Rechtsgutachten

zu möglichen Schadensersatzansprüchen des Landes Niedersachsen gegen die Volkswagen AG aufgrund der Diesel-Thematik

im Auftrag des Landes Niedersachsen

erstattet durch

Univ.-Prof. Dr. Rüdiger Veil

Direktor des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Alfried Krupp-Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Unternehmens- und Wirtschaftsrecht

Bucerius Law School Hamburg

Hochschule für Rechtswissenschaft

Jungiusstr. 6

20355 Hamburg

I. Sachverhalt

1. Die Volkswagen Aktiengesellschaft („**VW AG**“) hat am 22. September 2015 eine Ad hoc-Mitteilung über die Verwendung einer Steuerungssoftware in Dieselfahrzeugen veröffentlicht („**September-2015 Ad hoc**“). Darin wurde auch die Absicht mitgeteilt, eine Rückstellung von 6,5 Milliarden Euro im laufenden Geschäftsjahr zu bilden.

   Die „September-2015 Ad hoc“ wurde veröffentlicht, nachdem US-amerikanische Behörden den Vorwurf der Verwendung der Steuerungssoftware am 18. September 2015 öffentlich gemacht hatten und VW am 20. September 2015 öffentlich Manipulationen von Abgaswerten bei Dieselautos in den USA eingeräumt hatte. Zuvor soll VW laut Medienberichten gegenüber den US-amerikanischen Behörden bereits Anfang September 2015 die Manipulation zugegeben haben.

   Die Entscheidung zum Einbau der Steuerungssoftware soll Presseberichten zufolge 2005/2006 gefallen und der Einsatz in Dieselmotoren ab 2009 erfolgt sein. Angeblich hat seit dem Frühjahr 2014 die US-amerikanische Umweltbehörde Untersuchungen zu den Abgaswerten der Dieselfahrzeuge durchgeführt.

2. Nach Veröffentlichung der „September-2015 Ad hoc“ haben die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und Anleger Vorwürfe erhoben, dass VW bereits vor dem 22. September 2015 Kenntnis von Insiderinformationen betreffend die Diesel-Thematik gehabt haben soll und die „September-2015 Ad hoc“ zu spät veröffentlicht worden sei.

3. Nach Bekanntwerden der Vorwürfe gegenüber VW im Zusammenhang mit der Diesel-Thematik und auch nach Veröffentlichung der „September-2015 Ad hoc“ ist der Kurs der VW-Aktie massiv eingebrochen. Die Kursentwicklung der VW-Aktie lässt sich wie folgt darstellen:

   - Seit der Kapitalerhöhung bei VW im März 2010 stieg der Börsenkurs der VW-Vorzugsaktien bis zum 5. April 2015 relativ linear von ca. 70 Euro auf etwa 253 Euro. Der Kurs der VW-Stammaktien entwickelte sich im selben Zeitraum von ca. 70 Euro auf rund 245 Euro.

   - Danach fiel der Kurs aufgrund sinkender Absatzzahlen stetig auf ca. 162 Euro (Vorzugsaktie) bzw. ca. 160 Euro (Stammaktie).

- Auf etwa diesem Niveau lag der Kurs auch am Freitag, 18. September 2015, bevor die Manipulation durch die US-amerikanische Umweltbehörde bekannt gemacht wurde.

- Infolge des Bekanntwerdens sank der Kurs am nächsten Börsentag, Montag, den 21. September 2015, auf ca. 132 Euro (Vorzugsaktie) bzw. ca. 134 Euro (Stammaktie).

- Der Abwärtstrend setzte sich auch am darauffolgenden Dienstag, dem 22. September, fort. Nachdem an diesem Tag die „September-2015 Ad hoc" bekannt gegeben wurde, fiel der Kurs auf ca. 106 Euro (Vorzugsaktie) bzw. ca. 111 Euro (Stammaktie).

- In den nächsten zwei Tagen erholte sich der Aktienkurs leicht, so dass er sich am 23. und 24. September 2015 bei ca. 112 Euro (Vorzugsaktie) bzw. ca. 119 Euro (Stammaktie) befand.

- Am Freitag, dem 25. September 2015, machte sich wieder ein leichter Abwärtstrend bemerkbar, so dass der Börsenkurs von VW zum Ende der Handelswoche mit ca. 107 Euro (Vorzugsaktie) bzw. ca. 116 Euro (Stammaktie) schloss.

- Bis 29. September 2015 sank der Kurs auf ca. 95 Euro (Vorzugsaktie) bzw. ca. 103 Euro (Stammaktie). Am 29. September 2015 hatte VW bekannt gegeben, dass die Höhe der geplanten Rückstellungen vermutlich nicht ausreichen werde, um die mit der Diesel-Thematik verbundenen Aufwendungen zu beheben.

- Seither unterliegt der Kurs Schwankungen zwischen ca. 105 Euro und ca. 150 Euro.

- Nachdem der Freistaat Bayern angekündigt hat, Schadensersatzansprüche gegen VW geltend machen zu wollen (siehe dazu unter I. 9.), verlor der Aktienwert wieder und lag am 3. August 2016 bei knapp 118 Euro (Vorzugsaktie) bzw. rund 127 Euro (Stammaktie).

Der Kursverlauf ist in den als **Anlage** beigefügten Übersichten grafisch dargestellt.

4. Der Jahresabschluss von VW für das Jahr 2015 wies einen Jahresfehlbetrag von gut 5,5 Milliarden Euro aus, während im Jahr 2014 ein Jahresüberschuss von knapp 2,5 Milliarden Euro erzielt wurde.

Die Dividende für das Jahr 2015 betrug 0,17 Euro für Vorzugsaktien und 0,11 Euro für Stammaktien. Im Jahr davor wurde den Vorzugsaktionären eine Dividende von 4,86 Euro und den Stammaktionären von 4,80 Euro ausgeschüttet.

5. Kurz nach Bekanntwerden des Sachverhalts zur Diesel-Thematik hatte die zuständige Staatsanwaltschaft Braunschweig ein Ermittlungsverfahren eingeleitet, um die Verantwortlichkeiten aufzuklären. Laut Pressemitteilung der Staatsanwaltschaft Braunschweig vom 29. September 2015 lag der Schwerpunkt auf dem Vorwurf des Betruges durch den Verkauf von Fahrzeugen mit manipulierten Abgaswerten.

   Nachdem die BaFin bei der Staatsanwaltschaft Braunschweig Strafanzeige gestellt hatte, leitete die Staatsanwaltschaft ein weiteres Ermittlungsverfahren gegen zwei ehemalige Vorstandsmitglieder von VW wegen des Verdachts der Marktmanipulation ein. Der Vorwurf richtet sich laut Pressemitteilung der Staatsanwaltschaft Braunschweig vom 20. Juni 2016 auf die bewusst verspätete Mitteilung der sich aus der Verwendung der Steuerungssoftware ergebenden Konsequenzen. In der Pressemitteilung ist die Rede davon, dass Anhaltspunkte dafür bestünden, dass die Pflicht zu der Mitteilung bereits zu einem früheren Zeitpunkt bestanden haben könnte.

   Insgesamt soll die Staatsanwaltschaft Braunschweig laut Medienberichten fünf Verfahren im Zusammenhang mit der Diesel-Thematik eingeleitet haben, die sich gegen insgesamt 30 Beschuldigte richten. Darunter ist auch ein Bußgeldverfahren gegen den Konzern selbst und eines wegen möglicher Beihilfe zur Steuerhinterziehung.

6. Neben den strafrechtlichen Verfahren der Staatsanwaltschaft prüft die BaFin die Vorgänge. Sie will aufklären, ob möglicherweise Marktmanipulationen, Insiderhandel oder ein Verstoß gegen die Publikationspflichten aufgrund unterlassener beziehungsweise verspäteter Kapitalmarktinformation erfolgt sind.

7. VW hat sich in den USA bereit erklärt, wegen der Diesel-Thematik Zahlungen von mehr als 15 Milliarden Dollar zu leisten. Es handelt sich um Entschädigungen, die nicht aufgrund kapitalmarktrechtlicher Streitigkeiten erbracht werden.

8. In Deutschland sind seit Bekanntwerden der Diesel-Thematik zahlreiche Klagen von Anlegern gegen VW erhoben worden. Grundlage dafür ist bislang nicht die Manipulation der Dieselmotoren an sich, sondern der Vorwurf, dass VW den

Kapitalmarkt angeblich zu spät über die Verwendung der Steuerungssoftware bzw. die Diesel-Thematik informiert hat.

- Unter den Klägervertretern ist der für solche Verfahren bekannte Rechtsanwalt Andreas Tilp. Er hat nach eigenen Angaben beim Landgericht Braunschweig eine Klage eingereicht, mit der rund 280 institutionelle Anleger aus mehreren Ländern fast 3,3 Milliarden Euro Schadensersatz für Kursverluste fordern. Außerdem vertritt Tilp mehr als 1.100 Privatanleger, die durchschnittlich einen Schaden von 47.000 Euro geltend machen.

- Die Kanzlei Quinn Emanuel reichte Klagen für rund 50 institutionelle internationale Investoren ein. Darunter befinden sich auch der milliardenschwere Pensionsfonds für Lehrer in Kalifornien, ein Staatsfonds und Hedgefonds. Die geforderte Summe beläuft sich auf 680 Millionen Euro.

- Außerdem klagt der Pensionsfonds für Angestellte der US-Stadt Boston, welcher Anleihen von VW hält. Hinzu kommt die niederländische Stiftung „Stichting Volkswagen Investors Claim", die mit ihrer Klage einen außergerichtlichen Vergleich anstrebt.

- Auch der Versicherungskonzern Allianz und die Dekabank befinden sich Presseberichten zufolge unter den Klägern.

- In Deutschland gingen beim zuständigen Landgericht Braunschweig zudem rund 120 Klagen von Kleinanlegern ein, die Schäden von jeweils zwischen 600 Euro und zwei Millionen Euro geltend machen.

- Die Kanzlei Nieding + Barth hat ebenfalls eine Klage am Landgericht Braunschweig für 66 Investoren aus den USA und Großbritannien angekündigt.

Insgesamt sind beim Landgericht Braunschweig bislang (Stand 2. August 2016) 164 Klagen von Aktionären gegen VW eingegangen.

In den meisten dieser Klagen wurde ein Antrag nach § 2 Abs. 1 Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG) gestellt. VW hat in bereits eingereichten Klageerwiderungen ebenfalls einen Antrag auf Durchführung eines solchen Musterverfahrens gestellt. Mittlerweile hat das Landgericht Braunschweig in einem Teil der Verfahren die Zulässigkeit eines solchen Verfahrens nach § 3 Abs. 2 KapMuG bekannt gemacht. Diese Bekanntmachung unterbricht das betreffende

Verfahren (§ 5 KapMuG). Für die Durchführung des Musterverfahrens sind insgesamt zehn Musterverfahrensanträge erforderlich, die beim Landgericht Braunschweig problemlos erreicht wurden.

Das Landgericht Braunschweig hat am 5. August 2016 unter dem Aktenzeichen 5 OH 62/16 einen Vorlagebeschluss gemäß § 6 KapMuG erlassen. Nach der Bekanntmachung des Vorlagebeschlusses werden diejenigen Verfahren ausgesetzt, deren Entscheidung von dem im Rahmen des Vorlagebeschlusses zu klärenden Feststellungszielen abhängt.

Aus den ausgesetzten Verfahren wählt das Oberlandesgericht einen Musterkläger aus (§ 9 Abs. 2 KapMuG). Alle anderen Kläger werden zum Verfahren beigeladen.

Innerhalb einer Frist von sechs Monaten nach Bekanntgabe des Musterverfahrens können weitere Ansprüche gegenüber dem Oberlandesgericht angemeldet werden.

Gegen die Entscheidung des Oberlandesgerichts ist Rechtsbeschwerde zum Bundesgerichtshof zulässig (§ 20 KapMuG), wobei von Klägerseite sowohl der Musterkläger als auch die Beigeladenen zur Einlegung der Beschwerde berechtigt sind.

Die rechtskräftige Entscheidung im Musterverfahren ist in den ausgesetzten Verfahren bindend. Für diejenigen, die sich nur zum Musterverfahren angemeldet haben, aber nicht selbst geklagt haben, besteht keine Bindungswirkung.

9. Am 2. August 2016 hat der Freistaat Bayern angekündigt, dass der bayerische Pensionsfonds Klage gegen VW erheben werde. Diese soll auf mutmaßliche Verstöße gegen Mitteilungspflichten gestützt werden. Der Fonds habe durch den Absturz des Kurses der VW-Aktie einen Kursdifferenzschaden hinnehmen müssen. Laut Medienberichten hält der Pensionsfonds Vorzugsaktien.

10. Daraufhin berichteten die Medien in Deutschland, dass Baden-Württemberg und Hessen ebenfalls Klagen gegen VW erwägen.

II. Rechtsgutachtlicher Auftrag

Das Land Niedersachsen hält an VW unmittelbar 440 Stammaktien sowie über die landeseigene Hannoversche Beteiligungsgesellschaft mbH („**HanBG**"; zusammen mit dem Land Niedersachsen das „**Land**") weitere 59.021.870 Stammaktien. Gegenwärtig sind 30.234.600 der von der HanBG gehaltenen Stammaktien Gegenstand von Vermögensrechten der Volkswagen-Stiftung („**VW-Stiftung**"). Die HanBG hat nach dem mir mitgeteilten

Sachverhalt zuletzt im Jahr 2008 insgesamt 500.000 VW-Aktien gekauft. Eine Veräußerung von VW-Aktien ist in den letzten Jahren nicht erfolgt.

