

Nachrangigkeit kapitalmarktrechtlicher Ansprüche in der Insolvenz der emittierenden AG

Martin Trenker

Das Verhältnis der Prospekthaftung zu (kapital-)gesellschaftsrechtlichen Grundpfeilern des Gläubigerschutzes wurde in der Grundsatzentscheidung 7 Ob 77/10i [1] zugunsten eines unbedingten Vorrangs der Prospekthaftung entschieden. Der 6. Senat bestätigte diese Ansicht in der E 6 Ob 28/12d jüngst [2]. Wenngleich „Kompromisslösungen“ des Schrifttums zwischen den Interessen der geschädigten Anleger und der in ihrem Vertrauen frustrierten Gesellschaftsgläubiger bereits vom 7. Senat abgelehnt wurden, lassen die obiter getroffenen Aussagen des OGH auf einen Lichtblick für die Gesellschaftsgläubiger hoffen: Denn die Bejahung der Haftung besage noch nicht, ob die kapitalmarktrechtlichen Ansprüche in der Insolvenz der Emittentin nicht gegenüber „echten“ Drittgläubigerforderungen nachrangig zu befriedigen sind. Dieser Frage will der vorliegende Beitrag nachgehen.

Stichwörter: Nachrangige Insolvenzforderung, Prospekthaftung, Marktmanipulation, Ad-Hoc-Publizitätspflicht, Anlegerschaden, Kapitalerhaltung, fehlerhafter Gesellschaftsbeitritt, Insolvenzanfechtung, Inkongruenzanfechtung. Normen: § 1311 ABGB; §§ 47a, 52, 65, 255 AktG; §§ 48a, d BörseG; § 14 EKEG; § 11 KMG; §§ 28, 30, 57a IO.

JEL-Classification: G 33, K 19, K 22.

The Austrian Supreme Court held in the leading decision 7 Ob 77/10i that prospectus liability takes unconditional priority over fundamental principles of creditors' protection under company law. Although confirming this decision, the 6th Senate indicated a gleam of hope for company's creditors: The principal validity of claims based on capital market liability doesn't necessarily mean that these claims might not be subordinated in the event of the issuer's bankruptcy to claims of "real creditors". The fol-

lowing article tries to elaborate on this question.

1. Das Problem: Vorrang kapitalmarktrechtlicher Ansprüche zu Lasten der Interessen der Gesellschaftsgläubiger

Erleidet ein Anleger durch den Beitritt zu einer AG einen Schaden wegen der Verletzung kapitalmarktrechtlicher Publizitäts- oder Verhaltenspflichten durch die Emittentin, konfliktieren daraus resultierende Ansprüche mit mehreren gesellschafts- und aktienrechtlichen Vorgaben. Gerade wenn der Ersatzanspruch in Form von Naturalrestitution geltend gemacht wird, führt dies zu massiven Problemen: Die Lehre von der fehlerhaften Gesellschaft/Beitritt verbietet nämlich die rückwirkende Anfechtung der Zeichnung der Aktien, auf welche die schadenersatzrechtliche Naturalrestitution zumindest iE hinausläuft [3]. Dementsprechend können grundsätzlich keine Schadenersatzansprüche aus der Zeichnung (zB aus cic) gegen die AG geltend gemacht werden [4]. Auch steht der Schadenersatzanspruch, der auf einen Rückersatz des aufgebrauchten Vermögens hinauslaufen kann, im Spannungsverhältnis zum Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 52 AktG). Zugleich wird die AG Zug-um-Zug zur Übernahme eigener Aktien verurteilt, was gem § 65 AktG nur ausnahmsweise zulässig ist. Die Durchsetzung derartiger Ansprüche ist daher im Hinblick auf das Gleichbehandlungsgebot (§ 47a AktG) und – was mE noch schwerer wiegt – aus Gläubigerschutzgründen überaus bedenklich.



Photo: privat

Univ.-Ass. MMag. Dr. Martin Trenker, Institut für Unternehmens- und Steuerrecht, Universität Innsbruck; e-mail: martin.trenker@uibk.ac.at

Denn die genannten Regelungen dienen primär dem Schutz der Gläubiger in ihrem Vertrauen auf die gesetzlich vorgeschriebene Kapitalaufbringung und -erhaltung. Diesem Problem versucht ein vermittelnder Ansatz Herr zu werden, wonach die Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Ansprüche auf ausschüttungsfähige Mittel der Gesellschaft zu beschränken sei [5]. Außerdem wird zT die Zug-um-Zug Rückabwicklung nur in Analogie zu § 65 Abs 1 Z 5 AktG für zulässig gehalten. Das setzt voraus, dass die AG über die erforderlichen Mittel zur Rücklagenbildung gem § 225 Abs 5 UGB verfügt und die 10%-Grenze gem § 65 Abs 2 AktG nicht überschritten wird [6].

[1] OGH 7 Ob 77/10i, ÖBA 2011, 501 (mit Bespr.-Aufs Karollus, 450) = GeS 2011, 223 = GesRZ 2011, 251 (Diregger) = wbl 2011, 500 = AnwBl 2011, 355 = ZFR 2011, 238 (Gruber) = ecolex 2011, 609 (Wilhelm) = RdW 2011, 401 = JAP 2011/2012, 181 (Jaindl).

[2] OGH 6 Ob 28/12d, ÖBA 2012, 548 = GeS 2012, 230 = ecolex 2012, 482.

[3] Ausf Gruber, JBI 2007, 91 ff; Eckert, GesRZ 2010, 92.

[4] S zB Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser, AktG I⁵ § 152 Rz 24; Hüfner, AktG¹² § 185 Rz 28.

[5] Kalss, Anlegerinteressen 220 f; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I § 11 Rz 47;

Zivny, KapitalmarktG § 11 Rz 60; Lorenz in Zib/Russ/Lorenz, Kapitalmarktgesetz § 11 Rz 31 f; Bitzyk/Oelkers, ÖBA 2009, 515; Artmann in Jabornegg/Strasser, AktG I⁵ § 52 Rz 4 f; Saurer in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG I⁵ § 52 Rz 17; aA Fleischer, 64. DJT, I Gutachten F 74; Reich-Rohrwig, Kapitalerhaltung 364; Langenbacher, ZIP 2005, 243 f; Hopt/Voigt in Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformativhaftung 65; Gruber, JBI 2007, 14 f; Graf, ecolex 2011, 599.

[6] Kalss, Anlegerinteressen 219; Artmann in Jabornegg/Strasser, AktG I⁵ § 52 Rz 5; U. Torggler, ecolex 2011, 1124.

Der 7. Senat hat trotz der aufgezeigten Bedenken einen Vorrang der Prospekthaftung vor den genannten gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen angenommen und die eingeschränkte Durchsetzbarkeit auf ausschüttungsfähige Mittel explizit abgelehnt [7]. Die Begründung fußt vornehmlich auf der Annahme, dass § 11 KMG ein Recht begründe, „das Gläubigerrechten zweifellos nähersteht als Aktionärsrechten“. Daher sei der Anspruch aus Prospekthaftung weder tatbestandsmäßig gem § 52 AktG noch von den Grundsätzen des fehlerhaften Verbands erfasst. In der jüngsten E des 6. Senats wird diese Meinung bestätigt und – wie bereits in 7 Ob 77/10i angedeutet [8] – auf Ansprüche aus der Verletzung kapitalmarktrechtlicher Schutzgesetze iSd § 1311 ABGB [9] ausgedehnt, namentlich dem Verbot des Marktmissbrauchs (§ 48a Abs 1 Z 2 BörseG) und der Pflicht zur Ad-Hoc-Publizität (§ 48d BörseG). Da sich der OGH der zahlreichen überaus kritischen Stellungnahmen im Schrifttum [10] bewusst zeigt, ist nunmehr wohl von einer gesicherten Rechtsprechung auszugehen.

