

# Handbuch der Prospekthaftung

Buck-Heeb / Dieckmann

2024

ISBN 978-3-406-79679-1

C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei  
[beck-shop.de](https://beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](https://beck-shop.de) steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

[beck-shop.de](https://beck-shop.de) hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird [beck-shop.de](https://beck-shop.de) für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

nach den §§ 9, 10 WpPG. Beide werden daher durch die spezialgesetzliche Prospekthaftung des §§ 9, 10 WpPG in deren Anwendungsbereich verdrängt (§ 21 und § 23).

Aus diesem Grund kann ein Prospektverantwortlicher (bzw. -veranlasser) schon von vornherein nicht aus Prospekthaftung iES oder unechter Prospekthaftung iwS in Anspruch genommen werden, sobald der Anwendungsbereich des §§ 9, 10 WpPG eröffnet ist. Das ist bereits der Fall, wenn es um einen Prospekt geht, dessen Gegenstand ein Wertpapier ist (§ 2 Nr. 1 WpPG, Art. 2 lit. a EU-ProspektVO), das im Inland zur Börse zugelassen oder öffentlich angeboten wird oder werden soll.<sup>249</sup> Selbst wenn der geschädigte Anleger die Wertpapiere nach dem maßgeblichen Erwerbszeitraum gekauft hat und somit der Tatbestand des § 9 WpPG (iVm § 10 WpPG) nicht verwirklicht ist, oder der Anspruch – vor allem noch unter Geltung des § 46 BörsG von 1998 bzw. § 47 BörsG von 2002 – bereits verjährt ist, ist der Anwendungsbereich der §§ 9, 10 WpPG eröffnet, sodass Ansprüche aus Prospekthaftung iES und aus unechter Prospekthaftung iwS verdrängt werden.<sup>250</sup>

Da sich der Anwendungsbereich allein nach dem Anlageprodukt „Wertpapier“ (§ 2 Nr. 1 WpPG) und dem Markt (Börse, öffentliches Angebot) bestimmt, scheidet eine Prospekthaftung iES und eine unechte Prospekthaftung iwS auch in Bezug auf die Personen aus, die potenziell Haftungsadressaten iSd §§ 9, 10 WpPG sind (→ § 23 Rn. 39–41). Aus demselben Grund sind nicht nur Börsenzulassungsprospekte und Verkaufs- bzw. Angebotsprospekte (auch freiwillige Prospekte nach Art. 4 EU-ProspektVO), sondern auch veröffentlichte, aber nicht gebilligte oder nicht mehr gültige Prospekte erfasst.<sup>251</sup> Auch in Bezug auf sie bestimmt sich die Prospekthaftung allein nach den §§ 9, 10 WpPG und nicht nach den Grundsätzen der Prospekthaftung iES oder der unechten Prospekthaftung iwS.

Stützt ein geschädigter Anleger seinen Anspruch nicht allein auf die Verwendung eines fehlerhaften Prospekt als solche, wie es bei der unechten Prospekthaftung iwS der Fall ist, sondern darauf, dass der Haftungsadressat „in besonderem Maße Vertrauen für sich in Anspruch“ genommen und dadurch die Anlageentscheidung „erheblich beeinflusst“ hat (vgl. § 311 Abs. 3 S. 2 BGB), schließen die §§ 9, 10 WpPG einen solchen Anspruch aus echter Prospekthaftung iwS (§§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 2 oder 3 BGB) nicht aus (→ § 23 Rn. 59–62). Auch bei der echten Prospekthaftung iwS handelt es sich zwar um einen Anspruch aus *culpa in contrahendo* und damit um einen Anspruch „auf Grund von Verträgen“ nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts (§ 16 Abs. 2 WpPG). Anders aber als ein Anspruch aus Prospekthaftung iES oder ein Anspruch aus unechter Prospekthaftung iwS geht ein Anspruch aus echter Prospekthaftung iwS weiter als ein Anspruch aus §§ 9, 10 WpPG. Denn im Unterschied zu einem Anspruch aus spezialgesetzlicher Prospekthaftung basiert ein Anspruch aus echter Prospekthaftung iwS nicht auf dem (enttäuschten) abstrakten Anlegervertrauen, sondern auf dem konkreten, weil persönlichen Vertrauen des individuellen Anlegers in den ganz bestimmten Haftungsadressaten. Somit weicht der Haftungsgrund der echten Prospekthaftung iwS von dem der spezialgesetzlichen Prospekthaftung nach §§ 9, 10 WpPG ab. Beide finden daher im Grundsatz nebeneinander Anwendung.

