

JULIAN SCHROEDER

Der persönliche
Anwendungsbereich der
Prospekthaftung nach dem
WpPG und dem VermAnlG

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*
35

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von den Direktoren
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

35



Julian Schroeder

Der persönliche Anwendungsbereich
der Prospekthaftung nach dem
WpPG und dem VermAnlG

Mohr Siebeck

Julian Schroeder, geboren 1986; Studium der Rechtswissenschaften an der LMU München; 2012 Erste Juristische Prüfung; Promotionsstipendiat des Arbeitskreises Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft; Gastdotorand am Max-Planck-Institut für Steuerrecht und Öffentliche Finanzen; promotionsbegleitend wissenschaftlicher Mitarbeiter in international tätigen Wirtschaftskanzleien; 2016 Promotion; seit Mai 2015 Referendar am Kammergericht Berlin.

Zugl. Dissertation an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

ISBN 978-3-16-155074-4 / eISBN 978-3-16-158835-8 unveränderte eBook-Ausgabe 2019
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2017 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Meiner Mutter

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2016 von der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur zum deutschen Recht konnten bis November 2016 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meinem verehrten Doktorvater, Herrn Professor Dr. *Mathias Habersack*. Er hat mich für das Thema begeistert, mir bei der Bearbeitung dennoch viele Freiheiten gelassen und war bei Fragen immer ansprechbar.

Dank schulde ich auch Herrn Professor Dr. *Hans Christoph Grigoleit*, der die Mühen der Zweitkorrektur auf sich genommen hat.

Herrn Professor Dr. Dr. h.c. *Wolfgang Schön* sowie den Mitarbeitern des Max-Planck-Instituts für Steuerrecht und Öffentliche Finanzen danke ich dafür, dass sie mich so herzlich als Gastdoktorand aufgenommen haben. Die Atmosphäre am Institut hat mich nicht nur in fachlicher, sondern auch in persönlicher Hinsicht nachhaltig beeindruckt.

Dem Arbeitskreis Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft danke ich für die Gewährung eines großzügigen Promotionsstipendiums. Auch die fachlichen Anregungen während der Jahrestagung des Arbeitskreises haben einen Gewinn für meine Arbeit bedeutet. Die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung hat mit einem großzügigen Druckkostenstipendium die Drucklegung dieser Arbeit ermöglicht, wofür ich ebenfalls dankbar bin. Den Herausgebern der Schriftenreihe danke ich für die Aufnahme dieser Arbeit.

Herrn Dr. *Martin Johannes Wintermeier* danke ich für zahlreiche aufmunternde Gespräche während der Dissertationsphase und seine Freundschaft.

Schließlich gilt mein herzlicher Dank meiner Freundin *Lea* und meiner Familie. Ganz besonders hervorheben möchte ich dabei meine Mutter, die mich in jeder Lebenslage bedingungslos unterstützt hat. Ihr ist diese Arbeit gewidmet.

Berlin, im Januar 2017

Julian Schroeder

Inhaltsübersicht

Vorwort.....	VII
Inhaltsverzeichnis	XIII
Einleitung	1

Kapitel 1: Einbettung des persönlichen Anwendungsbereiches in die Prospekthaftungsansprüche 5

A. <i>Rechtsnatur der spezialgesetzlichen Prospekthaftung</i>	5
B. <i>Die spezialgesetzliche Prospekthaftung nach §§ 21 ff. WpPG und § 20 VermAnlG</i>	6
C. <i>Unterschiede zwischen der Prospekthaftung am Wertpapiermarkt und Vermögensanlagenmarkt</i>	17

Kapitel 2: Grundlagen des persönlichen Anwendungsbereiches 27

A. <i>Historische Entwicklung der Rechtsgrundlagen des persönlichen Anwendungsbereiches</i>	27
B. <i>Informationssystematik auf dem Primärmarkt</i>	37
C. <i>Zwischenergebnis</i>	49

Kapitel 3: Herausbildung des nach wertender Betrachtung optimalen Umfangs des persönlichen Anwendungsbereiches 50

A. Weiteres Vorgehen und Auswirkung auf die folgenden Abschnitte	50
B. Rechtliches und ökonomisches Funktionsverständnis eines Haftungssystems	51
C. Informationsverantwortlichkeit.....	57
D. Wertpapiermarkt.....	61
E. Wertungsmäßige Abweichungen für den persönlichen Anwendungsbereich am Vermögensanlagenmarkt	170
F. Vergleich mit der US-amerikanischen Prospekthaftung	181
G. Zwischenergebnis	195

Kapitel 4: Der persönliche Anwendungsbereich

de lege lata	197
A. Vorgehensweise	197
B. Einheitliche Auslegung des persönlichen Anwendungsbereiches der spezialgesetzlichen Prospekthaftungstatbestände	202
C. Haftungsschuldner.....	206
D. Verschulden und Haftungsbeschränkungen außerhalb des Verschuldens	243
E. Haftung mehrerer Emissionsbeteiligter.....	244
F. Zwischenergebnis	244
G. Schließung von Haftungslücken durch konkurrierende Anspruchsgrundlagen	245

Kapitel 5: Konkrete Änderungsvorschläge de lege ferenda ..

A. Wertpapiermarkt.....	257
B. Vermögensanlagenmarkt	260

Kapitel 6: Zusammenfassung der Thesen und Ergebnisse	263
---	-----

Literaturverzeichnis	269
----------------------------	-----

Sachregister	287
--------------------	-----

Lebenslauf	291
------------------	-----

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	VII
Inhaltsübersicht.....	IX
Einleitung	1

Kapitel 1: Einbettung des persönlichen Anwendungsbereiches in die Prospekthaftungsansprüche 5

A. <i>Rechtsnatur der spezialgesetzlichen Prospekthaftung</i>	5
B. <i>Die spezialgesetzliche Prospekthaftung nach §§ 21 ff. WpPG und § 20 VermAnlG</i>	6
I. Objektive Tatbestandsvoraussetzungen.....	6
1. Sachlicher Anwendungsbereich	6
2. Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit des Prospektes	7
3. Persönlicher Anwendungsbereich (Haftungsadressaten)	8
a) Prospektverantwortliche	8
b) Prospektveranlasser.....	9
4. Anspruchsberechtigung	10
5. Kausalität	11
a) Haftungsbegründende Kausalität	11
b) Haftungsausfüllende Kausalität.....	11
II. Subjektive Tatbestandsvoraussetzungen – Verschulden.....	12
1. Emittent und Prospektveranlasser	12
2. Emissionsbegleiter.....	13
III. Inlandsbezug	13
IV. Rechtsfolge.....	14
1. Inhaber der Wertpapiere	14
2. Früherer Inhaber der Wertpapiere	14
3. Mitverschulden	14
V. Haftungsausschluss.....	15
VI. Verjährung	16
VII. Konkurrenzregel.....	16

C. Unterschiede zwischen der Prospekthaftung am Wertpapiermarkt und Vermögensanlagenmarkt.....	17
I. Grundlegende wertungsmäßige Unterschiede	18
1. Primärmarkt, insbesondere Preisbildungsmechanismen	18
2. Keine vergleichbare Informationsdichte	20
3. Geringere Einflussmöglichkeiten der Anleger	20
4. Kein funktionierender Sekundärmarkt	21
II. Konkrete Unterschiede zwischen den §§ 21 ff. WpPG und § 20 VermAnlG	21
1. Keine vergleichbare Kontrolle durch Dritte	21
2. Ausschlussfrist	22
3. Enthftung durch Prospektberichtigung	23
4. Sonstige Unterschiede	25