Es scheint daher wenig lohnend, nochmals die bereits vielfach thematisierte Frage nach der Richtigkeit dieser Ansicht zu stellen. Es bleibt aber festzuhalten, dass die Gläubiger der Gesellschaft dadurch vor einer höchst unbefriedigenden Situation stehen; das gilt jedenfalls in der Insolvenz. Für diesen Fall spricht aber der 6. Senat selbst einen möglichen „Ausweg“ an, der zu einer maßgeblichen Verbesserung der Befriedigungsaussichten der Gläubiger beitragen könnte: *Die Nachrangigkeit von kapitalmarktrechtlichen Ansprüchen* [11] gegenüber sonstigen Insolvenzforderungen [12]. Ohne freilich näher darauf einzugehen, führt der OGH auch einige Befürworter dieser An-

sicht in Deutschland an [13] und verweist schließlich auf eine Bestimmung aus dem US-amerikanischen Recht [14], die ebene Rechtsfolge anordnet. Allerdings unterbreitet das angeführte Schrifttum größtenteils nur einen Vorschlag *de lege ferenda* [15]. Im Folgenden soll indes untersucht werden, ob ein derartiger Nachrang auch *de lege lata* zu bejahen ist und wie weit der dadurch erzielte Effekt für den Gläubigerschutz reichen kann.

2. Ausreichende Flexibilität des Insolvenzrechts zur nachrangigen Behandlung der „Anlegeransprüche“

Bereits iZm der durch die „Centros-Judikatur“ des EuGH [16] ausgelösten Diskussion über Schutzdefizite bei Scheinauslandsgesellschaften wurde das Insolvenzrecht als „letzte Bastion“ des Gläubigerschutzes vorgeschlagen [17]. In vorliegender Konstellation geht es allerdings nicht um die primärrechtliche Unvereinbarkeit [18] gesellschaftsrechtlicher Schutzmechanismen aufgrund einer bestimmten kollisionsrechtlichen Anknüpfung. Vielmehr gilt es, eine Alternative zum gesellschaftsrechtlichen Gläubigerschutz zu finden, der in maßgeblichen Punkten dem Kapitalmarktrecht weichen muss. Dazu steht nun die „Flexibilität“ des Insolvenzrechts am Prüfstand, zwischen „echten“ Drittgläubigern, „gläubigerähnlichen“ Ansprüchen von Gesellschaftern und „gewöhnlichen“ Gesellschafterrechten zu differenzieren. Während die Schlechterbehandlung von Eigen- gegenüber Fremdkapitalgebern der Schnittstelle zwischen Insolvenz- und Gesellschaftsrecht geradezu immanent ist [19], bereitet die dritte Kategorie

größere Probleme. Denn die Differenzierung zwischen unterschiedlichen Gläubigergruppen widerspricht – abgesehen von Aus- und Absonderungsgläubigern – dem insolvenzrechtlichen Prinzip der *par conditio creditorum*. Dennoch ist eine „Zwischenstufe“ zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern bzw sonstigen Gläubigern keinesfalls einzigartig. Man denke nur an bestimmte Ausprägungen des sogenannten Hybrid- oder Mezzaninkapitals. Die Nachrangigkeit der Insolvenz beruht jedoch in diesen Fällen nicht auf Vorgaben des Insolvenzrechts, sondern der privatautonomen Gestaltung in Form einer Rangrücktrittsvereinbarung.

Das Insolvenzrecht kennt aber in § 57a IO auch die gesetzliche Verankerung einer Kategorie „nachrangiger Forderungen“, nämlich jene aus eigenkapitalersetzenden Gesellschafterdarlehen. Diese stehen im Rang zwischen Eigen- und Fremdkapital, wie dies nach Ansicht des OGH auch für Ansprüche geschädigter Anleger gelten könnte. Es überrascht daher wenig, dass in Deutschland *de lege lata* [20] oder *de lege ferenda* [21] auf die vergleichbare [22] Bestimmung des § 39 dInsO Bezug genommen wird. Es ist daher für die Bejahung einer Nachrangigkeit *de lege lata* zu untersuchen, ob § 57a IO eine tragfähige Analogiegrundlage ist [23]. Bejahendenfalls könnten geschädigte Anleger ihre Forderungen nur anmelden, wenn eine Befriedigung nachrangiger Forderungen zu erwarten ist (§ 57a Abs 2 IO).

3. Analoge Anwendung von § 57a IO auf „kapitalmarktrechtliche Anlegeransprüche“

Eine Analogie setzt zunächst eine planwidrige Lücke voraus [24]. Durch den

[7] OGH 7 Ob 77/10i, GesRZ 2011, 253 (Diregger).

[8] OGH 7 Ob 77/10i, GesRZ 2011, 254 (Diregger).

[9] So nunmehr ausdrücklich RIS-Justiz RS012724, OGH 6 Ob 28/12d, ÖBA 2012, 548 = GeS 2012, 230; ebenso Rüffler, GeS 2010, 113; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I § 14 Rz 53; § 21 Rz 47 ff; Kalss/Oppitz in Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformati- onshaftung 857 mwN; aA zB Enzinger in FS Straube 22 ff; Harrer, ZFR 2011, 11 f.

[10] ZB Gruber, JBl 2007, 90; ders, Prospekthaftung der AG versus Kapitalerhaltung, GesRZ 2010, 73; Eckert, GesRZ 2010, 88; Harrer, ZFR 2011, 9; Krejci, GesRZ 2011, 193; Karollus, ÖBA 2011, 450; sowie vom OGH noch unerwähnt U. Torggler, ecolx 2011, 1121.

[11] Zur exakten Abgrenzung der erfassten Ansprüche s unten 4.

[12] OGH 6 Ob 28/12d, ÖBA 2012, 548 = GeS 2012, 233; dazu auch Gruber, ZFR 2012, 149 (Editorial); explizit dagegen jüngst Told, GeS 2012, 333, deren Ausführungen allerdings

nur noch im Rahmen der Fahnenkorrekturen berücksichtigt werden konnten.

[13] Baums, ZHR 167 (2003) 170; Langenbucher, ZIP 2005, 244; Brellocks, Publizität (2005) 243; Hopt/Voigt, WM 2004, 1803; Möllers, BB 2005, 1642.

[14] US Bankruptcy Code 11 USC 510b: “For the purpose of distribution under this title, a claim arising from rescission of a purchase or sale of a security of the debtor or of an affiliate of the debtor, for damages arising from the purchase or sale of such a security, or for reimbursement or contribution allowed under section 502 on account of such a claim, shall be subordinated to all claims or interests that are senior to or equal the claim or interest represented by such security, except that if such security is common stock, such claim has the same priority as common stock.”

[15] Brellocks, Publizität 246; Möllers, BB 2005, 1642; Hopt/Voigt, WM 2004, 1803; dies in Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformati- onshaftung 64 f; wohl auch Baums, ZHR 167 (2003) 170; *de lege lata* hingegen: Langenbucher, ZIP 2005, 244.

[16] EuGH 9.3.1999, Rs C-212/97, *Centros*, ZIP 1999, 438.

[17] Fischer, ZIP 2004, 1477; Thole, Gläubigerschutz 4, 681 ff; Altmeyden, NJW 2004, 97; vgl auch Trenker, Insolvenzanfechtung gesellschaftsrechtlicher Maßnahmen 71 ff, 130 ff mwN.