Das Land Niedersachsen hat mich gebeten, rechtsgutachtlich dazu Stellung zu nehmen, ob ihm Schadensersatzansprüche gegen VW zustehen und ob das Land gegebenenfalls verpflichtet ist, etwaige Ansprüche gegen VW geltend zu machen. Auf die Frage, ob die VW-AG ihre Pflichten nach dem WpHG zur Veröffentlichung von Insiderinformationen gem. § 15 WpHG verstoßen hat, soll ich nicht eingehen. Meine rechtsgutachtliche Stellungnahme unterstellt daher argumentationshalber, dass VW bereits vor dem 22. September 2015 zur Veröffentlichung verpflichtet gewesen sein könnte. Auf der Grundlage dieser Annahme werde ich im Folgenden untersuchen, ob Rechtsgrundlagen für etwaige Schadensersatzansprüche bestehen könnten und ob die Voraussetzungen solcher Ansprüche erfüllt sein könnten. Dabei werde ich auch auf eine etwaige Verjährung möglicher Ansprüche eingehen.

III. Stellungnahme

1. Mögliche Schadensersatzansprüche wegen verspäteter Ad hoc-Mitteilung

Für eine Untersuchung möglicher kapitalmarktrechtlicher Anspruchsgrundlagen ist es erforderlich, im Ausgangspunkt kurz festzuhalten, zu welchen Zeitpunkten möglicherweise eine (für die Zwecke dieses Rchtsgutachtens argumentationshalber unterstellte) Pflicht von VW bestanden haben könnte, wegen der Diesel-Thematik eine Insiderinformation gem. § 15 WpHG zu veröffentlichen. Diese Frage ist von vielen Aspekten abhängig, insbesondere der Kursrelevanz des betreffenden Umstands und der Kenntnis der VW AG von den die Veröffentlichungspflicht begründenden Umständen. Darauf kann im Rahmen dieses Rechtsgutachtens nicht eingegangen werden. Es ist zur Beurteilung möglicher Anspruchsgrundlagen ausreichend, zwei weitere potentiell publizitätspflichtige Umstände herauszustellen:

- In Betracht kommt zunächst, dass bereits 2009 eine Ad-hoc-Publizitätspflicht bestanden haben könnte (Alternative 1). Nach Presseberichten soll in diesem Jahr Steuerungssoftware in VW-Dieselfahrzeugen eingesetzt worden sein (veröffentlichungspflichtiger Umstand wäre dann die Entscheidung zum Einbau manipulativer Software gewesen).
- Denkbar wäre ferner, dass die Einleitung von Untersuchungsmaßnahmen der US-amerikanischen Behörden im Frühjahr 2014 veröffentlichungspflichtig gewesen sein könnte (Alternative 2).

a) Anspruch gem. § 37b WpHG wegen unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung von Insiderinformationen

Unterlässt es der Emittent von Finanzinstrumenten, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, unverzüglich eine Insiderinformation zu veröffentlichen, die ihn unmittelbar betrifft, ist er einem Dritten gem. § 37b Abs. 1 WpHG zum Schadensersatz verpflichtet. Voraussetzung ist, dass der Dritte (Nr. 1) die Finanzinstrumente nach der Unterlassung erwirbt und er bei Bekanntwerden der Insiderinformation noch Inhaber der Finanzinstrumente ist oder (Nr. 2) die Finanzinstrumente vor dem Entstehen der Insiderinformaton erwirbt und nach der Unterlassung veräußert.

aa) Voraussetzungen

Die VW AG ist eine Emittentin von Aktien, die zum Handel an einer inländischen Börse (u.a. FWB) zugelassen sind. Der Anwendungsbereich der Vorschrift ist daher eröffnet. Allerdings müssen auch die Voraussetzungen nach § 37 b Abs. 1 Nr. 1 WpHG erfüllt sein. Dies ist bezüglich des Landes nach dem mitgeteilten Sachverhalt nicht der Fall. Selbst wenn man annehmen würde, dass bereits im Jahr 2009 eine Veröffentlichungspflicht bestand (Alternative 1), haben weder das Land Niedersachsen noch die HanBG „nach der Unterlassung der Veröffentlichung der Insiderinformation" VW-Aktien erworben (die letzten Aktien wurden 2008 erworben).

Eine andere Beurteilung könnte geboten sein, wenn § 37b Abs. 1 WpHG erweiternd auszulegen oder analog anwendbar wäre. Die h.M. lehnt dies aber aus überzeugenden Gründen ab. Bereits aus den Gesetzesmaterialien wird ersichtlich, dass der Gesetzgeber die Haftung des Emittenten wegen fehlerhafter Veröffentlichung von Insiderinfomationen auf die im Gesetz geregelten Fallgruppen beschränken wollte.[1] In der Literatur wird zudem argumentiert, dass eine schrankenlose Gewährung von Schadensersatzansprüchen die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Emittenten gefährden würde.[2] Anlegern, die aufgrund einer unterlassenen Veröffentlichung einer Insiderinformation davon abgehalten wurden, Finanzinstrumente zu veräußern, stehen (ebenso wie im US-amerikanischen

---

[1] Vgl. Begr. RegE 4. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 14/8017, S. 93 f. (wonach ein Anspruch „nur besteht", wenn eine der gesetzlichen Konstellationen gegeben ist).

[2] *Sethe* in Assmann/Schneider, Kommentar zum WpHG, 6. Aufl. 2012, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 63.

Kapitalmarktrecht) keine Ansprüche nach § 37b WpHG zu (kein Schutz von Halteentscheidungen).[3]

bb) Verjährung

Der Vollständigkeit halber soll noch darauf eingegangen werden, wann ein etwaiger Anspruch nach § 37b Abs. 1 Nr. 1 WpHG verjähren würde. Hintergrund ist, dass die Verjährung von Schadensersatzansprüchen im Zusammenhang mit der Diesel-Thematik in der Öffentlichkeit diskutiert wird und daraus zum Teil von Anlegeranwälten die Empfehlung abgeleitet wird, kurzfristig verjährungshemmende Maßnahmen zu ergreifen.

(1) Rechtsgrundlagen

Der Gesetzgeber hatte ursprünglich eine besondere Verjährungsregelung für Ansprüche nach § 37b WpHG vorgesehen. Nach Abs. 4 dieser mittlerweile aufgehobenen Vorschrift verjährte der Anspruch nach Abs. 1 in einem Jahr von dem Zeitpunkt an, zu dem der Dritte Kenntnis von der Unterlassung erlangt, spätestens jedoch in drei Jahren seit der Unterlassung.

Seit dem 10. Juli 2015 verjähren Ansprüche nach § 37b WpHG nach den allgemeinen Verjährungsregeln des BGB (§§ 195, 199 BGB).[4] Danach beträgt die regelmäßige Verjährungsfrist drei Jahre. Die Verjährungsfrist beginnt mit dem Schluss des Jahres, in dem der Anspruch entstanden ist und der Gläubiger von den den Anspruch begründenden Umständen und der Person des Schuldners Kenntnis erlangt oder ohne grobe Fahrlässigkeit erlangen musste. Kenntnis i.S.d. Vorschrift setzt nicht voraus, dass der Gläubiger (hier: das Land Niedersachsen und die HanBG bezüglich der von ihnen jeweils gehaltenen Aktien) alle Einzelheiten der dem Anspruch zugrunde liegenden Umstände überblickt. Es genügt, dass „der Gläubiger den Hergang in seinen Grundzügen kennt und weiß, dass der Sachverhalt erhebliche Anhaltspunkte für die Entstehung eines Anspruchs bietet. Maßgeblich ist, ob der Gläubiger auf Grund der ihm bekannten Tatsachen gegen eine bestimmte Person Klage erheben kann (auch

---

[3] Vgl. LG München I, Urt. v. 12.6.2009, 22 O 16205/08 (unveröffentlicht), abrufbar unter www.juris.de (Rn. 121: „Auch ist die vom Kläger behauptete Halteentscheidung bezüglich der ... eingetauschten ... Aktien tatbestandlich nicht von den §§ 37b und c WpHG erfasst"); *Fleischer*, BB 2002, 1869 ff.; *Fuchs* in Fuchs, Kommentar zu WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 37b, 37c Rn. 23; *Möllers/Leisch* in Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Aufl. 2014, §§ 37b, 37c Rn. 252; *Sethe* (Fn. 2), §§ 37b, c WpHG Rn. 63.

[4] Vgl. *Fuchs* (Fn. 3), §§ 37b, 37c Rn. 51a.

nur in Form einer Feststellungsklage), die bei verständiger Würdigung der ihm bekannten Tatsachen so viel Aussicht auf Erfolg bietet, dass sie für ihn zumutbar ist."[5]

(2) Schlussfolgerungen

Wenn die VW AG bereits 2009 publizitätspflichtig gewesen wäre (Alternative 1), wären etwaige Schadensersatzansprüche mittlerweile gem. § 37b Abs. 4 WpHG a.F. verjährt. Dies gilt auch dann, wenn das Land Niedersachsen und/oder die HanBG erst 2015 Kenntnis von den anspruchsbegründenden Umständen erlangt hätten. Denn nach der inzwischen außer Kraft getretenen Vorschrift trat Verjährung spätestens drei Jahre nach der Unterlassung ein.

Schwieriger zu beurteilen ist die Verjährungsfrage für Ansprüche, die wegen einer 2014 unterlassenen Ad hoc-Mitteilung (Alternative 2) begründet sein könnten. Für solche Ansprüche stellt sich die Frage, ob die alte (bis zum 9. Juli 2015 in Kraft gewesene) Verjährungsvorschrift gilt oder aber die (seit dem 10. Juli 2015 maßgeblichen) allgemeinen Verjährungsregeln des BGB anzuwenden sind.

In der Literatur wird teilweise vertreten, dass für Altfälle die alte (kurze) Verjährungsvorschrift des § 37b Abs. 4 WpHG anzuwenden sei. Dies wird auf eine Analogie zu Art. 229 § 6 Abs. 3 EGBGB oder auf eine Gesamtanalogie zu den kapitalmarktrechtlichen Überleitungsvorschriften zum intertemporalen Verjährungsrecht gestützt.[6] Andere Stimmen wollen dagegen die allgemeinen Verjährungsregeln (§§ 195, 199 BGB) anwenden,[7] weil dies der Vorstellung des Gesetzgebers entsprechen würde.[8]

Eine Gerichtsentscheidung zu der Verjährungsfrage ist bislang – soweit ersichtlich – nicht ergangen. Da die Rechtsfrage der Verjährung unklar ist, kann einerseits vertreten werden, dass Fälle, bei denen die pflichtwidrige Unterlassung zwischen dem 10. Juli 2012 und dem 9. Juli 2015 liegt, nach altem Recht zu beurteilen sind und diese somit nach drei Jahren unabhängig von der Kenntnis verjähren. Für die Beurteilung der Verjährung wäre zunächst relevant, wann VW eine entsprechende Ad hoc-Mitteilung hätte bekannt machen müssen. In dem hier relevanten Zeitraum könnte die im Frühjahr 2014 erfolgte Einleitung von

---

[5] Vgl. *Grothe* in Münchener Kommentar zum BGB, 7. Aufl. 2015, § 199 Rn. 28 m.w.N. zur ständigen Rechtsprechung.

[6] Vgl. *Tilp/Weiss*, WM 2016, 914, 915 ff.; kritisch zur Analogie *Piekenbrock*, NJW 2016, 1350, 1351.

[7] Vgl. *Druckenbrodt*, NJW 2015, 3749, 3750 ff.; *Fuchs* (Fn.3), §§ 37, 37c Rn. 51a.

[8] Vgl. Beschlussempfehlung des Finanzausschusses, BT-Drucks. 14/4708, S. 68.

Untersuchungsmaßnahmen der amerikanischen Behörden eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation sein (Alternative 2). Sollte schon zu diesem Zeitpunkt Kenntnis oder grob fahrlässige Unkenntnis davon beim Land Niedersachsen [9] bestanden haben, käme eine Verjährung frühestens im Frühjahr 2017 in Betracht.

Andererseits kann vertreten werden, alle bei Außerkrafttreten des § 37b Abs. 4 WpHG a.F. noch nicht verjährten Ansprüche würden nach den heute geltenden Vorschriften (unter Anrechnung der bereits abgelaufenen Verjährungsfrist) verjähren. Da allerdings vor dem Außerkrafttreten des § 37b Abs. 4 WpHG a.F. noch keine Kenntnis vorgelegen hat, kann auf die kenntnisabhängige Frist keine Anrechnung stattfinden, sondern nur auf die kenntnisunabhängige 10-Jahres Frist des § 199 Abs. 3 Nr. 1 BGB.

Aufgrund der (hier argmentationshalber unterstellten) Kenntniserlangung im September 2015 begann die Frist nach §§ 195, 199 Abs. 1 BGB mit dem 31. Dezember 2015 und läuft damit am 31. Dezember 2018 ab. Die kenntnisunabhängige Verjährungsfrist nach §§ 195, 199 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 BGB endet in keinem Fall, selbst unter Anrechnung der nach altem Recht bereits abgelaufenen Frist, vorher.

Dass die Jahresfrist des § 37b Abs. 4 WpHG a.F. auch für solche Ansprüche gelten soll, die erst nach dem 10. Juli 2015 entstanden sind[10] und über welche die Anleger im September 2015 Kenntnis erlangt haben, wie dies teilweise von anwaltlicher Seite in Veröffentlichungen im Internet vertreten wird, ist nicht nachvollziehbar. Seit diesem Zeitpunkt kann § 37b Abs. 4 WpHG a.F., wie dargestellt, nicht mehr angewandt werden.

b) Anspruch gemäß § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 15 WpHG

aa) Grundlagen

§ 15 WpHG ist keine Anspruchsgrundlage für Schadensersatzansprüche von Anlegern gegen einen Emittenten von Finanzinstrumenten wegen fehlerhafter Veröffentlichung einer Insiderinformation. Es kommt daher allein ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 15 WpHG in Betracht. Voraussetzung ist, dass § 15 WpHG ein „den Schutz eines anderen bezweckenden Gesetz" ist. Dies ist aber nicht der Fall, wie sich aus § 15 Abs. 6 Satz 1 WpHG

---

[9] Hier wäre eine differenzierte Beurteilung zwischen den vom Land Niedersachsen unmittelbar gehaltenen Anteile und den von der HanBG gehaltenen Anteile vorzunehmen (unterschiedliche Wissenszurechnung).