Kapitel 2: Grundlagen des persönlichen Anwendungsbereiches 27

A. Historische Entwicklung der Rechtsgrundlagen des persönlichen Anwendungsbereiches.....	27
I. Entwicklung am Wertpapiermarkt	28
1. Der persönliche Anwendungsbereich im Lichte der Gesetzgebung	28
2. Der persönliche Anwendungsbereich im Lichte der Rechtsprechung	29
3. Verschulden.....	31
II. Entwicklung am Vermögensanlagenmarkt.....	32
1. Der persönliche Anwendungsbereich im Lichte der Rechtsprechung	32
a) Die Gruppen Haftpflichtiger.....	32
b) Haftung der Anlagegesellschaft und Mitgesellschafter	35
2. Der persönliche Anwendungsbereich im Lichte der Gesetzgebung	35
3. Verschulden.....	37
B. Informationssystematik auf dem Primärmarkt.....	37
I. Berechtigung und Grenzen einer ökonomischen Analyse	38
II. Kapitalmarkteffizienz	39
1. Informationseffizienz.....	39
2. Allokationseffizienz.....	41
III. Kritik an der ECMH: Behavioral Finance.....	42

1. Anomalie auf dem Primärmarkt – hot issue markets	42
2. Kritikpunkte der Behavioral Finance	43
3. Bewertung der Einwände	44
IV. Informationsasymmetrie auf dem Kapitalmarkt	46
V. Opportunistisches Verhalten von Informationsträgern	48
C. Zwischenergebnis	49

Kapitel 3: Herausbildung des nach wertender Betrachtung optimalen Umfangs des persönlichen Anwendungsbereiches 50

A. Weiteres Vorgehen und Auswirkung auf die folgenden Abschnitte	50
B. Rechtliches und ökonomisches Funktionsverständnis eines Haftungssystems	51
I. Haftungsziele.....	51
II. Haftung für Schäden wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation	53
1. Grundproblematik.....	53
2. Bewertung für den Primärmarkt.....	56
C. Informationsverantwortlichkeit.....	57
I. Rechtfertigung einer Etablierung von Informationsverantwortlichkeit.....	57
II. Drei Kategorien von Informationsverantwortlichkeit.....	59
D. Wertpapiermarkt.....	61
I. Haftung des Emittenten und seiner Organwalter	61
1. Einordnung in eine Kategorie von Informationsverantwortlichkeit	61
a) Emittent und Unternehmensleiter	61
b) Aufsichtsratsmitglieder	62
2. Rechtsökonomische und sonstige Wertungsgesichtspunkte	63
a) Argumente für eine Haftung der Gesellschaft.....	63
b) Argumente gegen eine Haftung der Gesellschaft.....	65
aa) Prospekthaftung des Emittenten zulasten der Gläubiger und Altgesellschafter	65
(1) Einlagenrückgewähr zulasten der Gläubiger	65
(2) Benachteiligung der Altgesellschafter.....	67

bb) Belastung der Kunden	67
c) Besondere negative Anreizsituationen	68
aa) Last-period-Probleme am Primärmarkt	68
bb) Wirtschaftliche Beteiligung	69
d) Außenhaftung als signaling und corporate shaming	69
e) Aufsichtsratsmitglieder	72
3. Verbleibende Argumente gegen eine Außenhaftung der Unternehmensleiter	74
a) Systembruch	74
b) Überabschreckung	75
c) Missbrauchsgefahr	76
d) Divergierender Haftungsmaßstab	77
4. Gleichstufige Haftung oder Haftungsnachrang der Unternehmensleiter	77
5. Verschulden und korrespondierende Sorgfaltspflichten	78
a) Optimaler Verschuldensmaßstab	78
b) Sorgfaltspflichten	81
aa) Emittent	81
bb) Unternehmensleiter	81
6. Haftungsbeschränkungen außerhalb des Verschuldens	83
a) Rechtfertigung einer zusätzlichen Haftungsbeschränkung	84
b) Formen der Haftungsbeschränkung	85
aa) Betragsmäßige Begrenzung der Haftung	85
bb) Vorverfahren	86
II. Haftung des Emissionsbegleiters	87
1. Einordnung in eine Kategorie von Informationsverantwortlichkeit	87
a) Emissionsbank	87
b) Emissionskonsortien	88
2. Rechtsökonomische und sonstige Wertungsgesichtspunkte	90
a) Allgemeine Erwägungen	90
b) Der Emissionsbegleiter als Gatekeeper	91
aa) Gatekeeperkriterien	91
bb) Anwendung Emissionsbank	92
(1) Vorliegen der Gatekeeperkriterien	92
(2) Reputation	93
c) Gefahr opportunistischen Verhaltens	97
d) Emissionskonsortien	98
3. Verschulden und korrespondierende Sorgfaltspflichten	98
a) Bankinterner Informationsfluss	99
b) Sorgfaltspflichten bei Drittinformationen	101
aa) Experteninformationen	101

bb) Sonstige Drittinformationen, insbesondere vom Emittenten	103
c) Sorgfaltspflichten bei Emissionskonsortien	103
4. Haftungsbeschränkungen außerhalb des Verschuldens	105
5. Auswirkung und Rechtfertigung interner Haftungsfreistellungen	105
a) Haftungsfreistellung durch den Emittenten	105
aa) Wertung: Letztverantwortlichkeit des Emittenten für Informationen	105
bb) Verbundene Problematik der Einlagenrückgewähr	107
b) Haftungsfreistellung durch Experten	108
aa) Allgemeines	108
bb) Entstehende Haftungslücke	110
c) Keine Schwächung der beabsichtigten Anreizstruktur	111
III. Haftung von Experten, insbesondere Wirtschaftsprüfern	112
1. Einordnung in eine Kategorie von Informationsverantwortlichkeit	113
a) Wirtschafts- und Abschlussprüfer	113
b) Sonstige Experten	114
2. Rechtsökonomische und sonstige Wertungsgesichtspunkte	115
a) Allgemeine Erwägungen	115
b) Der Wirtschaftsprüfer als Gatekeeper	117
c) Gefahr opportunistischen Verhaltens	121
aa) Quasirentenmodell und Low Balling	122
bb) Full-Service-Problematik	123
cc) Befangenheit	124
d) Richtiges Haftungssubjekt	124
e) Hürden einer Außenhaftung der Wirtschaftsprüfer und sonstiger Experten	126
aa) Sperrwirkung des § 323 Abs. 1 Satz 3 HGB	126
bb) Nutzung von Expertenerklärungen für den Prospekt	128
3. Verschulden und korrespondierende Sorgfaltspflichten	130
4. Haftungsbeschränkungen außerhalb des Verschuldens	132
a) Rechtfertigung einer zusätzlichen Haftungsbeschränkung	132
aa) Abschlussprüfer	132
bb) Sonstige Experten	134
b) Formen der Haftungsbeschränkung	135
aa) Betragsmäßige Begrenzung der Haftung	135
bb) Fehlende Zurechenbarkeit	137
IV. Haftung sonstiger Emissionsbeteiligter	138
1. Erste Oberkategorie: Einflussnahme	139
a) Herausbildung eines wertenden Kriteriums	139