[18] Zur sekundärrechtlichen Vereinbarkeit der Prospekthaftung mit Art 15 KapitalRL s zB HG Wien 51 Cg 243/11h, GesRZ 2012, 196; G. H. Roth, JBl 2012, 73; Karollus, ÖBA 2011, 453 f; Krejci, GesRZ 2011, 198 f.

[19] Vgl OGH 7 Ob 77/10i, GesRZ 2011, 254 (Diregger); Rüffler in FS Straube 126.

[20] Langenbucher, ZIP 2005, 244.

[21] Hopt/Voigt, WM 2004, 1803; dies in Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformati- onshaftung 64 f.

[22] Zu erwähnen ist, dass diese Norm auch andere Ansprüche nennt, die in Österreich gem § 58 IO von der Geltendmachung in der Insolvenz gänzlich ausgeschlossen sind.

[23] Ebenso Told, GeS 2012, 336.

[24] ZB F. Bydliński, Methodenlehre², 473.

Vorrang des Kapitalmarktrechts entstehen trotz der Lehre von der fehlerhaften Gesellschaft Ansprüche von Gesellschaftern, die aus einer Schädigung iZm dem Erwerb ihrer Beteiligung resultieren und daher eine starke Ähnlichkeit mit Ansprüchen von Eigenkapitalgebern aufweisen. Dementsprechend spricht der OGH auch davon, dass ihr Anspruch Gläubigerrechten „nähersteht als Aktionärsrechten“ [25]. MaW schafft das Kapitalmarktrecht eine Kategorie von Forderungen, die mE weder mit herkömmlichen Gläubigerrechten noch mit Ansprüchen von Eigenkapitalgebern gleichzusetzen sind und daher einer insolvenzrechtlichen Zuordnung bedürfen. Freilich liegt eine planwidrige Lücke lediglich vor, wenn die nachfolgende wertende Beurteilung [26] ergibt, dass die betroffenen Ansprüche nicht mit gewöhnlichen Insolvenzforderungen gleichzusetzen sind.

Damit ist das zweite Erfordernis der Analogie angesprochen, nämlich ob für beide Regelungsgegenstände eine gleiche Wertungsgrundlage besteht [27]. Das Eigenkapitalersatzrecht führt gem § 57a IO dazu, dass ein ansonsten als Fremdkapital zu qualifizierender Kredit eines Gesellschafters in der Insolvenz der Gesellschaft nicht wie eine herkömmliche Gläubigerforderung zu behandeln ist. Die dahinterstehende Wertung ist, dass der Gesetzgeber den Anspruch des Gesellschafters wegen dessen Finanzierungsverantwortung in der Krise [28] nicht für gleichermaßen „befriedigungswürdig“ wie Forderungen sonstiger Insolvenzgläubiger erachtet [29]. Trotz gewisser Unterschiede zu Ansprüchen aus Gesellschafterdarlehen kommt es daher allein darauf an, ob kapitalmarktrechtliche Ansprüche in der Insolvenz (oder Krise [30]) den Forderungen von Eigenkapitalgebern ebenfalls näher stehen, obwohl sie nach

der dargestellten Judikatur außerhalb der Insolvenz der Gesellschaft gerade wie sonstige Drittgläubiger zu behandeln sind [31]. Dafür ist eine Auseinandersetzung mit der Begründung des OGH zum Vorrang der Prospekthaftung und anderer kapitalmarktrechtlicher Ansprüche erforderlich.

Der OGH erkennt zunächst völlig zu Recht, dass der Konflikt zwischen § 11 KMG und § 52 AktG bzw der Lehre vom fehlerhaften Verband eine *Wertungsfrage* darstellt [32]. Er kommt dabei zum Ergebnis, dass die kapitalmarktrechtlichen Normen den Gesellschafter wie einen Drittgläubiger behandeln [33]. Zum einen liege daher mangels *causa societatis* keine verbotene Einlagenrückgewähr vor [34]. Zum anderen erfasse die Lehre vom fehlerhaften Beitritt nur Ansprüche, die mit der Stellung als Aktionär oder dem Beitritt selbst im Zusammenhang stünden, [35] nicht aber solche, die dem Gesellschafter gläubiger- bzw gläubigerähnliche Rechte einräumen. Die Begründung reduziert sich daher auf die angenommene gesetzgeberische Wertung, dass das Kapitalmarktrecht den Anleger-Aktionär als Drittgläubiger behandelt [36].

Es ist nun fraglich, ob es unter Zugrundelegung dieser Ansicht – nach dem Motto „einmal Drittgläubiger, immer Drittgläubiger“ – nicht ausgeschlossen ist, dass kapitalmarktrechtliche Ansprüche im Insolvenzverfahren anders als Forderungen sonstiger Gläubiger zu behandeln sind [37]. Dieser begriffliche Ansatz vermag indes mE nicht zu überzeugen, weil es darauf ankommt, ob im Insolvenzverfahren nicht uU völlig andere Wertungen zu beachten sind [38]. Diese Frage wird durch die überaus knappe Begründung des OGH für die Einordnung als gläubiger- oder gläubigerähnliches Recht erschwert

[39]. Die ausdrückliche Bezeichnung als „Anleger“ in § 11 KMG kann hierfür wohl kaum ausreichen [40]. Immerhin findet sich in 6 Ob 28/12d nunmehr das mE nicht einfach von der Hand zu weisende Argument, dass dem Gesetzgeber kaum unterstellt werden kann, den wichtigsten Fall der ausdrücklich normierten Prospekthaftung, nämlich der Haftung einer AG iZm der Ausgabe von Mitgliedschaftsrechten, unsanktioniert lassen zu wollen [41]. Ob dieser Wille des Gesetzgebers jedoch auch auf andere kapitalmarktrechtliche Ansprüche „durchschlägt“, deren Haftung nicht ausdrücklich normiert ist, sondern sich aus einer Schutzgesetzverletzung ergibt, zB aus Marktmanipulation oder unterlassenen/unrichtigen Ad-Hoc-Meldungen, ist damit mE noch nicht gesagt. Noch weniger Gewissheit herrscht, ob diese Wertung auch auf den Insolvenzfall übertragbar ist, weil in dieser Situation neue Aspekte zu berücksichtigen sind, die im Folgenden zu thematisieren sind.

Für den Vorrang des Kapitalmarktrechts könnte weiters die Überlegung gesprochen haben, die schädigende Gesellschaft, welche neben dem Anleger auch die Integrität und Funktion des Kapitalmarkts [42] geschädigt hat, nicht ungeschoren davon kommen und zugleich die zweifellos schutzbedürftigen Anleger im Regen stehen zu lassen [43]. Auch die Präventivfunktion des Schadenersatzrechts [44] könnte – wiederum im Interesse des Kapitalmarkts – ein wesentlicher Aspekt gewesen sein. Sind diese denkbaren Argumente jedoch bereits bei der „lebenden“ Gesellschaft nicht unbedenklich, weil die AG nichts anderes als die „gebündelten Interessen aller ihrer Kapitalgeber“ [45] ist und die Prospekthaftung daher letztlich zu Lasten der unbeteiligten Mitgesellschafter und Gesellschaftsgläubiger und nicht der

[25] OGH 7 Ob 77/10i, GesRZ 2011, 253 (Diregger).

[26] Vgl Canaris, Lücken² 19 ff, 31 ff 31: „enthält die Feststellung durch das Merkmal der Planwidrigkeit ein Werturteil“; P. Bydlinski/F. Bydlinski, Methodenlehre², 81 f.