### 3. Unerlaubte Handlungen

Als ein Anspruch, der nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts „auf Grund von unerlaubten Handlungen“ erhoben werden und in Anspruchskonkurrenz zu §§ 9, 10 WpPG treten kann, kommt ein Anspruch aus § 826 BGB und § 823 Abs. 2 BGB iVm Schutzgesetzverletzung in Betracht. Schutzgesetze iSd § 823 Abs. 2 BGB sind § 264a StGB (Kapitalanlagebetrug), § 263 StGB (Betrug) und § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG sowie § 331

<sup>249</sup> BGH 14.6.2022 – XI ZR 395/21, BKR 2022, 791 Rn. 12; Buck-Heeb/Dieckmann ZIP 2023, 501 (506); Buck-Heeb/Dieckmann ZHR 184 (2020), 646 (671–672).

<sup>250</sup> BGH 13.12.2022 – XI ZB 10/21, NJW 2023, 1130 Rn. 18–20; Buck-Heeb/Dieckmann ZIP 2022, 145 (146).

<sup>251</sup> FK-WpPG/Seiler/Singhof WpPG § 25 Rn. 6; Groß KapMarktR WpPG § 16 Rn. 4.

HGB (unrichtige Darstellung), nicht aber die §§ 9, 10 WpPG selbst.<sup>252</sup> Ein Anspruch aus § 823 Abs. 1 BGB scheidet bereits mangels Verletzung eines Rechtsguts oder absoluten Rechts aus. Der aufgrund des fehlerhaften Prospekts so nicht gewollte Erwerb der Wertpapiere stellt eine Beeinträchtigung der Willensfreiheit und in der Regel auch des Vermögens dar. Beide sind indes nicht über § 823 Abs. 1 BGB geschützt.

- 191 Damit überhaupt eine Anspruchskonkurrenz zwischen dieser deliktischen Prospekthaftung und der spezialgesetzlichen Prospekthaftung der §§ 9, 10 WpPG bestehen kann, muss sich die unerlaubte Handlung auf die Verwendung des fehlerhaften Prospekts stützen. Der Unwertgehalt der Tat bzw. die Pflichtwidrigkeit des Verhaltens darf sich – anders als bei §§ 9, 10 WpPG – allerdings nicht darin erschöpfen. Das ist bei § 826 BGB und § 823 Abs. 2 BGB iVm § 264a StGB, § 263 StGB, § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG und § 331 HGB der Fall. Denn hier knüpft die schädigende Handlung zwar an den fehlerhaften Prospekt an, geht aber darüber hinaus, indem Anleger gezielt getäuscht werden, um sie zum Erwerb der Wertpapiere zu bewegen.<sup>253</sup> Der **Haftungsgrund** ist demgemäß bei deliktischer Prospekthaftung und einem Anspruch aus §§ 9, 10 WpPG **unterschiedlich**. Deshalb gehen die Ansprüche aus deliktischer Prospekthaftung „weiter“ als ein Prospekthaftungsanspruch nach §§ 9, 10 WpPG. Sie bleiben deshalb nach § 16 Abs. 2 WpPG auch im Anwendungsbereich der §§ 9, 10 WpPG von diesen unberührt (→ § 25 Rn. 7–8).
- 192 Anders als noch nach § 47 Abs. 2 BörsG aF, aus dem § 16 Abs. 2 WpPG (= § 25 Abs. 2 WpPG aF) hervorgegangen ist, muss der Prospektverantwortliche oder -veranlasser nicht mehr vorsätzlich oder zumindest grob fahrlässig gehandelt haben, damit ein Anspruch aus unerlaubter Handlung neben §§ 9, 10 WpPG denkbar ist. Stattdessen reicht bereits **einfache Fahrlässigkeit** aus.<sup>254</sup> De facto erfordert ein Anspruch aus deliktischer Haftung aber auch weiterhin Vorsatz. Denn sowohl § 826 BGB als auch § 823 Abs. 2 BGB iVm § 264a StGB bzw. § 263 StGB sind nur verwirklicht, wenn der Täter vorsätzlich gehandelt hat.