aa) Wirtschaftliches Eigeninteresse und weitere mögliche Anknüpfungspunkte.....	140
bb) Alternative oder kumulative Einflussnahme auf den Ebenen und diesbezügliche Schwellen.....	142
(1) Erste Ebene.....	143
(2) Zweite Ebene.....	147
(3) Dritte Ebene.....	148
cc) Mögliche Fallkonstellationen	150
(1) Aktionär	151
(2) Organwalter	151
(3) Experten und Behörden	152
b) Einordnung in eine Kategorie von Informationsverantwortlichkeit	153
c) Rechtsökonomische und sonstige Wertungsgesichtspunkte	157
aa) Großaktionär.....	157
(1) Grundsätzliche Erwägungen	157
(2) Problematik der überwiegenden Platzierung des Aktienbestandes an der Gesellschaft	160
bb) Sonstige Fallgruppen, insbesondere Konzernmutter und Aufsichtsratsmitglieder	161
2. Zweite Oberkategorie: Haftung bei sonstigen Garantenkonstellationen	162
a) Herausbildung wertender Kriterien und dementsprechende Einordnung in eine Kategorie von Informationsverantwortlichkeit	162
b) Rechtsökonomische und sonstige Wertungsgesichtspunkte....	165
3. Dritte Oberkategorie: Sonstige Konstellationen, insbesondere Hintermannhaftung	166
4. Verschulden und korrespondierende Sorgfaltspflichten	167
5. Haftungsbeschränkungen außerhalb des Verschuldens	168
V. Haftung mehrerer Emissionsbeteiligter	169
<i>E. Wertungsmäßige Abweichungen für den persönlichen Anwendungsbereich am Vermögensanlagenmarkt</i>	<i>170</i>
I. Haftung des Emittenten und seiner Organwalter	171
1. Einordnung in eine Kategorie von Informationsverantwortlichkeit.....	171
2. Rechtsökonomische und sonstige Wertungsgesichtspunkte	172
a) Haftung der Anlagegesellschaft.....	172
aa) Argumente für eine Haftung	172
bb) Argumente gegen eine Haftung	173
(1) Gläubigerbenachteiligung	173

(2) Benachteiligung der Altgesellschafter.....	173
b) Haftung der Organwalter.....	175
II. Haftung der Garanten	177
III. Haftung sonstiger Emissionsbeteiligter, insbesondere Gründungsgesellschafter.....	178
IV. Verschulden und korrespondierende Sorgfaltspflichten	178
V. Haftungsbeschränkungen außerhalb des Verschuldens	179
VI. Vereinbarkeit mit Europarecht.....	180
<i>F. Vergleich mit der US-amerikanischen Prospekthaftung</i>	<i>181</i>
I. Wesentliche Grundsätze	182
II. Die Prospekthaftungstatbestände im Einzelnen.....	183
1. Sec. 11 SA.....	183
a) Objektive Tatbestandsvoraussetzungen	183
b) Persönlicher Anwendungsbereich (Haftungsadressaten)	184
c) Anspruchsberechtigung	185
d) Weitere erforderliche Kausalitätsnachweise	185
e) Subjektive Tatbestandsvoraussetzungen und verwandte Enthäftungsmöglichkeiten.....	186
f) Rechtsfolge.....	187
2. Haftung nach sec. 12 SA.....	188
a) Sec. 12 (a) (1) SA.....	188
aa) Objektive Tatbestandsvoraussetzungen.....	188
bb) Verschulden	188
b) Sec. 12 (a) (2) SA	189
aa) Objektive Tatbestandsvoraussetzungen.....	189
bb) Verschulden	189
c) Gemeinsame Tatbestandsvoraussetzungen und Rechtsfolge ...	190
aa) Anspruchsberechtigung.....	190
bb) Persönlicher Anwendungsbereich (Haftungsadressaten)	190
cc) Rechtsfolge	191
3. Verjährung (sec. 13 SA)	192
4. Sec. 15 SA (Haftung der den Emittenten kontrollierenden Personen).....	192
5. Haftung nach sec. 17 (a) SA und sec. 10(b) Securities Exchange Act i.V.m. Rule 10b-5 SEA	192
III. Zusammenfassung und Vergleich mit der Prospekthaftung nach deutschem Recht.....	193
1. Vergleich des persönlichen Anwendungsbereiches	193
2. Vergleich der übrigen Voraussetzungen sowie der Rechtsfolge ..	193
3. Erkenntnisgewinn	195

G. Zwischenergebnis	195
---------------------------	-----

Kapitel 4: Der persönliche Anwendungsbereich de lege lata	197
--	-----

A. Vorgehensweise	197
-------------------------	-----

I. Grammatikalische Auslegung	198
II. Systematische Auslegung	198
III. Historische und genetische Auslegung.....	199
IV. Teleologische Auslegung.....	200
V. Europarechtskonforme Auslegung.....	201
VI. Verhältnis der Auslegungsmethoden zueinander.....	201

B. Einheitliche Auslegung des persönlichen Anwendungsbereiches der spezialgesetzlichen Prospekthaftungstatbestände	202
---	-----

I. Grammatikalische Auslegung	202
II. Systematische Auslegung	202
III. Historische und genetische Auslegung.....	203
IV. Teleologische Auslegung.....	205
V. Gesamtabwägung	206

C. Haftungsschuldner.....	206
---------------------------	-----

I. Grundprinzip der Gesamtverantwortung	206
1. Grammatikalische Auslegung	207
2. Systematische Auslegung	207
3. Historische und genetische Auslegung.....	209
4. Teleologische Auslegung.....	211
5. Europarechtliche Auslegung	212
6. Gesamtabwägung und Folge für den persönlichen Anwendungsbereich.....	212
II. Haftung aufgrund Übernahme der Prospektverantwortung	213
1. Grammatikalische Auslegung	214
2. Systematische Auslegung	215
a) Wertpapierprospektgesetz	215
aa) Bestimmung der in systematischem Zusammenhang stehenden Vorschriften	215
bb) Sonderproblem der Unterzeichnung durch den Anbieter....	216
cc) Grundlegende Erkenntnisse aus der systematischen Auslegung	218

dd) Bedeutung der systematischen Auslegung für den persönlichen Anwendungsbereich.....	220
(1) Emittent, Emissionsbank und Organmitglieder	220
(2) Emissionskonsortien	221
(3) Umplatzierender Großaktionär und umplatzierendes Organmitglied.....	222
(4) Wirtschaftsprüfer	224
b) Keine Abweichungen im Rahmen des Vermögensanlagengesetz	224
3. Historische und genetische Auslegung.....	226
4. Teleologische Auslegung.....	229
5. Europarechtliche Auslegung	231
6. Gesamtabwägung.....	231
III. Prospektveranlasser	232
1. Grammatikalische Auslegung	235
a) Wertpapiermarkt	235
aa) Grundsätzliches Verständnis	235
bb) Vereinbarkeit in spezifischen Fällen.....	236
(1) Großaktionär und Konzernmuttergesellschaft mit Leitungsmacht	236
(2) Organmitglieder.....	237
b) Vermögensanlagenmarkt.....	238
2. Systematische Auslegung	238
3. Historische und genetische Auslegung.....	239
4. Teleologische Auslegung.....	241
5. Europarechtliche Auslegung	242
6. Gesamtabwägung.....	242
<i>D. Verschulden und Haftungsbeschränkungen außerhalb des Verschuldens</i>	<i>243</i>
<i>E. Haftung mehrerer Emissionsbeteiligter.....</i>	<i>244</i>
<i>F. Zwischenergebnis</i>	<i>244</i>
<i>G. Schließung von Haftungslücken durch konkurrierende Anspruchsgrundlagen</i>	<i>245</i>
I. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne	245
1. Weiter gefasster persönlicher Anwendungsbereich	245
2. Konkurrenzregel	245
a) Grammatikalische Auslegung.....	246
b) Systematische Auslegung.....	247

c) Historische und genetische Auslegung	247
d) Teleologische Auslegung	250
e) Gesamtabwägung	251
II. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im weiteren Sinne	251
III. Vertrag mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter	252
IV. Deliktische Ansprüche	254
V. Zwischenergebnis	255