[27] Larenz, Methodenlehre der Rechtswissenschaft⁶ 381; F. Bydlinski, Methodenlehre² 477.

[28] ErlRV 124 BlgNR 22. GP 9; OGH 8 Ob 9/91, wbl 1991, 398 (Ostheim); Ostheim, GesRZ 1989, 173 ff.

[29] Vgl RIS-Justiz RS0008902, zB OGH 8 Ob 84/65, SZ 38/56: Voraussetzung der Analogie ist die „Gleichheit (...) des Schutzbedürfnisses“.

[30] Dazu unten 5.

[31] AA Told, GeS 2012, 336.

[32] OGH 7 Ob 77/10i, GesRZ 2011, 253 (Diregger); ebenso Krejci, GesRZ 2011, 200; U. Torggler, ecoloex 2011, 1122.

[33] OGH 7 Ob 77/10i, GesRZ 2011, 251 (Diregger) in Anlehnung an Reich-Rohrwig (Kapitalerhaltung 364), Ruffler (in FS Straube

121 ff, insb 124 f, 126) und die deutsche Judikatur (BGH II ZR 287/02, ZIP 2005, 1270 = NJW 2005, 2450; II ZR 153/05, ZIP 2007, 326 = NZG 2007, 269). In Deutschland kann jedoch auf eindeutige Äußerungen des Gesetzgebers zurückgegriffen werden, die dieses Verständnis nahelegen, BT-Drucksachen 13/8933; dazu auch Diregger, GesRZ 2011, 259 (Anm).

[34] Zu Recht krit Karollus, ZFR 2010, 50; ders, ÖBA 2011, 452; Artmann in Jabornegg/Strasser, AktG I⁵ § 52 Rz 5; U. Torggler, ecoloex 2011, 1122.

[35] Dies war aber im vorliegenden Sachverhalt mE kaum zu verneinen, zB U. Torggler, ecoloex 2011, 1122.

[36] Völlig zutr Karollus, ÖBA 2011, 453.

[37] Vgl Gruber, ZFR 2012, 149 (Editorial); Brellochs, Publizität 246 Fn 1140; zumindest iE aA Völkl, wbl 2011, 475.

[38] Dies verkennt Told, GeS 2012, 336f mE.

[39] Insofern zu Recht krit Krejci, GesRZ 2011, 200; Diregger, GesRZ 2011, 258 (Anm); Karollus, ÖBA 2011, 453.

[40] Ausf Krejci, GesRZ 2011, 197; U. Torggler, ecoloex 2011, 1122.

[41] OGH 6 Ob 28/12d, GeS 2012, 231; ebenso Reich-Rohrwig, Kapitalerhaltung 362; Artmann in Jabornegg/Strasser, AktG I⁵ § 52 Rz 5; Ruffler, ÖBA 2011, 703; Völkl, wbl 2011, 475; aA Gruber, JBl 2007, 13; ders, GesRZ 2010, 73; U. Torggler, ecoloex 2011, 1123; ebenso noch Ruffler in FS Straube 123.

[42] So zB OLG Frankfurt a.M. 1 U 149/04, ZIP 2005, 713; hinsichtlich dieser Funktion krit Eckert, GesRZ 2010, 94 f; U. Torggler, ecoloex 2011, 1123.

[43] Vgl auch die scharfen Worte bei Karollus, ÖBA 2011, 453: „Die Emittentenhaftung soll Vorrang haben, weil [...] man die „Bösewichte“ am Kapitalmarkt sanktionieren will.“

[44] Statt vieler Kozjioł, Haftpflichtrecht I³ Rz 1/13; Kalss, ÖBA 2000, 643.

[45] Zutr Eckert, GesRZ 2010, 92; vgl auch Kalss, GesRZ 2012, 149.

eigentlich deliktisch handelnden Organe geht [46], sind sie für den Insolvenzfall keinesfalls ergiebig: Denn im *Insolvenzfall* sind die *schutzwürdigen Gläubiger* die *alleinigen Leidtragenden*, gehen die Ansprüche doch nur mehr auf Kosten ihrer Insolvenzquote. Im Unterschied zu den geschädigten Aktionären haben sie sich jedoch zu keinem Zeitpunkt auf die Gewährung von nachrangigem Risikokapital eingelassen. Dagegen sind es die Eigenkapitalgeber, die „das endgültige Ausfallsrisiko tragen“ müssen, wofür ihnen umgekehrt der Gewinn der Gesellschaft exklusiv zusteht [47]. Das spricht mE maßgeblich für eine Besserbehandlung der „echten“ Gesellschaftsgläubiger gegenüber Anlegern, die Schadenersatzansprüche gerade aus dem Erwerb ihrer Beteiligung geltend machen. Dagegen ist auch nicht einzuwenden, dass die Anleger nur durch deliktisches Verhalten zur Beteiligung als Eigenkapitalgeber verleitet wurden und im Zeitpunkt der Schädigung noch keine Gesellschafter waren [48]. Denn dies trifft genauso gut auf andere Gesellschafter zu, deren Willensbildung beim Beitritt durch Mängel beeinträchtigt wurde, die nach allgemeinem Zivilrecht sanktioniert werden (Irrtum, *cic etc*) [49]. Ferner ist zu bedenken, dass die Gläubiger der Gesellschaft gerade im Vertrauen auf die – unbedingte – Nachrangigkeit der Eigenkapitalgeber in der Insolvenz disponiert haben [50]. Die *geringere Schutzwürdigkeit kapitalmarktrechtlicher Ansprüche von Aktionären* im Vergleich zu sonstigen Gläubigeransprüchen ist daher wie bei Rückzahlungsansprüchen aus eigenkapitalersetzenden Darlehen zu *bejahen*. Eine analoge Anwendung von § 57a IO ist daher geboten.

Ferner ist zu bedenken, dass bei Ansprüchen aus fehlerhafter Kapitalmarktinformation in vielen Fällen auch der Straftatbestand des § 255 AktG erfüllt sein wird. Aufgrund dessen Charakterisierung als Schutzgesetz gem § 1311 ABGB [51] haben geschädigte Anleger

daher häufig die Möglichkeit, die Sonderdeliktspflichtigen (insb Vorstand, AR) persönlich in Anspruch zu nehmen. Eine derartige Organaußenhaftung kommt sonstigen Gläubigern indessen nur in Ausnahmefällen zu Gute, sodass Anlegeraktionären oftmals auch das Haftungssubstrat weiterer Personen als Alternative zur Inanspruchnahme der Gesellschaft zur Verfügung stünde [52]. Allerdings ist insb zu bedenken, dass gem § 255 AktG Vorsatz erforderlich ist und daher keinesfalls ein lückenloser Schutz der Anleger gegeben ist [53]. Auch die mögliche Haftung wegen Verletzung vorvertraglicher Schutz- und Sorgfaltspflichten setzt den oftmals schwierigen Nachweis der Inanspruchnahme eines besonderen Vertrauens [54] oder eines erheblichen, unmittelbaren wirtschaftlichen Eigeninteresses des vertretenden Organmitglieds [55] voraus [56]. Dennoch bleibt die allfällige persönliche Organhaftung als Alternative zur Inanspruchnahme der Emittentin mE ein zusätzliches Argument für die geringere Schutzwürdigkeit der Anleger im Vergleich zu sonstigen Gläubigern.