[10] Dies wäre beipielsweise denkbar, wenn die im Sepember ad hoc veröffentlichte Information schon früher die Voraussetzungen einer Insiderinformation erfüllt hatte.

a.F.[11] ergibt: Verstößt der Emittent gegen die Verpflichtung nach § 15 Abs. 1 WpHG, so ist er einem anderen nur unter den Voraussetzungen der §§ 37b, 37c WpHG zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet. Zwar bestimmt § 15 Abs. 6 Satz 2 WpHG a.F., dass Schadensersatzansprüche, die auf anderen Rechtsgrundlagen beruhen, unberührt bleiben. Damit sind aber nur vertragliche Ansprüche und Ansprüche aus vorsätzlichen unerlaubten Handlungen gemeint.[12] Eine Schadensersatzhaftung gem. § 823 BGB i.V.m. § 15 Ab. 1 WpHG ist daher ausgeschlossen.[13]

Eine andere Beurteilung ist aus unionsrechtlichen Gründen nicht erforderlich. Zwar geht § 15 WpHG auf Art. 6 der Richtlinie 2003/6/EG zurück (Marktmissbrauchsrichtlinie 2003). Diese (inzwischen außer Kraft getretene) Richtlinie beschränkte sich aber darauf, das materielle Aufsichtsrecht in den Mitgliedsstaaten zu harmonisieren. Sie verlangte von den Mitgliedstaaten nicht, eine privatrechtliche Haftung vorzusehen.[14]

bb) Schlussfolgerungen

Angenommen, die VW AG wäre bereits in 2009 (Alternative 1) oder in 2014 (Alternative 2) verpflichtet gewesen, den Kapitalmarkt über eine Insiderinformation zu veröffentlichen, so könnte das Land deshalb keine Schadensersatzansprüche gem. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 15 WpHG geltend machen. Denn die Vorschrift des § 15 Abs. 1 WpHG war kein Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB.

Selbst wenn man die Frage der Schutzgesetzeigenschaft – entgegen dem Wortlaut der Norm und dem Verständnis der Rechtsprechung und Lehre – anders beurteilen würde, käme ein Schadensersatzanspruch des Landes wegen der Diesel-Thematik nicht in Betracht, weil nicht erkennbar ist, dass das Land einen kausal entstandenden Schaden erlitten hat.

Das Land hat im relevanten Zeitraum (2009 bis 2015) keine Transaktionen mit VW-Aktien vorgenommen. Ein Ersatz des Unterschiedsbetrags zwischen dem tatsächlich gezahlten

---

[11] Die bis zum 2.7.2016 geltende Fassung des § 15 WpHG. Seitdem gilt in Folge der Umsetzung neuen europäischen Rechts (Marktmissbrauchs-Verordnung) eine neue Fassung.

[12] Vgl. *Fuchs* (Fn. 3), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 52.

[13] In diesem Sinne bereits vor der gesetzlichen Regelung in § 15 Abs. 6 WpHG BGH v. 19.7.2004 – II ZR 218/03, BGHZ 160, 134 Rn. 18 (Infomatec) mit Hinweis auf die Gesetzesmaterialien, wonach die Vorschrift „ausschließlich die im öffentlichen Interesse liegende Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes" bezwecke.

[14] Näher *Veil* in Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2014, § 12 Rn. 6 ff.

Transaktionspreis und dem Preis, der bei pflichtgemäßem Publikationsverhalten gegeben wäre, kommt daher nicht in Betracht. Da das Land nach den mir vorliegenden Informationen nicht plante, Aktien zu veräußern, kann auch nicht geltend gemacht werden, es habe durch die Pflichtwidrigkeit davon abgesehen, VW-Aktien zu einem hohen Kurs zu veräußern.

Ferner kann der Kursverlust der VW-Aktie ebenfalls nicht als Schaden geltend gemacht werden. Voraussetzung dafür wäre, dass der Aktienkurs aufgrund der pflichtwidrigen Unterlassung der rechtzeitigen Bekanntgabe von Insiderinformationen gefallen wäre. Dies ist nicht der Fall. Darüber hinaus setzt ein Schaden wegen Kursverlusts eine konkrete Anlageentscheidung voraus. [15] Nach dem mir mitgeteilten Sachverhalt hatte das Land Niedersachsen im relevanten Zeitraum keine Pläne, VW-Aktien zu veräußern. Es fehlt an einer konkreten Anlageentscheidung. Im Übrigen würde es hier auch an der Kausalität fehlen. Der Kursverlust setzte aufgrund des Inhalts der „September-2015 Ad hoc" ein, nicht aber wegen ihres (angeblich verspäteten) Zeitpunkts.

Schließlich löst der Wertverlust der Aktien aufgrund der Verminderung des Gesellschaftsvermögens nach herrschender Meinung nur einen Schadensersatz der Aktiengesellschaft, nicht aber der einzelnen Aktionäre aus, so dass der Entwertungsschaden über das Gesellschaftsvermögen auszugleichen ist.[16]

Als Schaden käme weiter noch die im Vergleich zu den Vorjahren für das Jahr 2015 geringer ausfallende Dividende in Betracht. Jedoch fehlt es auch hier an der Kausalität. Die Dividende wäre auch bei rechtzeitiger Mitteilung nicht höher ausgefallen, da dann ebenfalls von einem Kursabfall, eben nur zu einem früheren Zeitpunkt, und der Rückstellung der Mittel für die Schadensbegleichung ausgegangen werden kann.

Es ist damit abschließend festzuhalten, dass ein Schadensersatzanspruch unabhängig von der fehlenden Schutzgesetzeigenschaft des § 15 WpHG auch deshalb ausscheidet, weil das Land keinen durch eine verspätete Ad hoc-Veröffentlichung verursachten Schaden erlitten hat.

---

[15] BGH v. 9.5.2005 – II ZR 287/02, NJW 2005, 2450 (EM-TV); OLG Stuttgart v. 8.2.2006 – 20 U 24/04, WM 2006, 616, 619 f. („Ein Schadensersatzanspruch der Klägerin gegen die Beklagten aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG sowie § 826 BGB setzt voraus, dass die fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilung [...] für die individuelle Anlageentscheidung der Klägerin ursächlich war. Die deliktische Haftung für eine fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilung erfordert nach der gefestigten höchstrichterlichen Rechtsprechung und herrschenden Literatur im haftungsbegründenden Tatbestand die Kausalität zwischen der Pflichtverletzung und der Anlageentscheidung").

[16] BGH v. 10. 11. 1986 – II ZR 140/85, NJW 1987, 1077, 1079; *Koch* in Hüffer, Kommentar zum AktG, 12. Aufl. 2016, § 93 Rn. 63.

c) Anspruch gemäß § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 20a WpHG

aa) Grundlagen

Die unterlassene Veröffentlichung einer Insiderinformation kann eine verbotene Marktmanipulation nach § 20a WpHG sein. Dies kann daher zu straf- und aufsichtsrechtlichen Sanktionen führen. § 20a WpHG [17] ist aber keine Anspruchsgrundlage für Schadensersatzansprüche von Anlegern gegen einen Emittenten von Finanzinstrumenten wegen verbotener Marktmanipulation.

Es kommt daher allein ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 20a WpHG in Betracht. Voraussetzung ist, dass § 20a WpHG ein „den Schutz eines anderen bezweckenden Gesetz" ist. Das BVerfG hatte die Frage zu der Vorläuferregelung in § 88 BörsG a.F. verneint.[18] An dieser Auslegung hat sich durch die Neuregelung des Verbotstatbestands in § 20a WpHG nichts geändert. Die Anleger werden nur reflexartig durch das im öffentlichen Interesse statuierte Verbot der Marktmanipulation geschützt. Der BGH hat sich in einem Grundsatzurteil dieser Auslegung angeschlossen:[19]

> „Dem Wortlaut der Bestimmungen des Wertpapierhandelsgesetzes lässt sich nicht allgemein entnehmen, ob und welchen Vorschriften Schutzgesetzcharakter im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB zukommt. Es bedarf daher einer konkreten Einzelnormbetrachtung. Aus dem Wortlaut des § 20a WpHG lassen sich indes [...] keine Rückschlüsse auf die Reichweite des vom Gesetzgeber beabsichtigten Schutzes ziehen. Im Gesetzentwurf der Bundesregierung zum 4. FFG findet sich zwar im allgemeinen Teil der Passus, Ziel des Entwurfs sei (auch) die Stärkung des Anlegerschutzes (BT-Drucks. 14/8017 S. 1, 62; vgl. insoweit auch BT-Drucks. 15/3174 S. 1, 26 zum AnSVG); jedoch wird im gleichen Atemzug betont, eine Überregulierung des Anlegerschutzes sei zur Verhinderung der Einschränkung der Wettbewerbsfähigkeit zu vermeiden (BT-Drucks. 14/8017 S. 62). Zudem wird bei der Begründung der konkreten Norm selbst entweder nur auf die aufsichtsrechtliche Komponente der Änderung hingewiesen (BT-Drucks. 14/8017 S. 64) oder allein die durch § 20 a WpHG bezweckte Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte betont (BT-Drucks. 14/8017 S. 89, 99). Da des Weiteren der sachliche Schutzbereich der Vorschrift mit der Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung an Märkten und Börsen umschrieben wird (BT-Drucks. 14/8017 S. 89, 98), sprechen die Materialien eher gegen

---

[17] § 20a WpHG galt bis zum Ablauf des 1. Juli 2016 und ist mit Wirkung zum 2. Juli 2016 aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014, ABl. EU L Nr. 173/1) weggefallen und durch entsprechende Bestimmungen der Marktmissbrauchsverordnung ersetzt. Für die hier untersuchten Fragen ist indessen § 20a WpHG die maßgebliche Rechtsgrundlage.

[18] BVerfG v. 24.9.2002 – 2 BvR 742/02, ZIP 2002, 1986, 1988; ebenso BGH v. 19.7.2004 – II ZR 218/03, NJW 2004, 2664, 2665.

[19] IKB-Urteil v. 13.12.2011 – XI ZR 51/10, BGHZ 192, 90. Anders ist aber die Rechtslage in Österreich, wo der OGH die Schutzgesetzeigenschaft des Manipulationsverbots anerkannt hat, vgl. OGH, 6 Ob 28/12d, 5.2 ff.

einen intendierten Individualschutz. Dies korrespondiert mit der durch das AnSVG umgesetzten (BT-Drucks. 15/3174 S. 1, 37) Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch; ABl. 2003 EG Nr. L 96/03 S. 16), in deren Erwägungsgründen ebenfalls hauptsächlich auf den Schutz der Marktintegrität abgestellt wird. Die Entstehungsgeschichte der Norm bestätigt dieses Ergebnis. [...] Der Gesetzgeber hat sich in systematischer Hinsicht gegen eine allgemeine deliktische Haftung für Vermögensschäden und für eine Anknüpfung an die Verletzung besonders aufgeführter Rechtsgüter entschieden. Die im deliktischen Haftungssystem auf § 826 BGB beschränkte Gewährleistung eines Vermögensschutzes darf daher nicht durch eine ausufernde Anerkennung von Schutzgesetzen unterlaufen werden. Nach der Senatsrechtsprechung kommt den in erster Linie aufsichtsrechtlichen Regeln des WpHG folglich keine eigenständige schadensersatzrechtliche Bedeutung zu. Berücksichtigt man ferner, dass seit Einführung der §§ 37b, 37c WpHG autonome Anspruchsgrundlagen in Fällen der Verletzung von Veröffentlichungspflichten existieren, die gezielt nur für den Bereich der Ad-hoc-Mitteilungen geschaffen wurden, kann auch nicht mehr argumentiert werden, der gesetzgeberisch mitbeabsichtigte Anlegerschutz lasse sich effektiv nur durch eine (weitere) deliktische Haftung verwirklichen."

Eine andere Beurteilung käme nur dann in Betracht, wenn es aus unionsrechtlichen Gründen geboten wäre, das Verbot der Marktmanipulation als Schutzgesetz zu qualifzieren. Dazu ist im Ausgangspunkt festzuhalten, dass auch das Verbot der Marktmanipulation auf die Richtlinie 2003/6/EG zurückgeht. Diese Richtlinie verlangt aber von den Mitgliedsstaaten nicht, zivilrechtliche Sanktionen vorzusehen. Es heißt lediglich in Art. 14 Abs. 1:

„Unbeschadet des Rechts der Mitgliedstaaten, strafrechtliche Sanktionen zu verhängen, sorgen die Mitgliedstaaten entsprechend ihrem jeweiligen innerstaatlichen Recht dafür, dass bei Verstößen gegen die gemäß dieser Richtlinie erlassenen Vorschriften gegen die verantwortlichen Personen geeignete Verwaltungsmaßnahmen ergriffen oder im Verwaltungsverfahren zu erlassende Sanktionen verhängt werden können. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass diese Maßnahmen wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sind."

Folglich waren die Mitgliedsstaaten frei darin, die Art und Weise der Rechtsdurchsetzung und der Sanktionen zu regeln. Eine privatrechtliche Haftung des Manipulanten war unionsrechtlich nicht vorgeschrieben. Diese von der Rechtsprechung und einem großen Teil der deutschen Literatur vertretene Auslegung[20] dürfte auch auf der Rechtsprechungslinie des EuGH liegen. Das höchste europäische Gericht hat zu einer wortlautidentischen Regelung in der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) geurteilt, dass die Mitgliedstaaten weitestgehend frei darin sind, wie sie die Rechtsfolgen von Verstößen regeln: „In Ermangelung einer Regelung der Union hierzu kommt es der innerstaatlichen Rechtsordnung der einzelnen

---

[20] A.A. *Hellgardt*, DB 2012, 673, 678 mit dem Argument des *effet utile*.