Kapitel 5: Konkrete Änderungsvorschläge de lege ferenda 256

A. Wertpapiermarkt	257
I. Haftung von Unternehmensleitern und Anpassung der gesamtschuldnerischen Haftung	257
II. Haftung von Experten und Quasi-Verantwortlichen	258
III. Anpassung der Haftung von Prospektveranlassern	260
B. Vermögensanlagenmarkt	260
I. Haftung von Organwaltern und Anpassung der gesamtschuldnerischen Haftung	260
II. Haftung von Experten und Quasi-Verantwortlichen	261
III. Anpassung der Haftung von Prospektveranlassern	262
IV. Verschärfung des Verschuldensmaßstabes	262

Kapitel 6: Zusammenfassung der Thesen und Ergebnisse 263

Literaturverzeichnis	269
Sachregister	287
Lebenslauf	291

Einleitung

A. Gegenstand der Arbeit und Rechtfertigung des Themas

Wenn man sich auf die Suche nach der Triebfeder der Regulierung von Kapitalmärkten begibt, stößt man fast ausschließlich auf den Beweggrund der Transparenz. So wurde auch zuletzt im Rahmen der Diskussionen um das sog. Kleinanlegerschutzgesetz¹ die gesetzgeberische Initiative wie folgt begründet: „Wo es Verbrauchern schwer fällt, sich selbst zu schützen, müssen wir für mehr Transparenz sorgen.“²

Erstaunlich ist dabei, dass der Gesetzgeber trotz seiner grundsätzlich umfangreichen Aktivitäten auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechtes seinen Fokus eindeutig auf die sekundärmarktbezogenen Publizitätspflichten gelegt hat. Die Prospekthaftung, die nicht zuletzt aufgrund der von ihr ausgehenden Anreizwirkung ebenfalls einen wichtigen Eckpfeiler der Transparenz darstellt,³ wurde hingegen bis auf die Schaffung und Angleichung eines spezialgesetzlichen Tatbestandes für den grauen Kapitalmarkt letztlich weitestgehend außer Acht gelassen. Dies gilt insbesondere für einen Teilbereich, der – trotz der sich zweifelsohne rasant wandelnden Kapitalmärkte – seit 1896 keine praktisch relevante Änderung erfahren hat:⁴ das Thema dieser Arbeit, namentlich der persönliche Anwendungsbereich der spezialgesetzlichen Prospekthaftung. Gemeint sind damit die beiden Gruppen der Haftungsschuldner, die die spezialgesetzlichen Tatbestände im Bereich des Wertpapiermarktes nach den §§ 21 ff. WpPG und im Bereich des Vermögensanlagenmarktes nach § 20 VermAnlG übereinstimmend vorsehen:⁵ Zum einen

¹ Siehe RegE mit Begr. zum Kleinanlegerschutzgesetz, BT-Drs. 18/3994; dazu *Roth*, GWR 2015, 243.

² So der Bundesminister der Justiz und für Verbraucherschutz, Heiko Maas, dazu *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 12. November 2014, „Strengere Regeln am Grauen Kapitalmarkt“.

³ Zu Prospektpublizität, -kontrolle und -haftung als Mittel zur Überwindung von Informationsasymmetrie siehe auch *Fleischer*, Gutachten F 64. DJT, F 23.

⁴ Eingehend zur historischen Entwicklung des persönlichen Anwendungsbereiches unten S. 27 ff.

⁵ Als Synonyme für den Wertpapiermarkt bzw. den Vermögensanlagenmarkt werden im Folgenden auch die Begriffe „organisierter Kapitalmarkt“ bzw. „grauer Kapitalmarkt“ verwendet.

diejenigen, die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben, § 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpPG bzw. § 20 Abs. 1 Satz 1 VermAnlG; zum anderen diejenigen, von denen der Erlass des Prospektes ausgeht (sog. Prospektveranlasser), § 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpPG bzw. § 20 Abs. 1 Satz 1 VermAnlG.

Eine wissenschaftliche Beschäftigung mit diesem Aspekt ist jedoch deshalb besonders lohnenswert, weil er eine der wichtigsten Stellschrauben der Prospekthaftung verkörpert. Denn der Umfang des persönlichen Anwendungsbereiches gibt zunächst Antwort auf die Frage, wer präventiv zu einer lückenlosen Informationsweitergabe angeregt wird und so zu größerer Transparenz beiträgt, weil er sich einer drohenden Haftung ausgesetzt sieht. Darüber hinaus legt der persönliche Anwendungsbereich alleine die mögliche Anzahl der Haftungsadressaten fest und trifft damit unter Kompensationsgesichtspunkten eine maßgebliche Aussage über die wirtschaftliche Werthaltigkeit des Prospekthaftungsanspruches.

Es existiert – soweit ersichtlich – keine eingehende und ausschließliche Erforschung des persönlichen Anwendungsbereiches, wie sie durch diese Arbeit angestrebt wird. Das gilt insbesondere hinsichtlich der wissenschaftlichen Methoden der Arbeit, die rechtshistorische, rechtsökonomische und rechtsvergleichende Argumente mit einem eigenen auf den Abbau von Informationsasymmetrien abzielenden Ansatz kombiniert und auf dieser Grundlage den persönlichen Anwendungsbereich bestimmen will. Als Alleinstellungsmerkmal hervorzuheben ist dabei auch die diesbezügliche Gegenüberstellung des organisierten und des grauen Kapitalmarktes.

Die Aktualität und hohe Brisanz dieses Themas wird nicht nur an den insbesondere in jüngerer Vergangenheit sich wiederholenden Skandalen auf dem grauen Kapitalmarkt wie etwa der Prokon-Insolvenz⁶ deutlich, die Grund für das nunmehr erlassene Kleinanlegerschutzgesetz sind. Auch an dem hitzig diskutierten und letztlich gescheiterten Bestreben aus dem Jahre 2004, den Kreis der Haftpflichtigen zu erweitern,⁷ lässt sich die praktische Relevanz des persönlichen Anwendungsbereiches erkennen.

B. Gang der Untersuchung

Ziel dieser Arbeit ist es, den persönlichen Anwendungsbereich der spezialgesetzlichen Prospekthaftung zu bestimmen.

Zu diesem Zwecke wird im folgenden ersten Kapitel der Arbeit zunächst ein Überblick gegeben und der persönliche Anwendungsbereich in die Norm-

⁶ Zur Prokon-Insolvenz siehe etwa Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 8. Juni 2015, „Bekommen die Prokon-Anleger doch noch ihr Geld zurück?“.

⁷ Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz – KapInHaG), abgedruckt in NZG 2004, 1042.

struktur der §§ 21 ff. WpPG und des § 20 VermAnlG eingebettet. Dazu gehört neben einer Kurzdarstellung der Tatbestände auch, die Unterschiede zwischen dem Wertpapiermarkt und dem Vermögensanlagenmarkt aufzuzeigen. Diese dienen im Folgenden als Begründungen für gegebenenfalls erforderliche Differenzierungen.