## E. Rechtsfolgen der Haftung

### I. Schaden

- 193 Ein ersatzfähiger Schaden des Anlegers besteht an sich bereits darin, dass er die Wertpapiere aufgrund des Prospektfehlers erworben und damit eine so nicht gewollte Anlageentscheidung getroffen hat. Er ist damit zugleich mit der ungewollten Verpflichtung belastet, den Erwerbspreis für die Wertpapiere zahlen zu müssen.<sup>255</sup> Der Anleger ist dementsprechend sowohl in seiner Entscheidungsfreiheit als auch in seiner auf das Vermögen bezogenen Dispositionsfreiheit verletzt. Somit spielt es keine Rolle, ob die erworbenen Wertpapiere werthaltig sind, und damit auch nicht, ob der Anleger die Wertpapiere „zu teuer“ gekauft hat.<sup>256</sup> Sobald der Anleger seine Zahlungsverpflichtung in Bezug auf die Wertpapiere erfüllt hat, setzt sich der unmittelbare (Vermögens-)Schaden lediglich „in dem Verlust der aufgewendeten Geldmittel fort“.<sup>257</sup> Selbst wenn also die Vermögensanlage „ihr Geld wert“ ist, hat der Anleger einen ersatzfähigen Schaden iSd § 9 Abs. 1 S. 1 WpPG erlitten. Schon allein deshalb ist der Anleger daher an sich nach §§ 9 oder 10 WpPG befugt, die Erstattung

<sup>252</sup> Groß KapMarktR WpPG § 16 Rn. 3; Assmann/Schlitt/v. Kopp-Colomb/Assmann WpPG § 9 Rn. 154; Holzborn/Wackerbarth WpPG § 25 Rn. 4; Habersack/Mülbelt/Schlitt KapMarktInfo-HdB/Habersack § 28 Rn. 58; Staub/Grundmann Bd. 11/1, 6. Teil Rn. 236.

<sup>253</sup> Buck-Heeb/Dieckmann NJW 2022, 2873 (2875 ff.).

<sup>254</sup> FK-WpPG/Seiler/Singhof WpPG § 25 Rn. 7; Habersack/Mülbelt/Schlitt KapMarktInfo-HdB/Habersack § 28 Rn. 58; Begr. RegE VermAnlG von 2012, BT-Drs. 17/6051, 47.

<sup>255</sup> BGH 28.6.2016 – VI ZR 536/15, NJW 2017, 250 Rn. 12; BGH 25.5.2020 – VI ZR 252/19, NJW 2020, 1962 Rn. 47.

<sup>256</sup> BGH 8.3.2005 – XI ZR 170/04, NJW 2005, 1579 (1580).

<sup>257</sup> BGH 13.11.2012 – XI ZR 334/11, NJW 2013, 450 Rn. 18; BGH 27.7.2021 – VI ZR 151/20, NJW-RR 2021, 1249 Rn. 24 (Zitat).

des Erwerbspreises gegen Übernahme der Wertpapiere von den Haftungsadressaten zu verlangen.

Nach § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG muss es jedoch auch noch zu einer **Minderung des Börsenpreises** gekommen sein. Auch wenn in § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG nur der „Börsenpreis“ erwähnt wird, gilt § 12 Abs. 2 WpPG nach seinem Wortlaut („Anspruch nach den §§ 9 oder 10“<sup>258</sup> WpPG) ausdrücklich auch für einen Anspruch aus § 10 WpPG (iVm § 9 WpPG).<sup>259</sup> Da bei einem öffentlichen Angebot, für das § 10 WpPG (iVm § 9 WpPG) gilt, die Wertpapiere außerbörslich gehandelt werden, kann es dort *per se* keinen Börsenpreis geben. Stattdessen ist auf den Erwerbspreis abzustellen.<sup>260</sup> Bei einem öffentlichen Angebot muss deswegen der Sachverhalt, über den der Prospekt unrichtige oder unvollständige Angaben enthält, zu einer Minderung des Erwerbspreises beigetragen haben (§ 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG).

Art und Weise des Schadensersatzes sowie dessen Umfang bemessen sich nach §§ 249–253 BGB. Auch wenn dem Anleger in Gestalt der „Minderung des Börsenpreises“ (§ 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG) ein Vermögensschaden entstanden sein muss, kann er nicht diesen ersetzt verlangen, sondern nach §§ 9 oder 10 WpPG allein die Erstattung des Erwerbspreises – maximal des ersten Ausgabepreises der Wertpapiere (Emissionspreis) – Zug um Zug gegen Übernahme der Wertpapiere (§ 9 Abs. 1 S. 1 WpPG). Die Rechtsfolge der §§ 9, 10 WpPG ist demnach lediglich rüchtrittsähnlich ausgestaltet und steht insofern in einem gewissen Widerspruch zur „Minderung des Börsenpreises“ als Schaden, den der Anleger durch den Erwerb der Wertpapiere erlitten haben muss.