Mitgliedstaaten zu, die vertraglichen Folgen eines Verstoßes gegen diese Verpflichtungen festzulegen, wobei die Grundsätze der Äquivalenz und der Effektivität beachtet werden müssen.“.[21]

bb) Schlussfolgerungen

Angenommen, die VW AG wäre bereits in 2009 (Alternative 1) oder in 2014 (Alternative 2) verpflichtet gewesen, den Kapitalmarkt über eine Insiderinformation zu veröffentlichen, so könnte die unterlassene Veröffentlichung als eine verbotene Marktmanipulation i.S.d. § 20a WpHG zu qualifizieren sein. Das Land könnte deshalb aber keine Schadensersatzansprüche gem. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 20a WpHG geltend machen. Denn die Vorschrift des § 20a WpHG war kein Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB.

Selbst wenn man diese Rechtsfrage entgegen der Auslegung durch den BGH und der h.M. anders beurteilen würde, wäre aus den bereits dargelegten Gründen ein Schadensersatzanspruch auch deshalb ausgeschlossen, weil das Land mangels Transaktions-entscheidung keinen kausal entstandenden Schaden erlitten hat.

d) Anspruch gemäß § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 263 StGB

§ 263 StGB ist ein Schutzgesetz. Es ist aber nicht ersichtlich, dass das Land Niedersachsen oder die HanBG auf der Grundlage von § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 263 StGB einen Schadensersatzanspruch im Zusammenhang mit der Diesel-Thematik begründen könnte.

Eine tatbestandsmäßige Täuschung kann zwar auch durch Unterlassen begangen werden, wenn eine Garantenpflicht besteht. Diese kann sich aus Gesetz ergeben und wird für § 15 WpHG angenommen, weil danach eine Informationspflicht besteht.[22] Auch eine Vermögensverfügung kann durch ein Unterlassen wie die Nichtveräußerung der Aktien gegeben sein. Allerdings muss die Vermögensverfügung auf dem Irrtum beruhen. Es ist nach dem mitgeteilten Sachverhalt nicht davon auszugehen, dass das Land eine Veräußerung der Aktien unterlassen hat, weil es davon ausging, dass keine Unregelmäßigkeiten im Hinblick auf die Dieselmotoren gegeben waren. Vielmehr wird das Land als strategischer Investor generell eine Veräußerung der Aktien nicht in Betracht gezogen haben.

---

[21] EuGH v. 30.5.2013 – C 604/11, ZIP 2013, 1417.

[22] *Tiedemann*, in Leipziger Kommentar zum StGB, 12. Aufl. 2012, § 263 Rn. 60.

Doch selbst wenn eine Vermögensverfügung angenommen werden würde, und auch ein Schaden unterstellt würde, fehlte es jedenfalls an einer Stoffgleichheit zwischen dem bei den Aktionären entstandenen Schaden und einem etwaigen erstrebten Vorteil. Der angestrebte Vermögensvorteil muss unmittelbar aus dem Vermögen des Geschädigten in der Weise stammen, dass er die „Kehrseite des Schadens" ist.[23]

Wird ein Schaden der Anleger aufgrund des unterlassenen Verkaufs der Aktien angenommen, bestünde der Schaden allein in dem Verlust des Wertes ihrer Aktien aufgrund des Kursverfalls oder der Wertminderung des Unternehmens VW. Dieser Schaden stellt aber keinen Vermögensvorteil auf Seiten von der VW AG oder der für die VW AG handelnden Organe dar.

e) Anspruch gemäß § 826 BGB

aa) Grundlagen

Der BGH hat auf der Grundlage des § 826 BGB in einer Reihe an Urteilen für kapitalmarktrechtliche Sachverhalte (insbesondere die fehlerhafte Ad-hoc-Publizität) die sog. Informationsdeliktshaftung entwickelt. Voraussetzung einer Haftung nach dieser Vorschrift ist eine vorsätzliche Schadenszufügung. Der BGH argumentiert, dass die Veröffentlichung einer Mitteilung als Ad-hoc-Mitteilung kraft Gesetzes voraussetzt, dass die mitgeteilte neue Tatsache geeignet ist, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen. „Da dies ohne Kauf- und Verkaufsentscheidungen von individuellen Marktteilnehmern als zu erwartender Reaktion auf die Mitteilung der meldepflichtigen Tatsache nicht möglich ist, wissen die verantwortlichen Vorstände, dass es infolge der fehlerhaften Ad-hoc-Information zu entsprechenden Anlageentscheidungen kommen wird. Wenn Vorstandsmitglieder die Unrichtigkeit der Ad-hoc-Mitteilung kennen, so wissen sie auch, dass deshalb Wertpapierkäufe auf fehlerhafter Tatsachengrundlage getätigt werden.[24]

Die vorsätzliche Veröffentlichung einer bewusst unwahren Ad-hoc-Mitteilung muss ferner als sittenwidrig iSd. § 826 BGB anzusehen sein. Der BGH weist insoweit darauf hin, dass die bloße Tatsache, dass der Täter gegen eine gesetzliche Vorschrift verstoßen hat, ebenso wenig wie der Umstand, dass sein Handeln bei einem anderen einen Vermögensschaden hervorruft, ausreicht. Vielmehr müsse sich die besondere Verwerflichkeit des Verhaltens aus dem

---

[23] *Perron*, in Schönke/Schröder, StGB, 29. Aufl. 2014, § 263 Rn. 168 f.

[24] BGV v. 19.7.2004 – II ZR 402/02, BGHZ 160, 149, 155.

verfolgten Ziel, den eingesetzten Mitteln, der zutage tretenden Gesinnung oder den eingetretenen Folgen ergeben. Die Verwerflichkeit könne allerdings durch das „Verhalten der Vorstände indiziert" sein. Die „direkt vorsätzliche unlautere Beeinflussung des Sekundärmarktpublikums durch eine grob unrichtige Ad-hoc-Mitteilung" begründe den Vorwurf der Sittenwidrigkeit. Im *Infomatec*-Fall kam hinzu, dass die Vorstandsmitglieder mit den falschen Ad-hoc-Mitteilungen auch in jedenfalls objektiv unlauterer Weise „eigene Zwecke" verfolgten, weil sie als Gründungsgesellschafter Aktien der *Infomatec* AG im Millionenumfang besaßen, so dass sie „von dem mit den unrichtigen Meldungen bezweckten ‚Pushen' der Kurse zumindest mittelbar selbst profitierten". Ein solches Handeln verstößt nach Ansicht des II. Senats „derart gegen die Mindestanforderungen im Rechtsverkehr auf dem Kapitalmarkt, dass ein Ausgleich der durch sie bei den einzelnen Marktteilnehmern verursachten Vermögensschäden geboten erscheint."[25]

Voraussetzung einer Schadensersatzpflicht gemäß § 826 BGB ist weiterhin eine Kausalität der falschen Kapitalmarktinformation für den Willensentschluss des Anlegers, Wertpapiere zu erwerben (haftungsbegründende Kausalität). Beweiserleichterungen räumt der BGH dem Anleger grundsätzlich nicht ein. Die „Anlageentscheidung eines potentiellen Aktienkäufers stelle einen durch vielfältige rationale und irrationale Faktoren, insbesondere teils spekulative Elemente beeinflussten, sinnlich nicht wahrnehmbaren individuellen Willensentschluss dar. Bei derartigen individuell geprägten Willensentschlüssen" gebe es „grundsätzlich keinen Anscheinsbeweis für sicher bestimmbare Verhaltensweisen von Menschen in bestimmten Lebenslagen".[26]

Auch die Grundsätze der von der Rechtsprechung entwickelten „Anlagestimmung" seien nicht anwendbar, weil „der Informationsgehalt der Ad-hoc-Mitteilung im allgemeinen ausschnittartig auf wesentliche aktuelle, neue Tatsachen aus dem Unternehmensbereich" beschränkt sei.[27] Es sei zwar „denkbar, dass sich im Einzelfall – je nach Tragweite der Information – aus positiven Signalen einer Ad-hoc-Mitteilung auch eine regelrechte Anlagestimmung für den Erwerb von Aktien entwickeln" könne. „Bei der Beurteilung, wie lange eine Anlagestimmung etwa von einer Ad-hoc-Mitteilung ausgehen kann, verbiete[e] sich

---

[25] BGH v. 19.7.2004 – II ZR 402/02, BGHZ 160, 149, 155.

[26] BGH v. 19.7.2004 – II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, 144.

[27] BGH v. 19.7.2004 – II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, 144 f.

[aber] jede schematische, an einen bestimmten, festen Zeitraum angelehnte Betrachtungsweise".[28]

Selbst im Falle vielfältiger und extrem unseriöser Kapitalmarktinformationen muss die konkrete Kausalität für den Willensentschluss des Anlegers festgestellt werden. Ein Anknüpfen an das enttäuschte allgemeine Anlegervertrauen in die Integrität der Marktpreisbindung in Anlehnung an die *fraud-on-the-market-theory* des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts[29] ist nach der Rechtsprechung des BGH abzulehnen, da dieser Denkansatz zu einer uferlosen Ausweitung des ohnehin offenen Haftungstatbestands der vorsätzlichen sittenwidrigen Schädigung auf diesem Gebiet führen würde.[30]

Als Rechtsfolge ist der enttäuschte Anleger im Wege der Naturalrestitution so zu stellen, wie er stehen würde, wenn die für die Veröffentlichung Verantwortlichen ihrer Pflicht zur wahrheitsgemäßen Mitteilung nachgekommen wären.[31] Folglich ist der gezahlte Kaufpreis gegen Übertragung der Aktien zu erstatten.[32] Hat der Anleger die Aktien zwischenzeitlich veräußert, muss er sich den Veräußerungspreis anrechnen lassen. Statt Naturalrestitution kann der Anleger auch bloß den Ersatz des Kursdifferenzschadens ersetzt verlangen.

bb) Anwendung der Grundsätze bei pflichtwidrigem Unterlassen einer Ad-hoc-Mitteilung

Diese skizzierten Grundsätze können auch im Falle des pflichtwidrigen Unterlassens der Veröffentlichung einer Insiderinformation herangezogen werden. Die Sittenwidrigkeit ist mit Rücksicht darauf zu beurteilen, ob eine sittliche Pflicht zum Handeln bestand. Die hierfür zu berücksichtigenden Kriterien sind entsprechend den vom BGH in den *Infomatec*-Urteilen entwickelten Grundsätzen eine eigennützige Gesinnung, die positive Kenntnis der relevanten Tatsachen und die Offenkundigkeit einer Ad-hoc-Publizitätspflicht.[33] Allein der bewusste Verstoß gegen die Rechtspflicht zur Veröffentlichung einer Insiderinformation vermag den

---

[28] BGH v. 19.7.2004 – II ZR 218/03, BGHZ 160, 134, 146.

[29] Dazu *Veil* ZHR 167 (2003), 365, 378 f.

[30] BGH v. 26.6.2006 – II ZR 153/05, AG 2007, 169 f.

[31] BGH v. 19.7.2004 – II ZR 402/02, BGHZ 160, 149, 153.

[32] BGH v. 19.7.2004 – II ZR 402/02, BGHZ 160, 149, 153.

[33] *Zimmer/Grotheer* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 118b.

Vorwurf der Sittenwidrigkeit nicht zu begründen.[34]

Wurden von der VW AG bzw. den verpflichteten Organen bei der VW AG eigennützige Zwecke verfolgt, die auf eine verwerfliche Gesinnung hindeuten, könnte das Unterlassen als sittenwidrig angesehen werden. Ob solche Zwecke in dem hier zu beurteilenden Fall gegeben sind, ist eine Tatsachenfrage, die mangels Informationen bezüglich der Motivationen der handelnden Organmitglieder von der VW AG hier nicht beantwortet werden kann. Es kann daher nur festgehalten werden, dass sich die Sittenwidrigkeit aus einer eigennützigen Gesinnung der Vorstandsmitglieder von der VW AG ergeben könnte.

Fraglich ist, welche Rolle es für den Sittenwidrigkeitsvorwurf spielt, dass die unterlassene Veröffentlichung einen finanziell besonders bedeutsamen Sachverhalt betraf. In der Literatur wird vertreten, dass es sittenwidrig sein könne, wenn die unterlassene Veröffentlichung sich auf ein besonders gefährliches Geschäft beziehe oder das Geschäft ein besonders hohes Finanzvolumen mit existentieller Bedeutung für das Unternehmen habe.[35]

Nach dem mitgeteilten Sachverhalt kann die Diesel-Thematik für VW allein in den USA zu Entschädigungszahlungen in Höhe von mehr als 15 Mrd. USD führen. Angesichts der beträchtlichen finanziellen Folgen und Reputationsverluste erscheint es jedenfalls vertretbar, das (hier argumentationshalber unterstellte) Unterlassen der Veröffentlichung der Insiderinformation (Alternative 1 und Alternative 2) als sittenwidrig zu qualifizieren.

Daraus folgt aber noch nicht, dass Schadensersatzansprüche des Landes Niedersachsen bestehen. Voraussetzung ist ferner, dass das Land Niedersachsen auch Anspruchsinhaber ist. Wie bereits dargelegt, beschränkt § 37b WpHG den Kreis der Anspruchsinhaber auf diejenigen Personen, die Finanzinstrumente erworben oder veräußert haben. Ein solches Transaktionserfordernis ist in § 826 BGB (naturgemäß) nicht vorgesehen. Deshalb geht ein Teil der Literatur auch davon aus, dass jeder, der durch sittenwidriges Verhalten geschädigt wurde, anspruchsberechtigt sei. Im Gegensatz zu §§ 37b, 37c WpHG seien auch diejenigen Investoren erfasst, die nicht gekauft oder verkauft, sondern das Wertpapier im relevanten

---

[34] *Maier-Reimer/Seulen* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Aufl. 2013, § 30 Rn. 174.

[35] *Möllers/Leisch* (Fn. 3), §§ 37b, c WpHG Rn. 452.