Im zweiten Kapitel werden sodann die Grundlagen des persönlichen Anwendungsbereiches gelegt. Hier wird auf die Historie der Prospekthaftung sowie auf die Informationssystematik des Primärmarkts eingegangen.

Im dritten Kapitel wird der nach wertender Betrachtung optimale Umfang des persönlichen Anwendungsbereiches herausgearbeitet, wobei zum einen der eigene Ansatz der sog. Informationsverantwortlichkeit sowie zum anderen insbesondere rechtsökonomische Argumente Beachtung finden. Ferner vollzieht die Arbeit als argumentative Stütze zusätzlich einen kurzen Seitenblick anhand eines Rechtsvergleiches mit der US-amerikanischen Prospekthaftung. Den Kreis der Haftungsadressaten zunächst anhand normativer Kriterien abstrakt, d.h. losgelöst vom derzeitigen Gesetzeswortlaut, abzustecken, bietet sich vor der Analyse des bestehenden Rechts insbesondere deshalb an, weil die Formulierung des Gesetzes gerade keine konkreten Haftungsschuldner nennt, sondern für sich genommen weitgehend unbestimmt ist.

Die in Kapitel 3 herausgearbeiteten Fallgruppen können im Anschluss im vierten Kapitel der Arbeit zur Konkretisierung des persönlichen Anwendungsbereiches *de lege lata* beitragen, indem dieser eingehend untersucht wird und die zuvor ermittelten Haftpflichtigen – soweit unter Beachtung der Wortlautgrenze möglich – unter die Fallgruppe der Übernahme von Prospektverantwortung bzw. des sog. Prospektveranlassers subsumiert werden.

Die im Laufe der Arbeit gefundenen Ergebnisse münden schließlich in konkreten Änderungsvorschlägen *de lege ferenda* im fünften Kapitel der Arbeit, wobei hier – angesichts der Vorarbeit in Kapitel 3 – der Gesetztext im Mittelpunkt stehen wird. Konkret finden diejenigen Fallgruppen und Kriterien Berücksichtigung, die zwar in Kapitel 3 als sinnvoll erachtet wurden, aber im vierten Kapitel nicht unter den Wortlaut der spezialgesetzlichen Haftungstatbestände subsumiert werden konnten.

Zuletzt (Kapitel 6) werden die Thesen und Ergebnisse zusammengefasst.

Die Erörterung konzentriert sich dabei ausschließlich auf die Haftung wegen fehlerhafter Prospekte. Eine eigene Bestimmung des persönlichen Anwendungsbereiches bei gänzlich fehlendem Prospekt (vgl. § 24 WpPG bzw. § 21 VermAnlG) wird bewusst ausgelassen, da die diesbezügliche Haftung zum einen nahezu keine praktische Relevanz besitzt und sich zum anderen der Wortlaut ohnehin an den Grundnormen § 21 WpPG bzw. § 20 VermAnlG orientiert.

Kapitel 1

Einbettung des persönlichen Anwendungsbereiches in die Prospekthaftungsansprüche

Im Folgenden wird die Normstruktur der §§ 21 ff. WpPG und des § 20 VermAnlG kurz dargestellt, um die hohe Relevanz des persönlichen Anwendungsbereiches in den richtigen Kontext einbetten zu können. Dabei sind die Ausführungen bewusst kurz gehalten: Meinungsstreite werden nur vereinzelt sowie ohne eingehende Begründung referiert. Ziel ist es lediglich, den *status quo* des persönlichen Anwendungsbereiches im Rahmen einer Gesamtbeurteilung der spezialgesetzlichen Ansprüche zu veranschaulichen. Anschließend werden die so gewonnenen Erkenntnisse anhand der Unterschiede zwischen Wertpapiermarkt und Vermögensanlagenmarkt einer kritischen Würdigung unterzogen.

A. Rechtsnatur der spezialgesetzlichen Prospekthaftung

Die Rechtsnatur der spezialgesetzlichen Prospekthaftung ist umstritten. Im Wesentlichen werden drei Auffassungen vertreten:¹ Während die wohl h.M. der Ansicht ist, dass eine kraft Gesetzes eintretende Vertrauenshaftung² vorliege,³ wird von den Anhänger der beiden Mindermeinungen entweder eine rechtsgeschäftliche Einordnung⁴ oder die Theorie einer deliktischen Haftung⁵ befürwortet. Für und gegen alle drei Ansichten streiten gute Argumente: Gegen die deliktsrechtliche Theorie spricht der h.M. zufolge zwar, dass das Deliktsrecht nur in bestimmten, abschließend geregelten Sonderkonstellatio-

¹ Eingehend zum Meinungsstand Assmann, Prospekthaftung, S. 216 ff.; Ellenberger, Prospekthaftung Wertpapierhandel, S. 7 ff.; Hellgardt, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 18 ff.

² So ursprünglich Canaris, Bankvertragsrecht, 2. Aufl., 1981, Rn. 2277.

³ Ellenberger, Prospekthaftung Wertpapierhandel, S. 9 f.; Groß, KMR, § 21 WpPG Rn. 9; Schwark/Zimmer/Schwark, KMRK, § 45 BörsG Rn. 7; auch der BGH scheint sich jedenfalls im Zusammenhang mit der US-amerikanischen Prospekthaftung der Theorie einer Vertrauenshaftung anzuschließen BGHZ 190, 7 Rn. 17 = NJW 2011, 2719 Rn. 17.

⁴ Innerhalb der rechtsgeschäftlichen Theorie gibt es Begründungsabweichungen, vgl. zum Ganzen auch die Übersicht bei Förster, Prospekthaftung der organisierten und grauen Kapitalmärkte, S. 40 ff.; eine Theorie begreift die Prospekthaftung etwa als in „Selbstbindungsabsicht abgegebenes Qualitätsversprechen“, Köndgen, AG 1983, 85, 91.

⁵ Ausführlich Hellgardt, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 25 ff., zu den einzelnen deliktischen Pflichten S. 239 ff.; Assmann, Prospekthaftung, S. 252 ff.; Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 3.

nen auch Vermögensschäden schütze und dass die spezialgesetzlichen Prospekthaftungstatbestände gerade keine Schutzgesetze i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB seien.⁶ Die Vertreter der deliktischen Theorie werfen der h.M. sowie den Befürwortern der rechtsgeschäftlichen Lehre hingegen zurecht vor, dass diese die bei gänzlichem Fehlen des Prospektes eintretende spezialgesetzliche Haftung (§ 24 WpPG bzw. § 21 VermAnlG) nicht erklären könnten.⁷

Das letztgenannte Argument wiegt im Ergebnis schwerer, da es in der Tat widersprüchlich wäre, nur § 24 WpPG bzw. § 21 VermAnlG von der grundsätzlichen Qualifikation der Prospekthaftungstatbestände als gesetzliche Vertrauenshaftung bzw. Haftung mit rechtsgeschäftlicher Basis auszunehmen. Den Gegenargumenten bezüglich der deliktsrechtlichen Theorie kann auch begegnet werden, indem aus der Einordnung als deliktisch keine voreiligen Schlüsse gezogen werden,⁸ sondern jede weitere Folgerung einer gesonderten Begründung bedarf.