Die Annahme einer Nachrangigkeit wird auch durch den bereits angesprochenen [57] *rechtsvergleichenden Blick ins US-amerikanische Recht* gestärkt. Gem US Bankruptcy Code 11 USC 510b sind Forderungen nachrangig, die aus der Anfechtung oder Schädigung anlässlich des Erwerbs oder Verkaufs von Effekten („securities“) resultieren, in denen ein Beteiligungsrecht am Schuldner oder einer konzernmäßig verbundenen Gesellschaft („affiliate“) verbrieft ist. Die Einführung dieser Norm basiert maßgeblich auf einem Aufsatz von *Slain/Kripke* [58]. Darin finden sich die Überlegungen der primären Risikoallokation zu den Aktionären [59] und der besonderen Schutzwürdigkeit des Vertrauens der Gläubiger auf die nachrangige Behandlung von Eigenkapitalgebern im Insolvenzfall, die wie gezeigt auch für das österreichische Recht maßgeblich sind. Ferner basiert die Bestimmung nach

Baums [60] und *Möllers* [61] auf der Prämisse, dass die Sanierungsbereitschaft der Gläubiger sinken dürfte, wenn auch geschädigte Aktionäre im Insolvenzverfahren gleichrangig zu befriedigen wären. Gerade aufgrund des seit dem IRÄG 2010 vordringlichen Anliegens des Insolvenzrechts, die Unternehmenssanierung zu fördern [62], ist auch dieser Aspekt übertragbar und spricht – sofern man diese rechtstatachliche Prognose für richtig hält – für die nachrangige Befriedigung kapitalmarktrechtlicher Ansprüche.

Zu diesem Ergebnis müssen auch jene [63] gelangen, die die Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Ersatzansprüche auf ausschüttungsfähige Mittel der Gesellschaft reduzieren [64]. Denn bei Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit wird kein ausschüttungsfähiges Vermögen mehr vorhanden sein. Die Analogie gem § 57a IO kommt der „vermittelnden Lösung“ daher zumindest teilweise nahe.

4. Welche „kapitalmarktrechtlichen Ansprüche“ sind nachrangig gem § 57a IO analog?

Die bisherigen Ausführungen sprechen zwar pauschal von „kapitalmarktrechtlichen Ansprüchen“, es wurde jedoch implizit von einer Einschränkung auf Schadenersatzansprüche auf kapitalmarktrechtlicher Grundlage ausgegangen, die im Zuge des Erwerbs von Aktien entstanden sind. Es stellt sich nunmehr in mehrfacher Hinsicht die Frage nach einer Erweiterung oder Einschränkung des Anwendungsbereichs der Analogie.

Zunächst ist fraglich, ob eine Differenzierung zwischen derivativem oder originärem Erwerb erforderlich ist. Dies ist zu verneinen, weil sich für die maßgebliche Frage der geringeren Schutzwürdigkeit gegenüber Drittgläubigern kein Unterschied ergibt, auf welche Art die Aktien erworben wurden. Dementspre-

[46] Die Frage, ob daher eine Organaußenhaftung über den Weg der Schutzgesetzverletzung nicht eher zu sachgerechten Ergebnissen führt, kann an dieser Stelle nicht vertieft werden. Vgl auch unten bei Fn 49 ff.

[47] *Baums*, ZHR 167 (2003) 170; *Brellochs*, Publizität 246; vgl auch *Kalss*, Anlegerinteressen 221; *Langenbacher*, ZIP 2005, 244.

[48] So aber *Told*, GeS 2012, 336; vgl gegen diesen Einwand überzeugend auch *Gruber*, GesRZ 2010, 74. *Told*, GeS 2010, 74.

[49] Zutr *Krejci*, GesRZ 2011, 200; *Karolus*, ÖBA 2011, 453.

[50] Überzeugend *Slain/Kripke*, 48 N.Y.U.L.Rev. 261, 288 ff.

[51] Unstr, zB OGH 3 Ob 75/06k, GesRZ 2006, 322 = ÖBA 2007/1440 (*Eckert*) = RdW 2007, 22 = *ecolex* 2007, 28 (*Wilhelm*); *Jabornegg/Geist* in *Jabornegg/Strasser*, AktG 1⁵

§ 255 Rz 4; *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG³ § 122 Rz 13; *Eckert*, GesRZ 2010, 89; *Rüffler*, JBI 2011, 69.

[52] *Langenbacher*, ZIP 2005, 244, allerdings mit Bezug auf den in Deutschland im Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz vorgesehenen § 37a Abs 2 WpHG, der jedoch nie Gesetz wurde.

[53] OGH 3 Ob 75/06k, GesRZ 2006, 322; *Rüffler*, JBI 2011, 69.

[54] RS0023622; RS0019726 mit T 1, 6; zB OGH 3 Ob 519/89, JBI 1990, 322 (*P. Bydlinski*); 1 Ob 525/94, *ecolex* 1994, 618; 6 Ob 249/07x, *ecolex* 2008, 528; speziell zum Kapitalmarktrecht *Rüffler*, JBI 2011, 80 ff; *Kalss/Opitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 19 Rz 19.

[55] RS0019726 mit T 3, zB OGH 4 Ob 2308/96g, *ecolex* 1997, 82 (*T. Rabl*); 7 Ob 219/06s, RdW 2007, 283; speziell zum Kapi-

talmarktrecht *Rüffler*, JBI 2011, 80 ff; *Kalss/Opitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 19 Rz 19.

[56] Zu weitergehenden Anspruchsgrundlagen *Rüffler*, JBI 2011, 69.

[57] Oben I.

[58] *Slain/Kripke*, 48 N.Y.U.L.Rev. 261. So ausdrücklich die Judikatur, s *Unitet States Court of Appeals*, In re *Telegroup, Inc.*, 281 F.3d, Rz 19.

[59] *Slain/Kripke*, 48 N.Y.U.L.Rev. 263: „It is our thesis [...] that the problem should be reconceptualized as one of risk allocation“; s auch *dies*, aaO 286 ff.

[60] *Baums*, ZHR 167 (2003) 170.

[61] *Möllers*, BB 2005, 1642.

[62] Vgl ErlRV 612 BlgNR 24. GP 1.

[63] S die Nw oben Fn 5.

[64] *Kalss*, Anlegerinteressen 221; vgl auch *Eckert*, GesRZ 2010, 95.

chend wird eine solche Differenzierung von der hM auch iZm dem Konflikt zu kapitalgesellschaftsrechtlichen Grundwertungen als sachwidrig abgelehnt [65]. Gerade am Sekundärmarkt stellt sich das zusätzliche Problem, dass der Schaden des Anlegers regelmäßig höher als beim originären Erwerb ist, wenn und weil der Aktienkurs in Folge gestiegener Kurse über dem ursprünglichen Ausgabepreis lag. Der Schaden übersteigt daher sogar das der AG ursprünglich zugeflossene Eigenkapital, und zwar uU bei Weitem [66]. Die Einordnung derartiger Ersatzansprüche als Insolvenzforderung führte zu einer zusätzlichen Erschütterung des Vertrauens der Gläubiger, die nicht nur das Eigenkapital verlieren, sondern die Insolvenzmasse mit zusätzlichen Forderungen von Aktionären teilen müssten. Dies spricht jedenfalls gegen eine Besonderbehandlung von Erwerbserwerb am Sekundärmarkt und ist ein weiteres Argument für die Nachrangigkeit ihrer Insolvenzforderungen.