Zeitraum nur gehalten hätten.[36] Davon geht auch der BGH in einem obiter dictum aus.[37] Folglich könnte das Land Niedersachsen anspruchsberechtigt sein.

Allerdings wird in der Literatur gefordert, dass der Anleger „nachweisbar täuschungsbedingt von dem zu einem bestimmten Zeitpunkt fest beabsichtigten Verkauf der Finanzinstrumente Abstand genommen haben" müsse.[38] Beweiserleichterungen seien nicht anzuerkennen. Der Anleger müsse die Verkaufsabsicht beweisen, z.B. durch dokumentierte Beratung, in deren Rahmen unter Verweis auf aktuelle Informationslage von einer Veräußerung abgeraten wurde.[39]

Damit ist festzuhalten, dass die Entscheidung, Aktien nicht zu veräußern, eine im Rahmen von § 826 BGB ausreichende Transaktionsentscheidung darstellt. Sie muss sich nicht in einer vollzogenen Transaktion manifestieren. Allerdings muss zwischen der Ad-hoc-Publizitätspflichtverletzung und der Halteentscheidung ein Ursachenzusammenhang bestehen.[40]

Legt man diese Auslegungsgrundsätze zugrunde, ist davon auszugehen, dass nach dem mitgeteilten Sachverhalt ein Schadensersatzanspruch des Landes ausscheidet. Anders als bei § 37b WpHG ist das Land zwar potentieller Anspruchsinhaber. Das Land müsste aber in einem Prozess darlegen und beweisen, dass es täuschungsbedingt von einem Verkauf von VW-Aktien Abstand genommen hatte. Da es entsprechende Pläne weder von Seiten des Landes Niedersachsen noch von Seiten der HanBG gab, hätte die Geltendmachung von

---

[36] *Möllers/Leisch* (Fn. 3), §§ 37b, c Rn. 430, 467; *Sethe* (Fn. 2). , §§ 37b, c, Rn. 144. A.A. *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, S. 340 ff. mit dem Argument, dies folge aus der Systematik der Kapitalmarkthaftung, da allen spezialgesetzlichen Ansprüchen ein Transaktionserfordernis gemein sei, und aus dem Zweck der Kapitalmarkthaftung.

[37] Vgl. BGH v. 9.5.2005 – II ZR 287/02, NJW 2005, 2450 (EM-TV). Bezüglich des ersatzfähigen Schadens merkt der BGH Rn. 19 an, dass „solche Altanleger, die durch eine unerlaubte Handlung des Vorstandes nachweisbar von dem zu einem bestimmten Zeitpunkt fest beabsichtigten Verkauf der Aktien Abstand genommen haben, selbstverständlich nicht den Erwerbspreis als Schadensersatz beanspruchen könnten, sondern den hypothetischen Verkaufspreis zum Kurs an dem ursprünglich geplanten Verkaufstermin (gegen Überlassung der etwa noch vorhandenen Aktien oder unter Anrechnung des zwischenzeitlich etwa tatsächlich erzielten Verkaufserlöses). Auch insoweit würde es sich allerdings um eine Form der Naturalrestitution, nicht hingegen um einen Differenzschaden handeln."

[38] *Möllers/Leisch* (Fn. 3), §§ 37b, c, Rn. 467.

[39] *Möllers/Leisch* (Fn. 3), §§ 37b, c, Rn. 476.

[40] Vgl. *Fleischer* in Assmann/Schütze, Hdb. des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 6 Rn. 31; *Maier-Reimer/Seulen* (Fn. 34), § 30 Rn. 182; *Möllers/Leisch* (Fn. 3), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 430, 467; *Fuchs* (Fn. 3), Vor §§ 37b, 37c WpHG, Rn. 55.

Schadensersatzansprüchen keine Aussicht auf Erfolg. Auf weitere schadensersatzrechtliche Probleme wird daher im Folgenden nicht mehr eingegangen.[41]

Der Vollständigkeit halber ist in diesem Zusammenhang festzuhalten, dass Ansprüche aus § 826 BGB der regelmäßigen dreijährigen Verjährungsfrist des § 195 BGB unterliegen. Nach § 199 BGB beginnt die Verjährungsfrist mit Ende des Jahres, in dem der Anspruch entstanden ist und der Gläubiger von den anspruchsbegründenden Umständen Kenntnis erlangt oder ohne grobe Fahrlässigkeit erlangen müsste. Nach § 199 Abs. 3 Nr. 1 BGB verjähren Ansprüche auf Schadensersatz unabhängig von der Kenntnis oder grob fahrlässigen Unkenntnis in zehn Jahren von ihrer Entstehung an.

Die Manipulation der Dieselfahrzeuge wurde im Jahre 2015 bekannt, so dass etwaige Gläubiger von diesem Zeitpunkt an Kenntnis von Schadensersatzansprüchen haben oder hätten haben können. Aufgrund der Medienpräsenz wird eine Unkenntnis in diesem Fall regelmäßig als grob fahrlässig zu beurteilen sein. Die (hier nur hilfsweise erörterte) regelmäßige Verjährungsfrist hat somit zum 31. Dezember 2015 begonnen und läuft bis zum 31. Dezember 2018.

Würde man davon ausgehen, dass bereits die Entscheidung zur Verwendung manipulativer Software (Alternative 1) eine nach § 15 WpHG veröffentlichungspflichtige Information war, käme eine frühere Verjährung nach § 199 Abs. 3 Nr. 1 BGB dennoch nicht in Betracht. Denn bei einer Unterlassung liegt eine immer neue Pflichtverletzung vor, solange die Mitteilung nicht nachgeholt wurde.[42] Ein etwaiger Schadensersatzanspruch entsteht daher immer wieder neu, so dass eine Verjährung in der Zehnjahresfrist des § 199 Abs. 3 Nr. 1 BGB bisher nicht eingetreten sein kann.

---

[41] Gelingt der Nachweis zwischen unterlassener ad-hoc-Publizität und der Halteentscheidung, ist der Emittent verpflichtet, den Aktionär so zu stellen, wie er stehen würde, hätte er die Ad-hoc-Publizitätspflicht ordnungsgemäß erfüllt. Es ist also der hypothetische Verkaufspreis zu ersetzen (siehe BGH aaO. Fn. 35). Hätte der Emittent die Ad-hoc-Publizitätspflicht ordnungsgemäß erfüllt, hätte der Markt allerdings bereits vor Vollzug der Transaktionsentscheidung die Information eingepreist. Denn die Ad-hoc-Publizitätspflicht wäre vor Vollzug erfüllt worden, da ein Unterlassen ansonsten nicht kausal für die Halteentscheidung sein könnte. Der Aktionär hat aufgrund des Unterlassens keinen Schaden, denn er steht grundsätzlich nach dem Bekanntwerden der nicht veröffentlichten Information und der Veräußerung der Aktien so, wie er gestanden hätte, hätte der Emittent seine Informationspflicht erfüllt und der Aktionär hätte anschließend verkauft. Es erscheint allerdings zumindest theoretisch denkbar, dass eine Schadensvertiefung erfolgt ist, wenn die verspätete Information zu einem stärkeren Kursverfall führt, als die hypothetisch rechtzeitige Information.

[42] Vgl. hierzu BGH v. 12.10.2006 – III ZR 144/05, LRE 54, 147, Rn. 37 (unter Hinweis auf die ständige Rechtsprechung des BGH).

f) Zwischenergebnis

Das Land hat nach dem mitgeteilten Sachverhalt keine Ansprüche wegen einer (hier argumentationshalber unterstellten) nicht rechtzeitigen Veröffentlichung einer Insiderinformation im Zusammenhang mit der Diesel-Thematik. Ansprüche nach § 37b WpHG scheiden aus, weil die Vorschrift nur Anleger schützt, die Aktien nach pflichtwidrig unterlassener Veröffentlichung einer Insiderinformation veräußert haben. Ansprüche gem. § 823 Abs. 2 BGB scheiden aus, weil weder § 15 WpHG noch § 20a WpHG als Schutzgesetze zu qualifizieren sind. Auch ein Anspruch nach § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 263 StGB scheidet aus. Allein ein Anspruch aus § 826 BGB könnte in Betracht kommen. Allerdings ist auch ein solcher Anspruch nach dem mitgeteilten Sachverhalt nicht gegeben, weil das Land nicht täuschungsbedingt von einem Verkauf von VW-Aktien Abstand genommen hat.

2. Mögliche Schadensersatzansprüche wegen Verwendung manipulierter Software

Ein Schadensersatzanspruch des Landes Niedersachsen könnte sich auch daraus ergeben, dass die VW AG die Steuerungssoftware rechtswidrig eingesetzt und unzutreffende Angaben über Abgaswerte gemacht hat. Dies hat Untersuchungen der US-amerikanischen Umweltbehörde zur Folge gehabt, die voraussichtlich zu erheblichen Straf- und Bußgeldzahlungen führen werden. Dies hatte (u.a. aufgrund Rückstellungen) bereits erheblich nachteilige Auswirkungen auf die Finanzlage der VW AG. Auch die Reputation der VW AG hat (zumindest zeitweise) gelitten, was die Absatzmöglichkeiten von VW-Dieselfahrzeugen erheblich beeinträchtigt hat. Daraus ergaben sich letztlich Kursverluste und Ergebnisverschlechterungen, die zu einer drastischen Kürzung der Dividenden geführt haben.

Diese Vorgänge können Schadensersatzansprüche der VW AG gegenüber ihren Organmitgliedern begründen. Rechtsgrundlage sind in erster Linie die Vorschriften des AktG. Eine Schadensersatzpflicht der VW AG gegenüber dem Land setzt voraus, dass das Land sich wegen dieser Vorgänge auf Anspruchsgrundlagen berufen kann und einen ersatzfähigen Schaden erlitten hat.

a) Anspruch gem. § 823 Abs. 1 BGB i.V.m. § 31 BGB

Ein Anspruch aus § 823 Abs. 1 BGB setzt voraus, dass ein von der Norm geschütztes Recht oder Rechtsgut durch eine rechtswidrige Handlung des Schädigers verletzt wurde. Der Einsatz der manipulierten Software sowie die Angabe unrichtiger Abgaswerte können als rechtswidrige Verletzungshandlung i.S.d. § 823 Abs. 1 BGB angesehen werden. Als verletztes Recht des

Landes käme das Mitgliedschaftsrecht in der Aktiengesellschaft in Betracht. Allerdings ist dieses nur durch einen Eingriff verletzt, der sich unmittelbar gegen den Bestand der Mitgliedschaft oder der in ihr verkörperten Rechte richtet. Ein deliktischer Schutz setzt voraus, dass der Aktionär „ganz oder teilweise um die Mitgliedschaftsrechte selbst" gebracht wird.[43] Er greift daher nicht ein, wenn lediglich der Wert der Aktie mittelbar dadurch gemindert ist, dass der Gesellschaft ein Schaden zugefügt wurde. In derartigen Fällen kommt nur ein Anspruch der Gesellschaft selbst auf Ersatz des Gesellschaftsschadens in Betracht, dessen Ausgleich auch den beim Gesellschafter eingetretenen Reflexschaden behebt.[44] Sinkt hingegen der Kurswert, ist nicht das Mitgliedschaftsrecht des Aktionärs, sondern lediglich sein Vermögen verletzt.[45]

Das Vermögen des Landes Niedersachsen ist kein von § 823 Abs. 1 BGB geschütztes Rechtsgut. Ein Anspruch des Landes gegen VW aus § 823 Abs. 1 BGB ist daher nicht begründbar.

b) Anspruch gem. § 823 Abs. 2 i.V.m. § 20a WpHG

Ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 20a WpHG ist schon deshalb zu verneinen, weil § 20a WpHG, wie bereits dargestellt, kein Schutzgesetz ist. Es soll dennoch kurz ausgeführt werden, dass eine auf unrichige Angaben in Werbekampagnen zum „sauberen Diesel" gestützte Schadensersatzpflicht von VW gegenüber dem Land Niedersachsen auch tatbestandlich nicht gegeben ist.

aa) Informationsgestützte Marktmanipulation

Voraussetzung wäre, dass die Umstände, die falsch angegeben wurden, namentlich die Sauberkeit der Dieselmotoren, für die Bewertung eines Finanzinstruments erhebliche Umstände sind.

Zunächst ist festzuhalten, dass jede kommunikative Äußerung vom Tatbestand erfasst sein kann.[46] Folglich können auch falsche Informationen in Werbebroschüren und sonstigen zum Verkauf erstellten Unterlagen eine verbotene Marktmanipulation sein. Allerdings muss es sich um bewertungserhebliche Umstände handeln. Der Begriff der bewertungserheblichen

---

[43] RGZ 158, 248 (255).

[44] Vgl. *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, 6. Aufl. 2015, § 11 Rn. 5.

[45] Vgl. *Spindler* in Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl. 2014, § 93 Rn. 304.

[46] Vgl. *Stoll* in Kölner Kommentar WpHG, 2. Aufl. 2014, § 20a Rn. 172.

Umstände ist in § 2 Abs. 1 Satz 1 MaKonV gesetzlich dahingehend definiert, dass es sich um Tatsachen und Werturteile handelt, die ein verständiger Anleger bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde. Aus der Perspektive des objektivierten Referenzanlegers muss die Bewertungserheblichkeit eindeutig feststehen.[47]

In § 2 Abs. 3 MaKonV werden Regelbeispiele zu bewertungserheblichen Umstände aufgeführt. Der vorliegende Fall des Bewerbens von neuen, sauberen Dieselmotoren beziehungsweise die Verbreitung von falschen Angaben über das Produkt und die damit verbundenen Abgaswerte fällt unter keine der genannten Ziffern, die allesamt sehr bedeutende Vorgänge für das Unternehmen darstellen. Auch eines der unter § 2 Abs. 4 MaKonV genannten Regelbeispiele, welche Umstände beschreiben, die lediglich „bewertungserheblich sein können",[48] liegt nicht vor.