Es ist davon auszugehen, dass die Übertragung der börsengesetzlichen Prospekthaftung in das WpPG nichts an der rechtlichen Einordnung geändert hat.⁹ Im Übrigen gelten dieselben Grundsätze auch für die spezialgesetzliche Prospekthaftung auf dem Vermögensanlagenmarkt.¹⁰

B. Die spezialgesetzliche Prospekthaftung nach §§ 21 ff. WpPG und § 20 VermAnlG

1. Objektive Tatbestandsvoraussetzungen

1. Sachlicher Anwendungsbereich

Eine zentrale Voraussetzung der §§ 21 ff. WpPG bzw. des § 20 VermAnlG ist zunächst, dass ein Börsenzulassungsspekt bzw. ein Verkaufsprospekt vorliegt. Eine Legaldefinition des Prospektbegriffes ist nicht vorhanden. Bezugspunkt der Haftung im Anwendungsbereich des WpPG ist nach § 21 Abs. 1 S. 1 WpPG jedoch ein Prospekt, aufgrund dessen Wertpapiere an einem organisierten Markt zugelassen wurden; es muss mithin ein zu diesem Zwecke von der BaFin gem. § 13 WpPG gebilligter bzw. nach § 18 WpPG

⁶ So etwa Schwark/Zimmer/Schwark, KMRK, § 45 BörsG Rn. 7.

⁷ Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 3.

⁸ Gegen voreilige Schlüsse auch Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 3.

⁹ Groß, KMR, § 21 Rn. 9.

¹⁰ Vgl. etwa Hellgardt, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 25 f., der die Theorie einer deliktischen Einordnung in gleicher Weise für § 13a VerkProspG a.F. vertritt.

bescheinigter Börsenzulassungsprospekt i.S.d. § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG, § 48 Abs. 2 BörsZulV vorliegen.¹¹

Die Haftung erstreckt sich darüber hinaus gem. § 21 Abs. 4 WpPG auf prospektersetzende, schriftliche Darstellungen sowie gem. § 22 WpPG auf solche Prospekte, die nicht Grundlage für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einer inländischen Börse, mithin keine Börsenzulassungsprospekte, sind. Es genügt vielmehr jedes öffentliche Angebot.¹² Ferner umfasst die Prospekthaftung auch den Prospektnachtrag gem. § 16 WpPG.¹³

Der sachliche Anwendungsbereich der Prospekthaftung im Rahmen des VermAnlG ist für Verkaufsprospekte von Vermögensanlagen eröffnet, welche öffentlich angeboten werden, § 1 Abs. 1 und 2 VermAnlG. Auch ein solcher Prospekt muss gem. § 8 VermAnlG von der BaFin gebilligt worden sein.¹⁴

2. Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit des Prospektes

Der in Rede stehende Prospekt muss fehlerhaft, also unrichtig oder unvollständig, zum Zeitpunkt des Erwerbs des Wertpapiers oder der Vermögensanlage sein. Entscheidend ist grundsätzlich die Beurteilung aus der Perspektive eines verständigen bzw. durchschnittlichen Anlegers.¹⁵ Unrichtig sind dabei Angaben, die nicht der Wahrheit entsprechen.¹⁶ Unvollständigkeit liegt vor, wenn ein Prospekt nicht alle für die Anlageentscheidung wesentlichen Angaben enthält, und bildet daher einen Unterfall der Unrichtigkeit.¹⁷ Dass der Prospekt dabei, wie oben ausgeführt, durch die BaFin geprüft und gebilligt wurde, spielt für die Beurteilung der Unrichtigkeit bzw. Unvollständigkeit keine Rolle.¹⁸

¹¹ Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb. KapitalanlageR, § 5 Rn. 125; Groß, KMR, § 21 WpPG Rn. 23; Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 10; Mülbert/Steup, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 18.

¹² Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 60.

¹³ Statt vieler Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 12.

¹⁴ Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb. Kapitalanlagerecht, § 5 Rn. 243; noch zur alten Rechtslage unter dem VerkProspG Lenenbach, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.433; Schäfer, F., ZGR 2006, 40, 50.

¹⁵ Statt vieler Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 15.

¹⁶ Statt vieler: Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 18.

¹⁷ RegBegr. zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 13/8933, S. 76, 80.

¹⁸ Allg. M., vgl. bereits OLG Frankfurt a.M. NJW-RR 1994, 946, 948; Groß, KMR, § 21 WpPG Rn. 39; Schanz, Börseneinführung, § 13 Rn. 102.

3. Persönlicher Anwendungsbereich (Haftungsadressaten)

Die Prospekthaftung für fehlerhafte Prospekte sowohl nach dem WpPG als auch dem VermAnlG sieht übereinstimmend zwei Gruppen möglicher Haftpflichtiger vor: Zum einen diejenigen, die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben, § 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpPG bzw. § 20 Abs. 1 Satz 1 VermAnlG, zum anderen diejenigen, von denen der Erlass des Prospektes ausgeht (sog. Prospektveranlasser), § 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 bzw. § 20 Abs. 1 Satz 1 VermAnlG.

a) Prospektverantwortliche

Entscheidendes Kriterium für die Prospektverantwortlichkeit ist nach h.M. ihre Erkennbarkeit nach außen.¹⁹ Prospektverantwortlich sind demnach diejenigen, die den Prospekt erlassen haben, mithin die Unterzeichner des Prospektes, und sonstige Rechtssubjekte, die für den Inhalt des Prospektes nach außen erkennbar Verantwortung übernommen haben.²⁰

Unterzeichner des Prospektes sind im Rahmen eines Börsenzulassungsprospektes stets die Zulassungsantragsteller, mithin der Emittent und die emissionsbegleitende Bank, § 5 Abs. 3 S. 2 WpPG i.V.m. § 32 Abs. 2 S. 1 BörsG.²¹ Zudem muss die emissionsbegleitende Bank beim Börsenzulassungsprospekt gem. § 5 Abs. 4 Satz 2 WpPG zwingend für den Prospekt die Verantwortung übernehmen.²²

Da die Unterzeichnung eine zwar hinreichende, aber keine obligatorische²³ Haftungsvoraussetzung ist, kommen auch andere Fallgruppen der Erklärung einer Verantwortungsübernahme in Betracht.²⁴ Als Hauptbeispiel werden hier Konsortialgruppen genannt: So haften die Konsortialmitglieder eines Emissionskonsortiums auch dann, wenn nur der Konsortialführer den Prospekt unterzeichnet hat, jedoch durch entsprechende Erklärungen im Prospekt der Eindruck einer Übernahme zumindest der Mitverantwortung durch die Konsortialmitglieder erweckt wird (§ 5 Abs. 4 Satz 1 WpPG).²⁵ Eine Mitwir-

¹⁹ *Groß*, KMR, § 21 WpPG Rn. 30; *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 26; *Mülbert/Steup*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 65; *Schwarz/Zimmer/Schwarz*, KMRK, § 45 BörsG Rn. 8.

²⁰ *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. KapitalanlageR, § 5 Rn. 153; *Hamann*, in: *Schäfer, F./Hamann*, KMG, §§ 44, 45 BörsG Rn. 87.

²¹ Statt vieler *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 27.

²² *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.480; *Mülbert/Steup*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 66.

²³ BGHZ 139, 225, 228 ff. = NJW 1998, 3345, 3346; *Mülbert/Steup*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 66.

²⁴ *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. KapitalanlageR, § 5 Rn. 156.