Abzulehnen ist mE eine Ausweitung auf kapitalmarktrechtliche Ansprüche [67] sämtlicher Anleger, also auch von Fremdkapitalgebern, wie zB den Zeichnern einer Anleihe [68]. Denn der Erwerber einer Anleihe nimmt anders als beim Aktienwerb gerade nicht in Kauf, das vollständige Ausfallrisiko zu tragen. Für eine Schlechterstellung gegenüber sonstigen Fremdkapitalgebern liegt auch keine Rechtfertigung darin, dass der Anleger seine Forderung über den Kapitalmarkt erworben hat. Die Analogie zu § 57a IO ist daher nur für kapitalmarktrechtliche Ansprüche von *Aktionären* zu befürworten.

Am schwierigsten zu beantworten ist schließlich, ob eine Differenzierung zwischen Ersatzansprüchen aus dem An- und dem Verkauf der Aktien geboten ist. Das US-amerikanische Vorbild erachtet beide Kategorien von Ansprüchen für gleichermaßen nachrangig [69]. Ein möglicher Sachverhalt eines „Verkaufsschadens“ besteht darin, dass die Gesellschaft den Aktionär durch falsche Information über ihre Verhältnisse zu einem überhasteten Verkauf bewogen hat, der sich im Nachhinein als nachteilig herausstellt. Häufiger sind aber jene Fälle, in denen

der Aktionär Verluste aufgrund der Unterlassung des rechtzeitigen Verkaufs der Anlage geltend macht [70]. Maßgeblich ist, ob sich eine Schlechterbehandlung gegenüber sonstigen Gläubigern in diesen Konstellation noch rechtfertigen lässt. Dies ist mE eher zu verneinen. Dass der geschädigte Anleger auch Aktionär ist, schließt ihn hinsichtlich seiner Ersatzansprüche nicht generell von einer „Gläubigerstellung“ aus [71]. Dementsprechend besteht kein relevanter Unterschied zur Konstellation, dass die Gesellschaft dem Aktionär zB einen falschen Rat (§ 1300 ABGB) über ein anderes Wertpapier in seinem Portfolio erteilt hat; dies ist aber eine Konstellation, die mE unzweifelhaft als herkömmlicher Gläubigeranspruch zu qualifizieren ist, obwohl der Geschädigte zugleich Aktionär ist. Die vorliegende Konstellation ist somit nur insofern speziell, als sich die Fehlinformation auf eine Anlage bezieht, die (zufällig) zugleich dessen Mitgliedschaftsrecht verkörpert. Anders als beim Erwerb der Einlage geht es auch nicht um den Rückersatz des aufgebrauchten Kapitals iW, sondern um den Vertrauensschaden, der dem Anleger aus der Fehlinformation entstanden ist. Es wird daher auch nicht das berechnete Vertrauen der Gesellschaftsgläubiger in die Kapitalaufbringung erschüttert. Gerade dieser Aspekt ist aber eines der zentralen Argumente für die Nachrangigkeit der Ansprüche der geschädigten Anleger. Es sprechen daher mE die besseren Argumente dafür, die Analogie gem § 57a IO auf jene kapitalmarktrechtlichen Schadenersatzansprüche zu beschränken, die einem Aktionär aus dem Erwerb der Beteiligung entstehen.

5. Auswirkungen der analogen Anwendung von § 57a IO im Stadium vor der Insolvenz

Eine insolvenzrechtliche Lösung hat gegenüber dem gesellschaftsrechtlichen *ex-ante*-Schutz den Nachteil, dass sie erst nach Eintritt der Insolvenz wirkt. Das ist insb deshalb unbefriedigend, weil sich die Nachrangigkeit nur auf noch offene kapitalmarktrechtliche Aktionärsansprüche bezieht; es stellt sich daher die Fra-

ge, welche Schutzmöglichkeiten gegen Aktionäre vorhanden sind, die bereits vor der Insolvenz befriedigt wurden. Denn die gesellschaftsrechtlichen Präventivmechanismen, insb das Verbot der Einlagenrückgewähr, gelten nach der Judikatur des OGH gerade nicht. Allerdings hat auch das Insolvenzrecht mit der Insolvenzanfechtung einen effektiven Rechtsbehelf gegenüber nachteiligen Vermögensverschiebungen vor der formellen Insolvenzeröffnung.

Bejaht man die Analogie zur Nachrangigkeit des Rückzahlungsanspruchs eigenkapitalersetzender Darlehen, ist es naheliegend, die Anfechtbarkeit nach denselben Grundsätzen zu beurteilen: Es könnte insb ebenso [72] eine inkongruente Deckung vorliegen, die gemäß § 30 Abs 1 Z 1 IO anfechtbar wäre. Voraussetzung ist gem § 30 Abs 1 Z 1 IO, dass der Anspruch nach dem Eintritt der Zahlungsunfähigkeit/Überschuldung [73], dem Insolvenzeröffnungsantrag oder in den letzten 60 Tagen vorher sichergestellt oder befriedigt wurde. Ferner darf die Insolvenzeröffnung nicht später als ein Jahr nach der Deckungshandlung stattgefunden haben (§ 30 Abs 2 IO). Weiterer (subjektiver) Voraussetzungen bedarf es gem § 30 Abs 1 Z 1 IO nicht [74]. Eine Rechtshandlung des Schuldners ist für die Inkongruenzanfechtung nicht erforderlich, sodass auch eine zwangsweise Befriedigung im Wege der Exekution im letzten Jahr vor der Insolvenzeröffnung grundsätzlich anfechtbar ist [75].

Problematisch ist jedoch, dass der geschädigte Aktionär einen – außerhalb der Insolvenz – grundsätzlich durchsetzbaren Ersatzanspruch hat. Er erhält daher prinzipiell nur, was ihm geschuldet wird, was gegen das Vorliegen einer inkongruenten Deckung spricht. Der Unterschied im Vergleich zur Rückzahlung eigenkapitalersetzender Gesellschafterdarlehen resultiert daraus, dass dieser Anspruch gem § 14 EKEG während der Krise gesperrt ist und der Schuldner daher eine Leistung erhält, die er gar „nicht (...) oder nicht in der Zeit“ beanspruchen kann [76]. Zu bedenken ist aber, dass die Nachrangigkeit der Ansprüche der Aktionäre wertungsmäßig nicht auf dem formellen Eintritt der Insol-

[65] ZB *Kalss*, Anlegerinteressen 222 mwN; *Saurer* in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG² § 52 Rz 18; ausf mwN *Gruber*, JBI 2007, 10 f; *Sauer*, Haftung für Falschinformation 224; anders hM in Deutschland, zB *Henze* in Groß-KommAktG⁴ § 57 Rz 18 ff, insb 20 ff; *Bayer* in MünchKommAktG I³ § 57 Rz 18 ff je mwN.

[66] Siehe dazu das Bsp bei *Stain/Kripke*, 48 N.Y.U.L.Rev. 270 f; ebenso *Eckert*, GesRZ 2010, 93.

[67] Damit soll keine Aussage darüber getroffen werden, ob Nicht-Aktionäre überhaupt

dem geschützten Personenkreis des jeweils verletzten Schutzgesetzes angehören.

[68] Vgl auch *Baums*, ZHR 167 (2003) 170.

[69] Ebenso *Langenbacher*, ZIP 2005, 244 f.

[70] Vgl *Kalss/Opitiz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 19 Rz 25.

[71] S nur das Beispiel bei *Rüffler* in FS Straube 121.

[72] Vgl *König*, Anfechtung⁴ Rz 10/61; *Rebernick*, Kontokorrentkredit Rz 259; *Trenker*,

Insolvenzanfechtung 276.