Die Regelungen der MaKonV sind nicht abschließend. Dennoch meine ich, dass Informationen in Werbekampagnen, insbesondere unrichtige Angaben über ein Produkt in der Regel keine bewertungserhebliche Umstände i.S.d. § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG sind. Die in § 2 MaKonV genannten Beispiele für bewertungserhebliche Umstände zeichnen sich dadurch aus, dass sie von struktureller Bedeutung für einen Emittenten sind und damit für die Bewertung von Finanzinstrumenten von Bedeutung sind. Anders verhält es sich mit Informationen, die vom Hersteller eines Produkts in Informationsmaterialien und Werbebroschüren getroffen werden. Ein verständiger Anleger dürfte seine Anlageentscheidungen im Regelfall schon deshalb nicht auf solche Informationen stützen, weil sie einen werbenden Charkater haben und schwerlich zu einer Fundamentalwertanalyse herangezogen werden können.

bb) Handlungsgestützte Marktmanipulation

Der Einsatz der manipulierten Software sowie die öffentlichen Angaben über den Dieselmotor könnten sonstige Täuschungshandlungen i.S.v. § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG darstellen. Voraussetzung ist, dass sie geeignet waren, auf den Preis eines Wertpapieres einzuwirken. In § 4 Abs. 1 MaKonV sind Täuschungshandlungen im Sinne dieser Norm definiert als Handlungen, die einen verständigen Anleger auf dem betreffenden Markt über die dort bestehenden wahren wirtschaftlichen Verhältnisse in die Irre zu führen geeignet sind.

---

[47] Vgl. *Stoll* (Fn. 46), § 20a Rn. 197; *Vogel* in Assmann/Schneider, Kommentar zum WpHG, 6. Aufl. 2012, § 20a Rn. 86.

[48] In diesen Fällen ist stets noch eine Würdigung des Einzelfalls erforderlich. Vgl. *Fleischer* in Fuchs, Kommentar zum WpHG, 2. Aufl. 2006, § 20a Rn. 29.

Darunter sind insbesondere „handelsgestützte" Manipulationen zu verstehen, also irreführende Veränderungen der wirtschaftlichen Verhältnisse an Börse und Markt. Da § 20a WpHG dem Schutz der Zuverlässigkeit und Preisbildung an Börsen und Märkten dient, sind nur die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse an Börsen und Märkten taugliche Täuschungsgegenstände.[49]

Im hier zu beurteilenden Fall wurde nicht gezielt Einfluss auf den Kapitalmarkt genommen, sondern über die tatsächlichen Schadstoffwerte der verbauten Dieselmotoren getäuscht, um gesetzliche Vorschriften zu umgehen und Kosten zu sparen. Dabei handelt es sich nicht um eine direkte Handlung am Kapitalmarkt. Das Bekanntwerden der Manipulation und die damit verbundene Preiseinwirkung auf die Aktie stellt nur eine mittelbare Nachwirkung der Täuschungshandlung dar, die nicht zum Zeitpunkt der Manipulationshandlung erfolgte und auch nicht beabsichtigt war. Der Tatbestand des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG ist daher nicht erfüllt.

cc) Schlussfolgerungen

Ein Schadensersatzanspruch des Landes gem. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 20a WpHG ist nicht gegeben, weil § 20a WpHG kein Schutzgesetz ist und die hier untersuchten Vorgänge (falsche Angaben über den Diesel) nicht als Marktmanipulation i.S.d. § 20a WpHG zu qualifizieren sind.

c) Anspruch gem. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 263 StGB

Ähnlich wie im oben dargestellten Fall zu den unterlassenen Ad hoc-Mitteilungen besteht auch kein Schadensersatzanspruch aus dieser Norm im Zusammenhang mit § 823 Abs. 2 BGB. Der Einsatz der Steuerungssoftware und die Darstellung des Dieselmotors in der Öffentlichkeit als sauber sind zwar Täuschungen, die geeignet sind, einen Irrtum hervorzurufen und dies sicherlich auch getan hat. Es fehlt aber jedenfalls an einer Vermögensverfügung des Landes. Diese könnte allenfalls angenommen werden, wenn das Land gerade aufgrund der Täuschung über die Sauberkeit des neuen Dieselmotors von einem Verkauf der Aktien abgesehen hätte. Ich gehe nach dem mir mitgeteilten Sachverhalt allerdings davon aus, dass das Land einen Verkauf gar nicht in Betracht gezogen hat und damit nicht aufgrund der Täuschung von einem solchen Abstand genommen hat.

Es fehlt aber darüber hinaus auch an der erforderlichen Stoffgleichheit eines etwaigen Schadens

---

[49] Vgl. *Vogel* (Fn. 47), § 20a Rn. 211.

mit dem von dem Täuschenden erstrebten Vermögensvorteil. Letzter bestand wohl in einem höheren Umsatz, der aber nicht auf Kosten der Aktionäre erfolgte. Somit stellt der erstrebte Vermögensvorteil nicht die Kehrseite eines etwaigen Schadens der Aktionäre dar.

d) Zwischenergebnis

Nach dem derzeitigen Kenntnisstand bestehen keine Anhaltspunkte für Schadensersatzansprüche des Landes gegen VW. Es mangelt bereits an einem anspruchsbegründenden Tatbestand, jedenfalls ist dem Land aber kein ersatzfähiger Schaden entstanden.

Wird das Bestehen von Ansprüchen unterstellt, droht auch keine baldige Verjährung, jedenfalls wenn davon ausgegangen wird, dass die für eine Wissenszurechnung maßgeblichen Personen (bezüglich der von der HanBG gehaltenen Aktien die Geschäftsführung der HanBG und bezüglich der vom Land Niedersachsen gehaltenen Aktien die Vertreter des Landes im Aufsichtsrat) keine Kenntnis über den Einsatz der manipulierten Software, den Beginn von behördlichen Untersuchungen und weiteren mitteilungspflichtigen Tatsachen hatten. Es besteht daher kein dringender Handlungsbedarf im Hinblick auf die Einleitung verjährungshemmender oder -unterbrechender Maßnahmen, wie einer Klageerhebung.

3. Rechtspflicht zur Verfolgung von Schadensersatzansprüchen

Es bestehen keine hinreichenden Anhaltspunkte für Schadensersatzansprüche des Landes gegen die VW AG wegen der Diesel-Thematik. Gleichwohl stellt sich wegen rechtlicher und tatsächlicher Unklarkeiten die Frage, ob es geboten ist, Ansprüche geltend zu machen oder gerichtlich klären zu lassen. Dies ist zum einen unter haushaltsrechtlichen Aspekten zu beurteilen. Zum anderen ist zu untersuchen, ob sich entsprechende Verpflichtungen aus dem Rechtsverhältnis des Landes zur VW-Stiftung ergeben. Schließlich ist der Frage nachzugehen, ob das Land gegenüber den Mitaktionären bei der VW AG verpflichtet sein kann, die gerichtliche Klärung von Ansprüchen herbeiführen

a) Haushaltsrechtliche Verpflichtung zur Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen

Fraglich ist, ob das Land als unmittelbare Anteilseignerin haushaltsrechtlich verpflichtet wäre, eigene Schadensersatzansprüche geltend zu machen oder als mittelbare Anteilseignerin dafür Sorge zu tragen hätte, dass die HanBG Schadensersatzansprüche geltend macht.

aa) Land Niedersachsen als unmittelbarer Anteilseigner

Nach § 7 Abs. 1 Niedersächsische Landeshaushaltsordnung (LHO) sind bei Aufstellung und Ausführung des Haushaltsplans die Grundsätze der Wirtschaftlichkeit und Sparsamkeit zu beachten (sog. Wirtschaftlichkeitsgrundsatz). Der Wirtschaftlichkeitsgrundsatz ist bei allen Maßnahmen des Landes zu beachten, welche die Einnahmen und Ausgaben des Landeshaushalts unmittelbar oder mittelbar beeinflussen (Nr. 1.3 VV-LHO zu § 7 LHO). Aus dem Wirtschaftlichkeitsgrundsatz folgt der letztlich im Rechtsstaatprinzip verankerte allgemeine Rechtsgrundsatz, dass der Staat „nichts verschenken" darf. Dazu hat der Bundesgerichtshof ausgeführt:

> „Einer dieser Belange ist der sich letztlich aus dem Rechtsstaatprinzip ergebende Grundsatz, daß der Staat ‚nichts verschenken' darf (BGHZ 47, 30, 39 f.). Dieser Grundsatz findet zwar in den Haushaltsordnungen von Bund und Ländern und den Kommunalverfassungsgesetzen der Länder eine in den Einzelheiten differenzierte Ausprägung. Sein inhaltlicher Kern gilt aber für Bund, Länder und Kommunen in gleicher Weise (BGHZ 47, 30, 40). Ihn müssen alle staatlichen und kommunalen Stellen beachten, unabhängig davon, auf welcher Grundlage sie tätig werden."[50]

Daraus ergibt sich, dass das Land grundsätzlich verpflichtet ist, bestehende Ansprüche zu verfolgen.[51] Dementsprechend lassen die Bestimmungen in § 59 Abs. 1 Nr. 2 und Nr. 3 LHO einen Verzicht auf bestehende Ansprüche oder einen Erlass von bestehenden Ansprüchen nur in Ausnahmefällen zu. Ein Verzicht auf bestehende Ansprüche kann unter Umständen als Untreue gemäß § 266 StGB bewertet werden. Bei der Beurteilung, ob Schadensersatzansprüche nach dem Wirtschaftlichkeitsgrundsatz geltend zu machen sind, dürfte dem Land Niedersachsen indessen ein gewisser Beurteilungsspielraum zukommen.[52] Je sicherer das Bestehen eines Anspruchs ist, desto eher besteht die Verpflichtung, diesen geltend zu machen.

Die grundsätzliche Verpflichtung, bestehende Schadensersatzansprüche geltend zu machen, setzt zunächst die Verpflichtung voraus, das Bestehen von Schadensersatzansprüchen zu prüfen. Das entspricht der allgemeinen Verpflichtung, für Maßnahmen von finanzieller Bedeutung angemessene Wirtschaftlichkeitsuntersuchungen durchzuführen (vgl. § 7 Abs. 2

---

[50] BGH v. 17.09.2004 – V ZR 339/03, BGHZ 160, 240, Rn. 24.

[51] BGH v. 28.10.1993 – III ZR 67/92, BGHZ 124, 15, Rn. 34.

[52] Vgl. hierzu BGH v. 28.10.1993 – III ZR 67/92, BGHZ 124, 15, Rn. 34 f.; *Gröpl* in Gröpl, BHO/LHO, 2011, § 7 BHO Rn. 19.

LHO). Dieser Verpflichtung ist das Land Niedersachsen nachgekommen, indem es sowohl eine interne als auch eine externe Prüfung, ob dem Land Schadensersatzansprüche zustehen, veranlasst hat.

Die internen Prüfungen des Niedersächsischen Finanzministeriums vom 20. Oktober 2015 und vom 4. Juli 2016 wie auch dieses Rechtsgutachten haben ergeben, dass es keine fundierten Anhaltspunkte für Schadensersatzansprüche des Landes gegen VW gibt. Eine haushaltsrechtliche Verpflichtung, Schadensersatzansprüche geltend zu machen, besteht demnach nicht.

b) Land Niedersachsen als mittelbarer Anteilseigner

Die HanBG als direkte Anteilseignerin der meisten Aktien des Landes ist als privatrechtlich verfasstes Unternehmen nicht unmittelbar an haushaltsrechtliche Vorschriften gebunden, auch wenn das Land Niedersachsen sämtliche Anteile an der HanBG hält. Eine Regelung, wonach juristische Personen des Privatrechts die Vorschriften der Landeshaushaltsordnung zu beachten hätten, enthält diese nicht.

Wenn das Land Niedersachsen an privatrechtlichen Unternehmen beteiligt ist oder – wie hier – sämtliche Anteile an dem privatrechtlichen Unternehmen HanBG hält, ist es jedoch verpflichtet, von seinen gesellschaftsrechtlichen Einwirkungsrechten nach Maßgabe der haushaltsrechtlichen Verpflichtungen Gebrauch zu machen (vgl. § 65 Abs. 1 Nr. 3 LHO). Das bedeutet, dass das Land Niedersachsen darauf hinzuwirken hätte, dass die Geschäftsführung der HanBG bestehende Schadensersatzansprüche der HanBG gegen VW geltend macht.

Eine solche Einwirkungspflicht ist hier aber deshalb nicht gegeben, weil die interne und die mit diesem Rechtsgutachten erfolgte externe Prüfung ergeben haben, dass Schadensersatzansprüche gegen VW nicht bestehen.

c) Pflichten gegenüber der VW-Stiftung

aa) Rechtsverhältnis des Landes zur VW-Stiftung

Von den insgesamt 59.022.310 im unmittelbaren oder mittelbaren Besitz des Landes befindlichen VW-Aktien sind 30.234.600 Aktien mit Vermögensrechten der VW-Stiftung belastet („**Belastete VW-Aktien**“). Namentlich hat die VW-Stiftung gemäß Nr. 3b) der Stiftungsurkunde und § 4 Abs. 1b) der Stiftungssatzung Anspruch auf den Gegenwert der jährlichen Gewinne aus den Belasteten VW-Aktien. Im Fall einer Veräußerung der Belasteten VW-Aktien ist das Land berechtigt, seine Verpflichtung zur Auskehrung der jährlichen

Dividende durch die Abführung des Erlöses aus der Veräußerung an die VW-Stiftung abzuführen.