²⁵ *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. KapitalanlageR, § 5 Rn. 156; *Groß*, KMR, § 21 WpPG Rn. 34.

kung des einzelnen Konsortialmitglieds an der Prospekterstellung ist dafür nach h.M. nicht erforderlich.²⁶

Im Rahmen eines Wertpapierprospektes, der nicht Grundlage für eine Börsennotierung ist, hat nach § 5 Abs. 3 Satz 1 WpPG der Anbieter (vgl. § 2 Abs. 10 WpPG) den Prospekt zu unterzeichnen, wobei dies in der Regel der Emittent ist.²⁷ Hinsichtlich einer begehrten Zulassung zum Vermögensanlagenmarkt ergibt sich insoweit keine Abweichung, da nach § 2 Abs. 4 VermVerkProspV ebenfalls der Anbieter den Prospekt unterzeichnen muss. In beiden Fällen ist jedoch die Unterzeichnung bzw. Verantwortungsübernahme durch eine emissionsbegleitende Bank nicht zwingend vorgeschrieben.

b) Prospektveranlasser

Die zweite Fallgruppe ist die der Prospektveranlasser. Sie soll die hinter dem Prospekt stehenden Emissionsbeteiligten, also die tatsächlichen Urheber, erfassen, die nicht durch eine Verantwortungsübernahme nach außen in Erscheinung treten.²⁸ Hierdurch sollen Haftungslücken geschlossen werden.²⁹ In den Kreis der Haftpflichtigen werden damit diejenigen aufgenommen, die ein eigenes wirtschaftliches Interesse an der Emission haben und im Hintergrund als „Strippenzieher“ agieren, also „darauf hingewirkt“³⁰ haben, dass ein unrichtiger oder unvollständiger Prospekt erstellt wurde.³¹ Das können insbesondere die Konzernmuttergesellschaft³² oder Großaktionäre³³ sein, die beispielsweise anstreben, im Rahmen der Emission eigene Aktien zu veräußern, und daher ein eigenes wirtschaftliches Interesse verfolgen. Auch die Einbe-

²⁶ *Ellenberger*, Prospekthaftung Wertpapierhandel, S. 26; *Groß*, KMR, § 21 WpPG Rn. 34.

²⁷ *Mülbert/Steup*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 67; *von Kopp-Colomb/Knobloch*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG, VerkProspG, § 2 WpPG Rn. 72, zum Anbieterbegriff und den sich daraus ergebenden Folgen im Haftungsrecht Rn. 73; *Assmann* in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG, VerkProspG § 13a VerkProspG Rn. 12 ff.; *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. KapitalanlageR, § 5 Rn. 154 m.w.N.; siehe auch *RegBegr.* zum Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, BT-Drs. 15/3174, S. 42.

²⁸ *Groß*, KMR, § 21 WpPG Rn. 35; *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. Kapitalmarktinf., § 29 Rn. 29.

²⁹ *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.482.

³⁰ So anschaulich bereits *Schwark*, BörsG, 1. Aufl., 1976, §§ 45, 46 BörsG Rn. 3.

³¹ *RegBegr.* zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 13/8933, S. 54, 78; *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. KapitalanlageR, § 5 Rn. 157; *Groß*, KMR, § 21 WpPG Rn. 35.

³² Dazu zuletzt BGHZ 195, 1 = NZG 2012, 1262 (Leipzig West); vgl. auch BGH Urt. v. 14.05.2013 – XI ZR 335/11, Rn. 37 ff. = GWR 2013, 339 (nur Kurzwiedergabe); *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.482; *Schwark/Zimmer/Schwark*, KMRK, § 45 BörsG Rn. 9.

³³ *Groß*, KMR, § 21 WpPG Rn. 35; *Hamann*, in: *Schäfer, F./Hamann*, KMG, §§ 44, 45 BörsG Rn. 92.

ziehung von Organmitgliedern in die Fallgruppe der Prospektveranlasser ist unter der oben genannten Voraussetzung denkbar.³⁴

4. Anspruchsberechtigung

Maßgebliches Kriterium der Anspruchsberechtigung ist der Erwerb der Wertpapiere bzw. Vermögensanlagen. Bei der spezialgesetzlichen Prospekthaftung für den regulierten Markt müssen die Wertpapiere aufgrund des Prospektes zum Börsenhandel zugelassen worden sein, § 21 Abs. 1 Satz 1 WpPG. Bei der Haftung nach §§ 22, 24 WpPG bzw. § 20 VermAnlG kommt es hingegen darauf an, dass der Investor die Wertpapiere respektive Vermögensanlagen im Rahmen des öffentlichen Angebots erworben hat.³⁵

Bezüglich des temporalen Kriteriums ist zwischen dem Wertpapiermarkt und dem Vermögensanlagenmarkt zu differenzieren³⁶: Bei der spezialgesetzlichen Haftung für Börsenzulassungsprospekte müssen die Wertpapiere nach der Prospektveröffentlichung und innerhalb einer sechsmonatigen Ausschlussfrist ab dem Zeitpunkt ihrer erstmaligen Börseneinführung erworben worden sein. Hinsichtlich der Prospekthaftung für Wertpapiere, die im Rahmen eines öffentlichen Angebotes erworben wurden, ist eine entsprechende Frist mit einem Fristbeginn ab dem ersten öffentlichen Angebot vorgesehen, § 22 Nr. 1 WpPG.³⁷ Für die Prospekthaftung auf dem grauen Kapitalmarkt gilt hingegen nach § 20 Abs. 1 Satz 1 VermAnlG als Deckelung eine zweijährige Ausschlussfrist, gerechnet ab dem ersten öffentlichen Angebot.

Ob der Erwerber zum Zeitpunkt der Geltendmachung noch Inhaber der Wertpapiere bzw. Vermögensanlagen ist, spielt keine Rolle.³⁸ Auch können Zweiterwerber anspruchsberechtigt sein, sofern sie die Wertpapiere innerhalb der oben genannten Fristen erworben haben. Dies kann letztlich dazu führen, dass die Anzahl der Anspruchsberechtigten über die Zahl der emittierten Wertpapiere bzw. Vermögensanlagen hinausgeht.³⁹

³⁴ *Groß*, KMR, § 21 WpPG Rn. 35; *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 29; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.482.

³⁵ *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.490; *Mülbert/Steup*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 89.

³⁶ *Mülbert/Steup*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 90; zu der Anspruchsberechtigung des Zweiterwerbers auch *Kort*, AG 1999, 9, 12.

³⁷ *Mülbert/Steup*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 90.

³⁸ *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 34.

³⁹ *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 34.