[73] HM, zB *Gamerith*, RdW 1985, 364; *König*, Anfechtung⁴ Rz 10/24; *Rebernick* in Konecny/Schubert § 30 KO Rz 7; zweifelnd *Koziol/Bollenberger* in Bartsch/Pollak/Buchegger I⁴ § 30 Rz 5.

[74] *Koziol/Bollenberger* in Bartsch/Pollak/Buchegger I⁴ § 30 Rz 18 mwN.

[75] *A. Ehrenzweig*, Anfechtungsordnung 62; *Bartsch/Pollak*, Konkursordnung I³ 165; *König*, Anfechtung⁴ Rz 10/18, 10/36.

[76] *Trenker*, Insolvenzanfechtung 276.

venz, sondern der Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung des Schuldners basiert. Bereits ab diesem Zeitpunkt geht die Geltendmachung der Ansprüche der Aktionäre nämlich allein zulasten der schutzwürdigeren Gesellschaftsgläubiger. Es ist auch anerkannter Zweck von § 30 IO, die insolvenzrechtlichen Wirkungen, insb der *par conditio creditorum* auf den Zeitpunkt der materiellen Insolvenz vorzuverlagern [77]. ME muss dies auch für den Vorrang der Fremdgäubiger vor den als primären Risikoträgern einzustufenden Gesellschaftern gelten [78]. Die Deckung kapitalmarktrechtlicher Aktionärsansprüche aus dem Vermögen der „insolvenzreifen“ Emittentin ist daher inkongruent und somit gem § 30 Abs 1 Z 1 IO anfechtbar.

Daran knüpft sich die Frage nach einer generellen Analogie zu § 14 EKEG, welche dazu führen würde, dass die Ansprüche der Aktionäre für die Dauer der Krise nicht mehr ausgezahlt werden dürfen. Nach der dargelegten Wertung der Nachrangigkeit der Anlegeransprüche gegenüber den Gläubigern im Fall des *worst case*, nämlich der fehlenden Befriedigungsaussichten, wäre dies konsequenterweise zu bejahen. Auch die funktionelle Vergleichbarkeit von § 14 EKEG mit dem Verbot der Einlagenrückgewähr [79], dessen Anwendung die Rechtsprechung wie gezeigt ablehnt, spricht idS nicht gegen die Analogie. Denn § 14 EKEG setzt eben nicht generell, sondern erst in der Krise der Gesellschaft ein. Methodisch ließe sich zwar einwenden, dass diesfalls eine einzelne Norm aus einem gesamten Regelungskonzept herausgegriffen würde, das sich sogar in einem eigenen Gesetz manifestiert. Auch die Nachrangigkeit im Insolvenzverfahren gem § 57a IO wurde jedoch speziell für eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen geschaffen und ist ebenso wie § 14 EKEG Teil des Gläubigerschutzregimes für eigenkapitalersetzende Darlehen. Die Rückzahlungssperre ist sogar notwendige Absicherung der Nachrangigkeit gem § 57a IO, weshalb beide Bestimmungen mE in einem kaum trennbaren Zusammenhang stehen. Eine *analoge Anwendung von § 14 EKEG* wird daher nicht nur den herausgearbeiteten Wertungen gerecht, sondern ist auch *systematisch konsequent*.

Einen zusätzlichen Gläubigerschutz bringt § 14 EKEG analog für Deckungshandlungen, die länger als ein Jahr vor

Insolvenzeröffnung zurückliegen und daher nicht gem § 30 IO angefochten werden können. Wenn die Gesellschaft jedoch bereits von ihrer Zahlungsunfähigkeit weiß und die kapitalmarktrechtlichen Ansprüche der Aktionäre dennoch tilgt, werden die handelnden Personen oftmals in Benachteiligungsabsicht handeln, sodass ohnehin auch eine Anfechtung gem § 28 IO möglich wäre [80]. Ein weiteres Anwendungsfeld des erweiterten Schutzes von § 14 EKEG gegenüber der Insolvenzanfechtung ergäbe sich in den wohl seltenen Fällen, in denen die Emittentin zwar nicht zahlungsunfähig oder überschuldet ist, aber „Reorganisationsbedarf“ der Gesellschaft gem § 2 Abs 1 Z 3 EKEG besteht. Ferner verbietet § 14 EKEG nach zutr Ansicht [81] auch solche Zahlungen, welche eine bereits überwundene Krise erneut herbeiführen würden.

6. Zusammenfassung

Insgesamt sprechen mE überzeugende Gründe dafür, die Ansprüche von Aktionären, die beim Erwerb ihrer Aktien durch die Verletzung kapitalmarktrechtlicher Informations- oder Verhaltenspflichten geschädigt wurden, in der Insolvenz der Gesellschaft nachrangig gegenüber Ansprüchen sonstiger Gläubiger zu befriedigen (§ 57a IO analog). Die maßgebliche Wertung, die für eine Schlechterstellung in der Insolvenz spricht, ist folgende: Der Anleger trägt als Aktionär das endgültige Ausfallrisiko, sodass eine Besserbehandlung gegenüber sonstigen Aktionären wie im Verhältnis zum aktienrechtlichen Gläubigerschutz nicht mehr gerechtfertigt werden kann, wenn die Haftung ausschließlich zu Lasten der schutzwürdigen Gesellschaftsgläubiger geht. Auch haben Gläubiger – anders als Anlegeraktionäre – ein besonders schutzwürdiges Vertrauen auf die unbedingte Nachrangigkeit der Eigenkapitalgeber im Insolvenzfall. Kapitalmarktrechtliche Ansprüche nehmen demnach insofern eine Mittelstellung ein, als sie gegenüber der „gesunden“ Gesellschaft wie jene eines Fremd-, gegenüber der insolventen hingegen eher wie Ansprüche eines Eigenkapitalgebers zu behandeln sind. Sollte die Rechtsprechung die erforderlichen Voraussetzungen für eine Analogie gem § 57a IO entgegen der hier vertretenen Auffassung verneinen, so ist aus den genannten Gründen jedenfalls

eine entsprechende Regelung *de lege ferenda* wünschenswert [82].

Vor der Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Ansprüche im letzten Jahr vor der Insolvenzeröffnung sind die Gesellschaftsgläubiger mE über die Möglichkeit der Anfechtung inkongruenter Deckungen (§ 30 Z 1 IO) geschützt. Darüber hinaus ist es mE wertungsmäßig und systematisch konsequent, eine Analogie zur Rückzahlungssperre gem § 14 EKEG anzunehmen, sodass kapitalmarktrechtliche Aktionärsansprüche für die Dauer einer Krise der Gesellschaft nicht befriedigt werden dürfen. ♦

Literaturverzeichnis

Altmeppen, Schutz vor europäischen Kapitalgesellschaften, NJW 2004, 97.

Bartsch / Pollak, Konkursordnung, Ausgleichsordnung, Einführungsverordnung und Geschäftsaufsichtsgesetz I³ (1937).

Bartsch / Pollak / Buchegger (Hrsg), Österreichisches Insolvenzrecht I⁴ (2000).

Baums, Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes, ZHR 167 (2003) 139.

Bitzyk / Oelkers, Die neue Regelpublizität nach BörseG 207 und URAG 2008, ÖBA 2009, 508.

Brellocks, Publizität und Haftung von Aktiengesellschaften im System des Europäischen Kapitalmarktrechts (2005).

Bydlinski F., Juristische Methodenlehre und Rechtsbegriff² (1991).

Bydlinski P. / Bydlinski F., Methodenlehre² (2012).

Canaris, Die Feststellung von Lücken im Gesetz² (1982).

Dellinger / Mohr, EKEG: Eigenkapitalersatz-Gesetz (2004).