Nach den von den anwaltlichen Vertretern des Landes Niedersaschsen mir mitgeteilten Informationen ist es in der Vergangenheit zwischen dem Land und der VW-Stiftung mehrmals zu Meinungsverschiedenheiten in Bezug auf die Behandlung der dem Land bei Kapitalerhöhungen zustehenden Bezugsrechte aus den Belasteten VW-Aktien gekommen. Zur Regelung dieser Thematik haben Land und VW-Stiftung am 3. November 1980 eine Vereinbarung geschlossen, die durch Vertrag vom 29. Juni 1987 geändert wurde („**1980-Vertrag**"). In den letzten Jahren kam es zu einer weiteren Auseinandersetzung zwischen dem Land und der VW-Stiftung, die im November 2013 im Wege eines Vergleichs beigelegt wurde. Im Zuge dieses Vergleichs haben sich die Parteien auch darauf verständigt, den 1980-Vertrag anzupassen („**2013-Vertrag**").

Das Land ist Eigentümerin der Belasteten VW-Aktien. Insoweit besteht kein Treuhandverhältnis zwischen dem Land und der VW-Stiftung. Ein Treuhandverhältnis zwischen dem Land und der VW-Stiftung an VW-Aktien kann zwar gemäß § 1 Abs. 2 Buchst. b) des 2013-Vertrages in Einzelfällen für im Rahmen von Kapitalerhöhungen neu ausgegebene VW-Aktien begründet werden. Aber auch in diesem Fall bliebe das Land berechtigt, Stimmrechte aus diesen Aktien im eigenen Interesse auszuüben und müsste dabei nur die Vermögensbelange der VW-Stiftung berücksichtigen. Für die Belasteten VW-Aktien besteht indessen weder ein Treuhandverhältnis noch eine Verpflichtung, die Vermögensrechte der Stiftung zu beachten. Das Land kann zum Beispiel jederzeit einen Beschlussvorschlag unterbreiten oder einem solchen zustimmen, der keine Gewinnausschüttung an die Aktionäre vorsieht.

bb) Schlussfolgerungen

Wenn das Land hinsichtlich der derzeit bestehenden Belasteten VW-Aktien nicht einmal Beschränkungen bei der Ausübung von Stimmrechten unterliegt, kann es m.E. erst recht keinen Beschränkungen oder Verpflichtungen unterliegen, als Aktionär Schadensersatzansprüche gegen VW geltend zu machen.

Die bestehenden Statuten und Verträge betreffend die VW-Stiftung beschränken die Vermögensrechte der VW-Stiftung auf die Auskehrung der jährlichen Dividende aus den sowie eines etwaigen Veräußerungserlöses der Belasteten VW-Aktien. Sie umfassen jedenfalls nicht ausdrücklich die Teilhabe an Schadensersatzansprüchen, die dem Land als Aktionär gegen VW

zustehen könnten.

Im vorliegenden Fall hat das Land das Bestehen etwaiger Schadensersatzansprüche eingehend geprüft. Hiernach bestehen keine derartigen Ansprüche. Auch aus diesem Grund kann es keine Verpflichtung des Landes gegenüber der VW-Stiftung geben, aufgrund der Diesel-Thematik Schadensersatzansprüche gegen VW geltend zu machen oder gerichtlich klären zu lassen.

d) Pflicht zur Verfolgung von Ansprüchen gegenüber VW-Aktionären

Schließlich soll noch untersucht werden, ob eine Verpflichtung des Landes gegenüber den Mitaktionären von VW besteht, kapitalmarktrechtliche Schadensersatzansprüche geltend zu machen oder ihr Bestehen gerichtlich klären zu lassen.

aa) Grundlagen

Eine im Gesetz oder der Satzung verankerte Verpflichtung eines Aktionärs, Ansprüche gegen die Gesellschaft zu verfolgen, gibt es nicht. Ausdrücklich normiert in § 117 AktG ist indessen das Verbot eines Aktionärs, Einfluss auf die Gesellschaft zu deren Schaden zu nehmen.

Als nicht gesetzlich ausdrückliche Verpflichtung anerkannt ist die aus der Mitgliedschaft des Aktionärs folgende Treuebindung zur angemessenen Wahrung der Belange der Gesellschaft und der Mitaktionäre (Treuepflicht).[53] Auch bei der Aktiengesellschaft ist von der dreifachen Ausprägung der Treuepflicht auszugehen als Pflicht zur Förderung des gemeinsamen Zwecks, also des von der Gesellschaft betriebenen Unternehmens, vom Verbot der Schädigung des Unternehmens, als Pflicht zur Rücksichtnahme auf die Interessen der Mitaktionäre und als Pflicht, die Rechte und Einflussmöglichkeiten, welche die Mitgliedschaft in der Gesellschaft gewährt, verantwortungsvoll auszuüben.[54] Dogmatischer Anknüpfungspunkt ist die durch die Mitgliedschaft in dem Verband begründete Sonderrechtsbeziehung.

bb) Schlussfolgerungen

Hier ist die Treuepflicht in keiner der drei Ausprägungen betroffen. Insbesondere steht nicht zur Debatte, wie das Land seine Mitgliedschaftsrechte (etwa in der Hauptversammlung von VW) ausüben müsste. Es geht auch nicht um Klagen wegen Beschlussmängeln. Die zu prüfende Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen gegen VW betrifft allein vermögensrechtliche

---

[53] BGH v. 1.2.1988 – II ZR 75/87, BGHZ 103, 184, 194 f. (Linotype); BGH v. 20.3.1995 – II ZR 205/94, BGHZ 129, 136, 142 ff. (Girmes); BGH v. 5.7.1999 – II ZR 162/98, BGHZ 142, 167.

[54] Vgl. *Raiser/Veil* (Fn. 44), § 11 Rn. 50.

Anlegerinteressen und keine Rechte, die das Land als Aktionärin hat. Das Land ist insoweit nicht durch die Treuepflicht gehalten, auf Interessen anderer Anleger Rücksicht zu nehmen.

Außerdem ist nicht erkennbar, welchen Vorteil oder Nachteil ein Aktionär dadurch haben könnte, dass ein wesentlich beteiligter Aktionär wie das Land – sei es nach sorgfältiger Prüfung oder aus sonstigen Gründen – von der Geltendmachung von Ansprüchen oder ihrer gerichtlichen Klärung absieht. Dem Kleinanleger bleibt es wie jedem Mitaktionär unbenommen, selbst Ansprüche geltend zu machen. Anders als bei Hauptversammlungsbeschlüssen oder bestimmten Anträgen in der Hauptversammlung bedarf es hierfür weder eines bestimmten Anteilsbesitzes noch eines Quorums.

Eine erfolgreiche Klage des Landes gegen VW, für die dieses Rechtsgutachten keine hinreichende Grundlage sieht, hätte grundsätzlich auch keine Bindungswirkung gegenüber etwaigen Ansprüchen anderer Aktionäre. In jedem Fall müssten die Schadensvoraussetzungen für jeden einzelnen Anspruch gesondert geprüft werden.

Daran ändern auch die Bestimmungen zum KapMuG nichts. Hierdurch kann allenfalls erreicht werden, dass bestimmte Rechtsfragen mit Wirkung für alle Kläger durch einen Musterentscheid verbindlich geklärt werden, wie etwa die Frage, ob die „September-2015 Ad hoc" verspätet war. Ob sich daraus Schadensersatzansprüche tatsächlich ergeben, muss indessen für jeden Anleger in individuellen gerichtlichen Verfahren geprüft werden.

Abgesehen davon, dass bereits Verfahren nach dem KapMuG anhängig sind und somit die kritische Anzahl an Verfahren für einen Musterentscheid längst erreicht ist, gibt es keinen Anhaltspunkt dafür, wie durch eine Klage des Landes Niedersachsen die Position von übrigen VW-Aktionären verbessert werden könnte.

Es kann daher abschließend festgehalten werden, dass das Land aufgrund seiner mitgliedschaftlichen Treuepflicht gegenüber anderen Aktionären von VW nicht verpflichtet ist, kapitalmarktrechtliche Ansprüche wegen einer angeblich verspäteten Veröffentlichung einer Insiderinformation gerichtlich geltend zu machen.

4. Zusammenfassung

Das Land hat nach dem mir mitgeteilten Sachverhalt keine Ansprüche auf Zahlung von Schadensersatz gegen die VW AG wegen einer möglicherweise zu spät erfolgten Ad-hoc-Mitteilung oder wegen unrichtiger Angaben über Diesel-Fahrzeuge. Es ergibt sich für das Land deshalb kein Handlungsbedarf hinsichtlich der Geltendmachung oder der Herbeiführung der gerichtlichen Klärung von solchen Ansprüchen. Es ist auch aus Vorsichtsgründen – um etwaigen Ansprüchen nicht wegen Verjährung verlustig zu gehen – nicht erforderlich, gerichtlich Anspüche geltend zu machen. Eine Verjährung droht jedenfalls nicht in unmittelbar bevorstehender Zeit. Daran ändert auch der Umstand nichts, dass der Freistaat Bayern eine Schadensersatzklage gegen die VW AG angekündigt hat und andere Bundesländer vergleichbare Schritte erwägen. Es muss für jeden Anleger individuell rechtlich beurteilt werden, ob er wegen der Vorgänge Schadensersatz verlangen kann. Für das Land ist festzuhalten, dass es sich als langfristig orientierter Ankeraktionär der VW AG verstanden hat und daher in einer anderen Situation war als Anleger, die in dem relevanten Zeitraum Aktien gekauft oder verkauft haben.

Hinsichtlich möglicher Anspruchsgrundlagen ist zusammenfassend festzuhalten:

a) Ein Schadensersatzanspruch aufgrund einer angeblich verspäteten Ad hoc-Mitteilung ergibt sich nicht aus § 37b WpHG, da hiernach nur Anleger ersatzberechtigt sind, die im Zeitraum zwischen Publizitätspflicht und Bekanntwerden der relevanten Insider-informationen Aktien erworben haben. Dies trifft auf das Land nicht zu.

b) Ein etwaiger Anspruch nach dem WpHG würde jedoch nicht ein Jahr nach Erlangung der Kenntnis am 18. September 2015 verjähren. Die Vorschrift in § 37b WpHG, die eine solche Verjährung vorsah, wurde im Juli 2015 aufgehoben und ist deshalb auf Ansprüche, von denen im Nachgang Kenntnis erlangt wurde, nicht anzuwenden.

c) Die Vorschrift über das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG) sieht keine zivilrechtlichen Ansprüche geschädigter Anleger vor. Sie ist auch kein Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB, das einen deliktsrechtlichen Schadensersatzanspruch von Anlegern begründen könnte.

d) Ebenfalls ist die in § 15 Abs. 1 WpHG geregelte Pflicht zur Ad hoc-Mitteilung kein Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB, das einen deliktischen Schadensersatzanspruch von Anlegern begründen könnte.

e) Ein Betrug gegenüber dem Land, der zu einem Schadensersatzanspruch führen könnte, ist nicht gegeben. Es fehlt an einer Vermögensverfügung und einem Schaden beim Land.

f) Die hohen Voraussetzungen für einen deliktischen Schadensersatzanspruch aufgrund vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung gemäß § 826 BGB sind durch die angeblich verspätete Ad hoc-Mitteilung nicht erfüllt. Selbst wenn man annehmen würde, dass die VW die Ad-hoc-Mitteilung zu spät veröffentlicht hätte und dies als sittenwidrig zu qualifizieren wäre, könnte das Land keinen Schadensersatzanspruch geltend machen, weil es nicht täuschungsbedingt von einem Verkauf der Aktien abgehalten wurde.

g) Darüber hinaus ist dem Land kein auf der angeblich verspäteten Ad hoc-Mitteilung beruhender Schaden entstanden, denn der Kursverlust der VW-Aktien wäre ebenfalls bei früherer Mitteilung eingetreten. Gleiches gilt für die Auszahlung der geringen Dividende im Jahre 2016.

h) Ein Schadensersatzanspruch ergibt sich auch nicht generell aus dem Einsatz der manipulierten Software, für den nur deliktische Ansprüche in Betracht kommen könnten, die aber nicht gegeben sind.

i) Auf die Verwendung der Software und die Darstellung des Diesels in der Öffentlichkeit als „sauberen Diesel“ kann sich der Vorwurf der Marktmanipulation nicht stützen. Beide Handlungen sind nicht für die Bewertung des Aktienpreises erheblich und stellen sich nicht als Manipulation der wirtschaftlichen Verhältnisse an Börse und Markt dar, wie es von der entsprechenden Norm gefordert wird.

j) Eine Verjährung von Schadensersatzansprüche kommt generell erst drei Jahre nach der Kenntnis von dem Anspruch in Betracht, wobei auf das folgende Jahresende abzustellen ist. Deshalb droht keine baldige Verjährung, die zu einem Tätigwerden zwingt.

k) Haushaltsrechtlich ist das Land nicht zu einer Geltendmachung von Ansprüchen verpflichtet, deren Bestehen zweifelhaft oder, wie hier, nach sorgfältiger Prüfung zu verneinen ist.