Sachregister

- Abschlussprüfer 22, 113 f., 119 f., 122, 124 ff., 128 f., 131 ff., 137, 163, 165 f., 169, 179, 195, 230 f., 241, 252, 258, 261 f., 265 f.
- Allokationseffizienz 38 f., 41, 55, 263
- Anbieter 9, 19, 23, 67, 190, 213, 216 ff., 225, 229 ff., 236, 238, 268
- Anlagegesellschaft 33, 35, 63, 171 f., 225, 228, 230, 261, 266
- Arbitrageure 40 f., 44
- BaFin 6 f., 24 f., 72, 92, 118, 152, 156, 220
- Behavioral Finance 42 ff.
- Beherrschungsvertrag 31, 145 f., 151, 154, 233, 242, 266, 268
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, *siehe* BaFin
- Corporate Governance 130, 270 ff.
- corporate shaming 69 f., 72, 86, 176, 180
- ECMH 39 f., 42, 45 f.
- Efficient Capital Market Hypothesis, *siehe* ECMH
- Einflussnahme 60, 139 ff., 145 ff., 157, 161, 166, 168, 178 f., 214, 234, 236 ff., 240 ff., 260, 265 f., 268
- Einlagenrückgewähr 30, 50, 65 ff., 105, 107, 157, 173
- Emissionsbank 30, 61, 87 f., 90 ff., 94 f., 97 ff., 101 ff., 105 ff., 111 f., 116, 134, 158, 162, 166, 169, 193, 214, 219 f., 230, 234, 259, 265
- Emissionsbegleiter, *siehe* Emissionsbank
- Emissionsbeteiligte, sonstige 138, 140 ff., 152, 162, 178, 233, 265
- Emittent 8 f., 12 f., 56, 61 f., 64, 67, 69, 77, 79, 81, 84, 87, 92, 94, 98, 100, 103, 105 f., 114, 118, 129, 134, 145, 153, 158, 168, 171, 184, 186, 191, 194, 213, 216 ff., 223, 225 f., 230, 244, 258, 259, 264
- Experten 29, 31, 54, 61, 93, 101 ff., 105, 108 ff., 126, 128, 133 f., 138 f., 149, 152, 156, 162 ff., 169, 171, 177, 179, 187, 193, 211 f., 214, 227, 229, 232, 252, 258 f., 261, 265 f., 268
- Fahrlässigkeit 12, 37, 59, 75 ff., 79 f., 99, 117, 130 ff., 167, 178 f., 195, 204, 243, 245 f., 248, 262, 264 f., 267
- Fehlerhaftigkeit 11, 15 f., 185 f.
- Finanzteil 114, 165, 211
- Finanzvorstand 82 f., 184
- Garanten 33 f., 89, 131, 163, 165, 168 f., 171, 177, 180, 195, 228, 244 f.
- Gatekeeper 22, 80, 91 ff., 97 ff., 117 ff., 121, 129, 159, 163, 165 f., 170, 176 f., 258 f., 265 f.
- Gesamtverantwortung 31, 34, 81 f., 206 f., 209, 211 f., 267
- Großaktionär 12, 73, 147, 152, 154 f., 157 ff., 195, 214, 222 f., 230 ff., 234, 236 ff., 240, 244, 266 f.
- Haftung
- Beschränkungen 57, 77, 83 f., 105, 125, 127, 130, 132, 168, 179, 181, 195, 197, 243, 255
 - de lege ferenda 256 ff.
 - de lege lata 197 ff.
- Haftungslücke 110, 116, 257
- hidden information 46, 47, 90
- hot issue markets 42 f., 46
- Informationsasymmetrie 37, 46 ff., 51, 56 f., 69, 95, 114, 170, 172, 263
- Informationseffizienz 39 ff., 263

- Informationsverantwortlichkeit 3, 50,
57 ff., 63, 81, 87, 89, 98, 106, 108,
113, 115, 117, 129, 139, 153 ff., 162,
164, 167, 171, 264 ff.
- Informationsverantwortlichkeit,
Kategorien
- Informationsgaranten 58 ff., 87, 89,
113, 117, 140, 163, 264 f.
 - Informationsprüfer 58, 60, 113, 140,
156, 264 f.
 - Informationsträger 42, 48, 58 ff., 81,
87, 104 f., 113, 130, 139, 153 ff.,
171, 264, 266
- Initial Public Offering, *siehe* IPO
- Investmentbank 87, 94 f., 97 f., 100,
102 f., 110, 112
- IPO 56, 90, 103, 106, 129, 159
- Kaldor/Hicks-Kriterium 52
- KapInHaG 73, 210 f., 227, 229, 232,
241, 268, 275
- Kapitalanlage 39 f., 47, 58, 102, 174
- Kapitalmarktinformationshaftungsge-
setz, *siehe* KapInHaG
- Konkurrenzregel 16, 229, 245 ff., 252,
254 f., 268
- Konzernmutter 30, 153, 159, 161, 195,
214, 233
- moral hazard 47 f., 90 f., 94
- noise traders 40 f., 44
- Organmitglieder 43, 47, 61, 95, 99, 152,
220, 227, 229, 233, 237 f., 243 f.
- Organwalter 61, 151, 171 f., 175, 179,
226, 261
- Pareto-Kriterium 52
- Preisbildungsmechanismus 18 f., 22,
170, 263
- Primärmarkt 18, 37, 42, 54, 56 f., 63,
68, 74, 79, 90, 130
- Prinzipal-Agent-Konflikt 43, 47
- Prospekt 2 f., 6 ff., 11 f., 14, 18 ff., 26,
28, 29, 31, 33 ff., 46, 53, 56 f., 62,
82, 88 f., 93 f., 103, 105 f., 109, 113,
115, 117 f., 125, 128 f., 133, 137 ff.,
142, 148 f., 153, 155 f., 162, 164 ff.,
169, 170, 177 f., 183 f., 188 f., 191,
197, 206 ff., 212 ff., 216, 218 ff.,
228 ff., 233, 235 f., 238, 244, 252,
256 ff., 263 ff.
- Prospekterstellung 9, 33, 54, 57, 60 f.,
72, 81, 89, 98 f., 104, 114 f., 128,
133 f., 137, 139, 141 f., 146, 148 ff.,
171, 174, 176, 179, 191, 234, 236,
253, 266
- Prospekthaftung
- bürgerlich-rechtliche im engeren
Sinne 16, 30, 32, 36 f., 58, 126, 171,
175, 179, 194, 203 f., 210, 228 f.,
239, 245 ff., 255, 264, 268
 - bürgerlich-rechtliche im weiteren
Sinne 32, 36, 249, 251 f.
 - spezialgesetzliche 6, 28, 77, 80, 84,
135 f., 209, 256
- Prospektveranlasser 2, 8 f., 12, 30, 140,
142, 213, 215, 229 f., 232, 234 ff.,
244, 260, 262, 268
- Prospektverantwortliche 8, 12, 89, 214
- Rechtsanwälte 33, 109 f., 115, 127 f.,
133, 191, 193
- Rechtsvergleich 181
- Reputation 34, 72, 80, 92 ff., 98, 100,
103, 112, 119 f., 162 ff., 167 f., 177,
266
- Sachverständige 33, 191
- Schaden 11, 14, 54 ff., 64, 77, 130, 160,
185
- Sekundärmarkt 20 f., 42, 56 f., 63, 68,
130, 170, 185, 190, 263
- signaling 42, 69, 70, 75, 78, 95
- Teilverantwortung 207, 210 f., 214, 232
- Überabschreckung 75, 179, 264
- underpricing 42 f.
- Verjährung 16, 192, 204
- Vermögensanlagenmarkt 3, 5 f., 9 f.,
17 f., 20 ff., 24 f., 27, 32, 35 f., 49,
51, 163, 170 ff., 195, 204 f., 211,
214, 225, 228, 230 f., 234, 238, 240,
242 ff., 246, 250, 256, 260, 262 f.,
266, 268

Verschulden 12, 31, 37, 62, 78 f., 80,
98, 103, 110 f., 130, 167, 178 f., 181,
188 f., 194, 243, 249

Versicherung 64, 67, 85 f., 137, 257,
261

Vorsatz 12, 37, 75, 79, 84, 98, 130, 167,
265

Vorstand 63, 66, 71, 81, 83, 121,
143 ff., 155, 184

Wertpapiermarkt 3, 5, 10, 17 f., 20 f.,
27 ff., 32, 36, 49, 51, 61, 80, 92, 124,
129, 130 f., 134, 163 ff., 167, 170 ff.,
175 ff., 195, 205, 225, 235, 239,
243 f., 256 f., 259, 261 ff., 266

Wirtschaftsprüfer 33, 56, 102, 109, 111,
113 f., 116 ff., 121 f., 126 ff.,
130 ff., 136 f., 177, 183, 191, 193,
214, 224, 253, 265, 267, 270, 272

Zweigleisigkeit 27, 36, 263