Denkschrift zur Einführung einer Konkursordnung, einer Ausgleichsordnung und einer Anfechtungsordnung (1914).

Doralt / Nowotny / Kalss (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz I², II² (2012).

Eckert, Emittentenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation und aktienrechtliche Kapitalerhaltung, GesRZ 2010, 88.

Ehrenzweig A., Anfechtungsordnung und Anfechtungsnormen der Konkursordnung (1916).

[77] Denkschrift 31; *Petschek/Reimer/Schiemer*, Insolvenzrecht 326; *König*, Anfechtung⁴ Rz 10/1; *Kozioł*, Gläubigeranfechtung 15 ff.

[78] Vgl *Trenker*, Insolvenzanfechtung 280.

[79] *Schopper*, wbl 2004, 413.

[80] Vgl zur Deckung „gewöhnlicher“ Gläubiger nach Eintritt der materiellen Insolvenz RIS-Justiz RS0064185, zB 3 Ob 8/10p, ÖBA 2010, 848; *König*, Anfechtung⁴ Rz 7/12; *Widhalm*, *ecolex* 2000, 787.

[81] *Vogt* in *Schopper/Vogt*, EKEG § 14 Rz 9 f; *Mohr* in *Dellinger/Mohr*, EKEG § 14

Rz 10, 12; vgl auch *dens*, *ecolex* 2002, 338.

[82] *Möllers*, BB 2005, 1642; *Brellocks*, Publizität 246; *Hopt/Voigt*, WM 2004, 1803; *dies* in *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung 64 f; *Baums*, ZHR 167 (2003) 170; aA *Zimmer*, WM 2004, 11 f.

Enzinger, Grundlagen und Voraussetzungen der Haftung für Erklärungen an die Öffentlichkeit, insb im Kapitalmarktrecht, in Festschrift Straube (2009) 19.

Fischer, Die Verlagerung des Gläubigerschutzes vom Gesellschafts- in das Insolvenzrecht nach „Inspire Art“, ZIP 2004, 1477.

Fleischer, Verhandlungen des 64. DJT (2002) I Gutachten.

Gamerith, Überschuldung als Anfechtungsvoraussetzung, RdW 1985, 364.

Graf, OGH verteidigt Prospekthaftung, ecolex 2011, 599.

Gruber, Kapitalmarktinformationshaftung der AG und Kapitalerhaltungsgrundsatz, Teil I + II, JBl 2007, 2, 90.

Gruber, Prospekthaftung der AG versus Kapitalerhaltung, GesRZ 2010, 73.

Harrer, Zivilrechtliche Irritationen im Kapitalmarktrecht, ZFR 2011, 9.

Hopt / Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA, WM 2004, 1801.

Hopt / Voigt (Hrsg), Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005).

Hopt / Wiedemann (Hrsg), Großkommentar AktG⁴ (2002).

Hüfner, Aktiengesetz: AktG¹² (2012).

Jabornegg / Strasser (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz I⁵ (2010), II⁵ (2011).

Kalss, Die rechtliche Grundlage kapitalmarktbezogener Haftungsansprüche, ÖBA 2000, 641.

Kalss, Anlegerinteressen: Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag, Verband und Markt (2002).

Kalss, Kapitalmarktinformationshaftung – Runde wieviel? GesRZ 2012, 149.

Kalss / Oppitz / Zollner, Kapitalmarktrecht I (2005).

Karollus, Nochmals: Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen und Kapitalerhaltung in der AG, ZFR 2010, 50.

Karollus, Neues zur Prospekthaftung (Konkurrenz zum Verbot der Einlagen-

rückgewähr und zur „fehlerhaften Gesellschaft“, Kausalität des Prospektfehlers für die Disposition des Anlegers, Schadensberechnung und Schadensnachweis), ÖBA 2011, 450.

König, Die Anfechtung nach der Konkursordnung⁴ (2009).

Konecny / Schubert (Hrsg), Kommentar zu den Insolvenzgesetzen (ab 1997).

Koppensteiner / Rüffler, GmbH-Gesetz Kommentar³ (2007).

Koziol, Grundlagen und Streitfragen der Gläubigeranfechtung (1991).

Koziol, Österreichisches Haftpflichtrecht Band I³ (1997).

Krejci, Anlegerschutz des Aktionärs, Kapitalerhaltung und fehlerhafte AG, GesRZ 2011, 193.

Langenbacher, Kapitalerhaltung und Kapitalmarkthaftung, ZIP 2005, 239.

Larenz, Methodenlehre der Rechtswissenschaft⁶ (1991).

Möllers, Das Verhältnis der Haftung wegen sittenwidriger Schädigung zum gesellschaftsrechtlichen Kapitalerhaltungsgrundsatz, BB 2005, 1637.

Mohr, Eigenkapitalersatz im Insolvenzverfahren nach dem EKEG-Entwurf, ecolex 2002, 338.

Mühlbert, Empfiehlt es sich, das Kapitalmarkt- und Börserecht neu zu regeln? JZ 2002, 826.

Münchener Kommentar zum AktG I³ (2008).

Ostheim, Eigenkapitalersetzende Gesellschaftendarlehen in der Unternehmenskrise, GesRZ 1989, 122.

Petschek / Reimer / Schiemer, Das österreichische Insolvenzrecht (1973).

Rebernick, Konkursanfechtung des Kontokorrentkredits (1998).

Reich-Rohrwig, Grundsatzfragen der Kapitalerhaltung (2004).

Roth G. H., Kapitalerhaltung versus Prospekthaftung: Die europäischen Richtlinien, JBl 2012, 73.

Rüffler, Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation und Kapitalerhaltung in der AG, in FS Straube (2009) 113.

Rüffler, Kapitalmarktrechtliche Informations- und Verhaltenspflichten als Schutzgesetze? GeS 2010, 113.

Rüffler, Organaußenhaftung für Anlegerschäden, JBl 2011, 69.

Rüffler, Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht – über eine schwierige Beziehung, ÖBA 2011, 699.

Sauer, Haftung für Falschinformation des Sekundärmarkts (2004).

Schopper, Ausfallhaftung der Mitgesellschafter für verbotswidrige Rückzahlung Eigenkapital-ersetzender Leistungen, wbl 2004, 410.

Schopper / Vogt, Eigenkapitalersatzgesetz, Praxiskommentar zum EKEG samt Nebenbestimmungen in KO und AO (2003).

Slain / Kripke, The Interface between Securities Regulation and Bankruptcy – Allocating the Risk of Illegal Securities between Securityholders and the Issuer's Creditors, 48 N.Y.U.L.Rev. (1973) 261.

Thole, Gläubigerschutz durch Insolvenzrecht (2010).

Told, Noch offene Fragen zur Geltendmachung von Prospekthaftungsansprüchen nach 6 Ob 28/12d? GeS 2012, 333.

Torggler U., Emittentenhaftung: roma locuta und alle Fragen offen, Anmerkung zu 7 Ob 77/10i, ecolex 2011, 1121, 1124.

Trenker, Insolvenzanfechtung gesellschaftsrechtlicher Maßnahmen (2012).

Völkl, Anlegerschutz: OGH macht's einfach(er) – Anmerkungen zu OGH 7 Ob 77/10i (Niedermeyer Privatstiftung), wbl 2011, 474.

Widhalm, Die Absichtsanfechtung in der Rechtsprechung, ecolex 2000, 787.

Zib / Russ / Lorenz, Kapitalmarktgesetz (2001).

Zimmer, Verschärfung der Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation, WM 2004, 9.

Zivny, Kapitalmarktgesetz (2006).