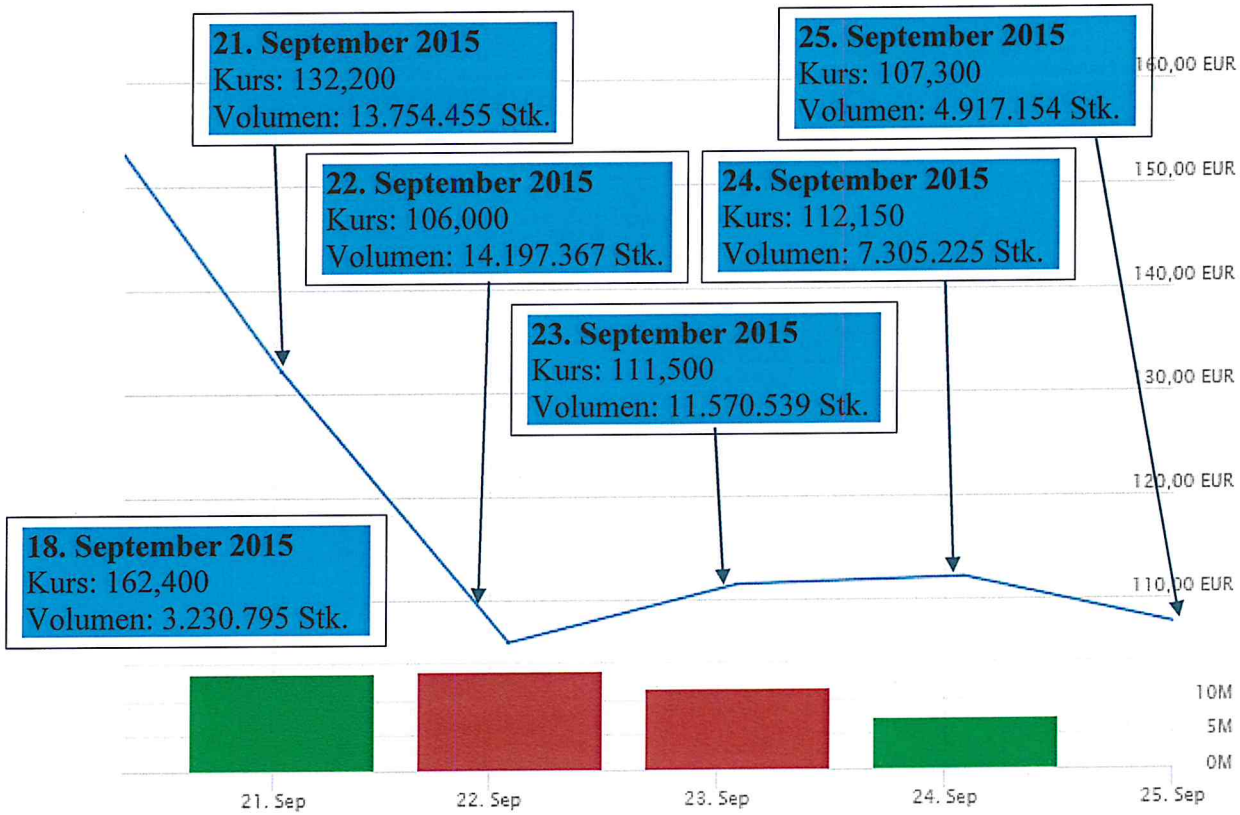
l) Ebenso wenig besteht eine Verpflichtung des Landes gegenüber der VW-Stiftung, Schadensersatzansprüche wegen angeblich fehlerhafter Kapitalmarktpublizität gegenüber VW geltend zu machen.

m) Das Land unterliegt auch keinen Treuepflichten gegenüber den Aktionären, Schadensersatzansprüche wegen angeblich fehlerhafter Kapitalmarktpublizität geltend zu machen oder gerichtlich klären zu lassen.

Hamburg, den 10. August 2016

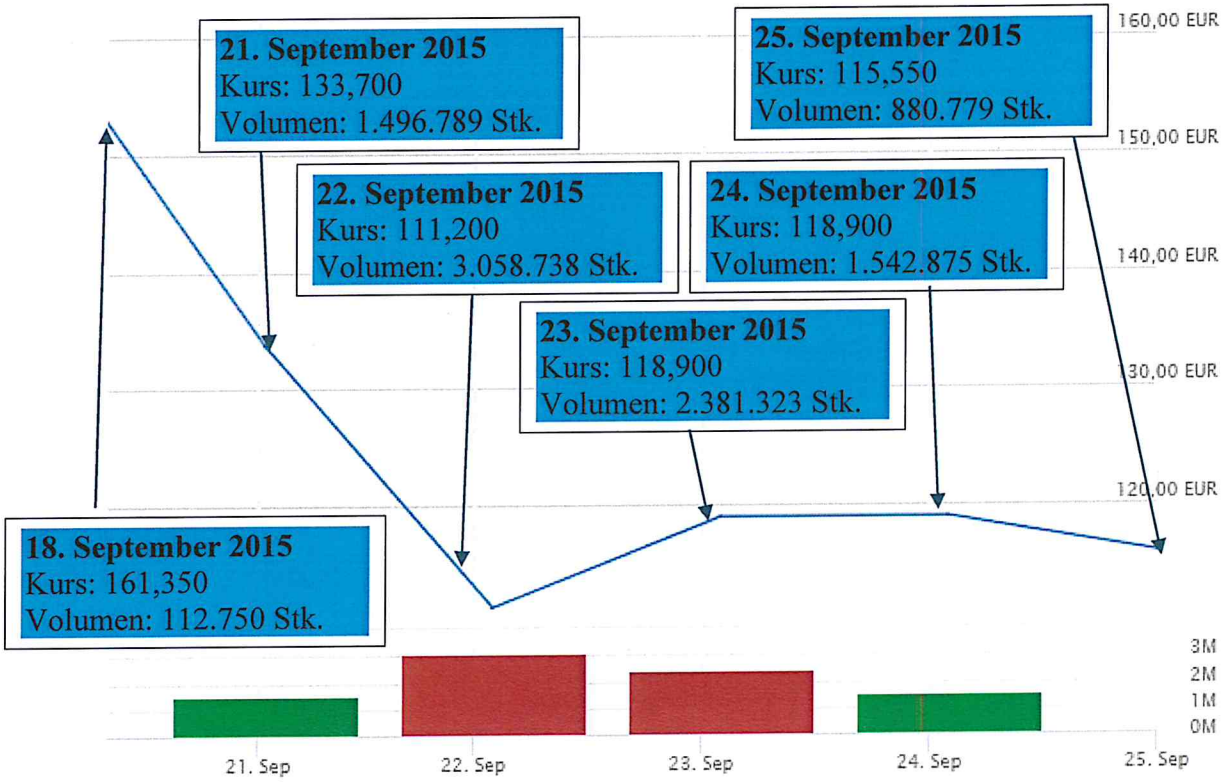
(Prof. Dr. Rüdiger Veil)

Volkswagen AG Vz. (VW AG) Chart



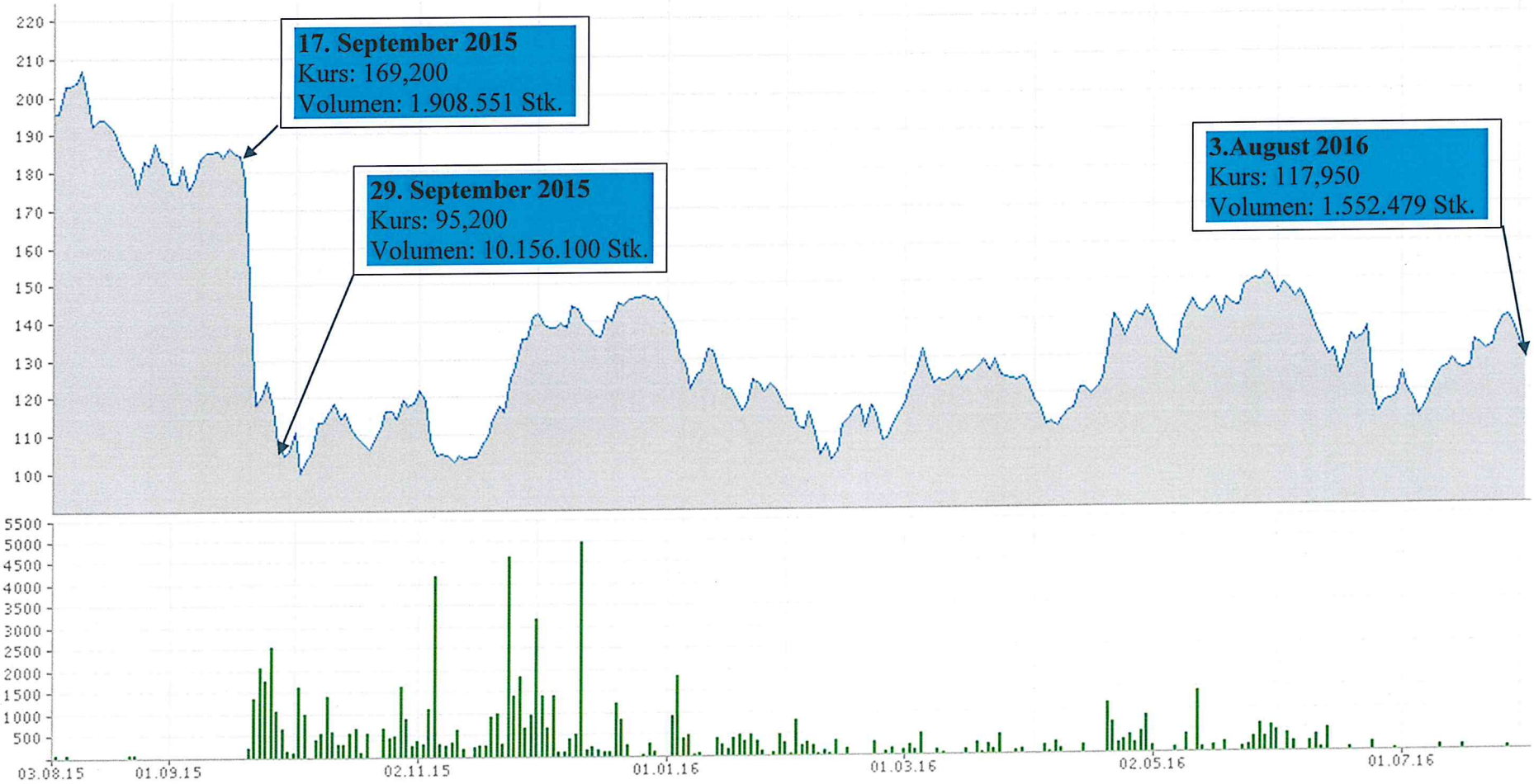
VW-Vorzugs-Aktienkurs: http://www.onvista.de/aktien/Volkswagen-VZ-Aktie-DE0007664039

Volkswagen AG St. (VW AG) Chart



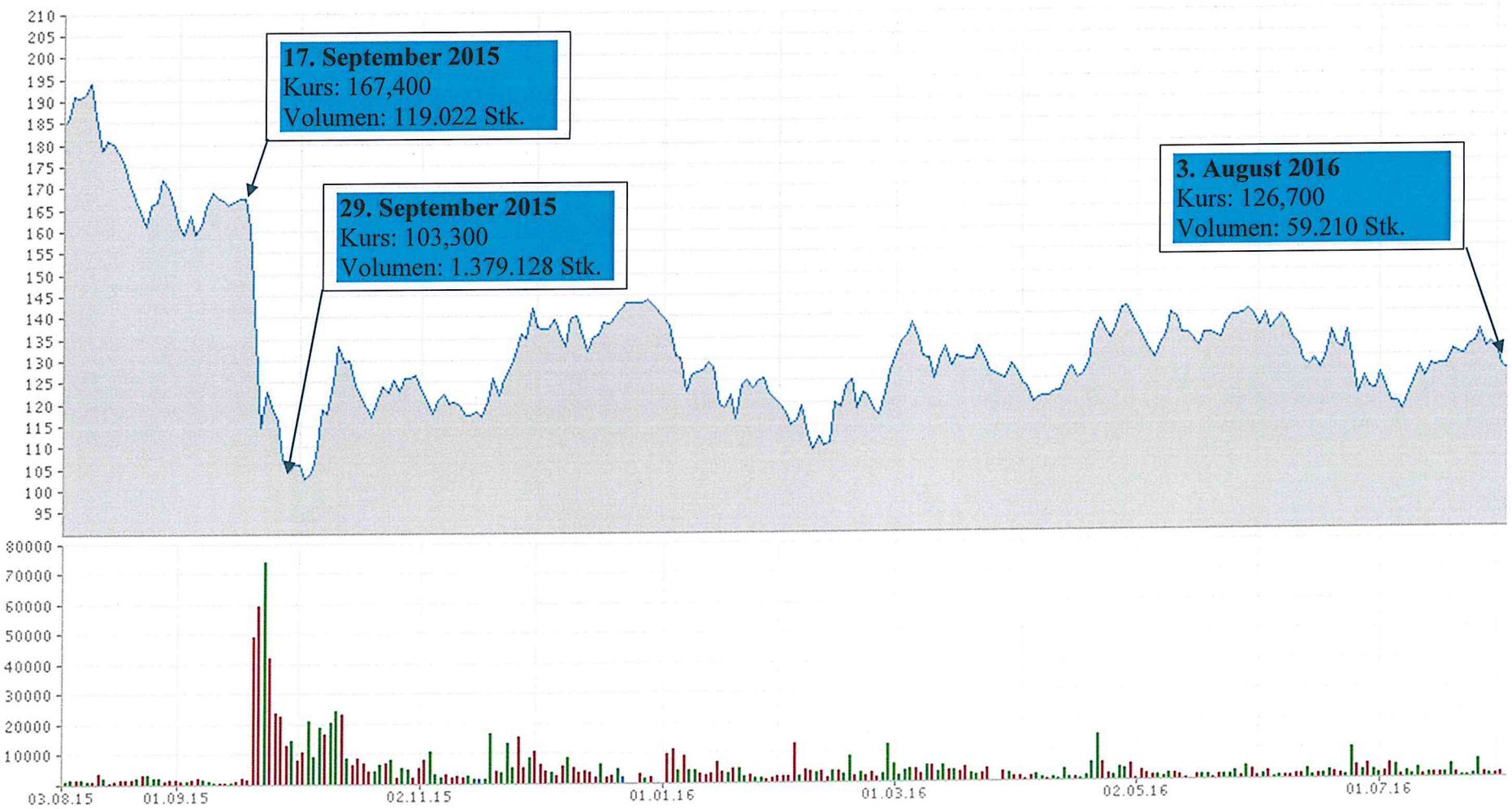
VW-Stamm-Aktienkurs: http://www.onvista.de/aktien/Volkswagen-ST-Aktie-DE0007664005

Volkswagen AG Vz. (VW AG) Chart



VW-Vorzugs-Aktienkurs: http://www.onvista.de/aktien/Volkswagen-VZ-Aktie-DE0007664039

Volkswagen St. (VW) Chart



VW-Stamm-Aktienkurs: http://www.onvista.de/aktien/Volkswagen-ST-Aktie-DE0007664005