässige Ad-hoc-Publizitätspflichtverletzungen führen allerdings, wie erwähnt, zu Börsensanktionen.<sup>56</sup>

---

<sup>51</sup> GÜNTER STRATENWERTH, Schweizerisches Strafrecht, Allgemeiner Teil I, 4. Aufl., Bern 2011, § 8 N 21, § 9 N 51.

<sup>52</sup> Vgl. Art. 137 ff. StGB; ebenso CANARIS (Fn. 10), 32, 50.

<sup>53</sup> Vgl. demgegenüber den Tatbestand der fahrlässigen Verursachung von Verlusten oder Produktionsausfällen im Strafrecht der ehemaligen DDR, dessen potentielle «Lähmung der Entscheidungsbereitschaft» mit dem Rechtfertigungsgrund eines wirtschaftlichen Nutzens des «Wirtschafts- und Entwicklungsrisikos» aufgefangen werden musste: FRIEDRICH-CHRISTIAN SCHROEDER, Das Strafrecht des realen Sozialismus, Opladen 1983, 107.

<sup>54</sup> Ebenso im Ergebnis BGE 133 III 323, E. 5.2 zum Geldwäschereitattbestand nach eingehender Auseinandersetzung mit der Lehre.

<sup>55</sup> Ähnlich in Bezug auf die in der Rechtsprechung etablierte Abgrenzung zwischen leichter und grober Fahrlässigkeit DEDEYAN (Fn. 5), 624 f., 632. Dafür, wie sich in der deutschen Lehre und Rechtsprechung zugleich die Tendenz zur Erosion und die Notwendigkeit der Differenzierung von Verschuldensgraden offenbart, siehe FLEISCHER (Fn. 45), § 6 N 24 (m.w.H. zur Haftung für Ad-hoc-Publizität aus § 826 BGB).

<sup>56</sup> S. vorne Ziff. IX.

## XII. Regulatorische Schlussfolgerungen

1. Haftung hat ihren Platz neben anderen Instrumenten und ihre blosse Möglichkeit vermag die Vertrauenswürdigkeit von Kommunikationen zu signalisieren. Sie ist jedoch kein Allheilmittel im Finanzmarktrecht, sondern wirkt oft eher wie ein Placebo mit starken Nebenwirkungen.
2. Der Grund dafür liegt im Umstand, dass der Kapitalmarkt keine blosse Ansammlung isolierter Zweierbeziehungen ist, in denen lediglich ein paar Ungleichgewichte auszugleichen wären, sondern ein eigendynamisches Netzwerk von Millionen von Akteuren, wie es heute insbesondere von der Ökonophysik erforscht wird.
3. Das Regulierungsziel kann es deshalb nicht sein, jedes bilaterale Ungleichgewicht auszugleichen. Vielmehr gilt es, Vertrauenskrisen und Kaskadeneffekten vorzubeugen und stabilisierend auf den Markt zu wirken.
4. Das gewachsene Haftungsrecht berücksichtigt diese Sachlage bereits weitgehend mittels zahlreicher «Bremsen», welche negative Auswirkungen einer übermässigen Haftung eindämmen. Zwei solche «Bremsen» sind vorangehend exemplarisch erläutert worden: (1) die Haftungsvoraussetzung der Widerrechtlichkeit, die dafür sorgt, dass nicht unterschiedslos bei jeglicher Normverletzung Haftungsklagen drohen, und (2) der Umstand, dass es ausserhalb von Verträgen und anderen Sonderverbindungen, mit Ausnahme der Prospekthaftung, grundsätzlich keine Haftung für fahrlässige Börseninformationspflichtverletzungen gibt, sondern mindestens Eventualvorsatz vorausgesetzt wird. Dies trägt dazu bei, dass das Haftungsrisiko berechenbar bleibt. Dieses System, wie es sich im Prinzip auch in anderen Rechtsordnungen dies- und jenseits des Atlantiks herausgebildet hat, ist weniger der Wurf eines kognitiv überlegenen, bewusst planenden Gesetzgebers als vielmehr das Ergebnis von hundert Jahren akkumulierter Erfahrung, Praxis und Rechtsevolution.
5. Ebenfalls herausgebildet haben sich im Zuge der Entwicklung Alternativen zur Haftung, nämlich ein fein gesponnenes Netzwerk privater und staatlicher Aufsicht und Sanktionen, man denke an die erwähnte hochstehende Sanktionspraxis der Börse.
6. Doch dieses organisch gewachsene Zusammenspiel der Institutionen ist in Gefahr. Eine internationale, krisengetriebene Regulierungsmaschinerie verlangt für jedes Fehlverhalten nach einem Gesetz und einer Haftung und vergisst dabei die dargestellte Weisheit der Institutionen.
7. An dieser Stelle sei deshalb aufgerufen zu einer interdisziplinären Rechtswissenschaft, die den Graben zwischen der rechtlichen Regulierung und der tatsächlichen Funktionsweise gesellschaftlicher Prozesse überbrückt.