Hat der Anleger die Wertpapiere schon wieder weiterveräußert, sodass er nicht mehr Inhaber der Wertpapiere ist, kann er stattdessen die Zahlung des Unterschiedsbetrags zwischen Erwerbs- und Veräußerungspreis als Schadensersatz verlangen (§ 9 Abs. 2 S. 1 WpPG). Aber auch für diese Rechtsfolge spielt die „Minderung des Börsenpreises“, die § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG im Tatbestand der §§ 9, 10 WpPG voraussetzt, keine Rolle.

## II. Haftungsausfüllende Kausalität (§ 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG)

Gemäß § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG besteht ein Prospekthaftungsanspruch nach den §§ 9 oder 10 WpPG nicht, wenn der „Sachverhalt, über den unrichtige oder unvollständige Angaben im Prospekt enthalten sind, nicht zu einer Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere beigetragen hat“. Damit verlangt § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG nach seinem Wortlaut einen Ursachenzusammenhang zwischen dem „Sachverhalt“, der Gegenstand des Prospektfehlers ist, und dem „als ‚Minderung des Börsenpreises‘ bezeichneten Schaden“.<sup>261</sup> Der Ursachenzusammenhang, von dem § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG ausgeht, kann daher als haftungsausfüllende Kausalität eingestuft werden.<sup>262</sup>

Streitig zwischen Schrifttum und BGH ist jedoch was genau für die „Minderung des Börsenpreises“ (mit-)ursächlich geworden sein muss. Während die (früher) hM im Schrifttum auf den Prospektfehler (bzw. den Sachverhalt) abstellt, der im Erwerbszeitpunkt zu einem Minderwert der Anlage geführt hat, soll es nach dem XI. Zivilsenat auf die dem unrichtig prospektierten Sachverhalt innewohnenden Risiken und deren Realisierung im Zeitraum nach dem Erwerb der Wertpapiere ankommen.

<sup>258</sup> Hervorh. d. Verf.

<sup>259</sup> Assmann/Schlitt/v. Kopp-Colomb/Assmann WpPG § 9 Rn. 112.

<sup>260</sup> Habersack/Mülbart/Schlitt Unternehmensfinanzierung/Mülbart/Steup Rn. 41.106.

<sup>261</sup> BGH 15.12.2020 – XI ZB 24/16, BGHZ 228, 133 = NZG 2021, 457 Rn. 41.

<sup>262</sup> BGH 15.12.2020 – XI ZB 24/16, BGHZ 228, 133 = NZG 2021, 457 Rn. 41; Nomos-BR/Müller WpPG/Müller § 23 Rn. 9.

### 1. Ansicht der (früheren) hM

- 199 Nach „bislang einhellig vertretener Auffassung im Schrifttum“<sup>263</sup> muss der Prospektfehler zumindest mitursächlich für eine Minderung des Börsenpreises (§ 9 WpPG) bzw. bei einem öffentlichen Angebot für eine Minderung des Erwerbspreises (§ 10 WpPG) geworden sein.<sup>264</sup> Niederschlag im Gesetz hat diese haftungsausfüllenden Kausalität in § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG gefunden. Die in diesem Sinne hM setzte den „Sachverhalt, über den unrichtige oder unvollständige Angaben im Prospekt enthalten sind“, mit dem Prospektfehler gleich, sodass dann dieser „zu der Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere beigetragen“ haben musste, damit ein Anspruch des Anlegers aus §§ 9 oder 10 WpPG besteht. Der Prospektfehler kann, da er den wahren Sachverhalt verschweigt, als solcher jedoch nicht zu einer Minderung des Börsenpreises führen. Erst wenn er aufgedeckt ist, kann er – so die bisherige hM – einen Kursverfall der Wertpapiere nach sich ziehen.<sup>265</sup>
- 200 Dieser nacherwerbliche Kursverfall, den das Bekanntwerden des Prospektfehlers auslöst, war dabei jedoch nicht die „Minderung des Börsenpreises“ iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG. Stattdessen wurde nach hM „vermittels rückwärtiger Induktion“ darauf geschlossen, dass der tatsächliche Börsenpreis, zu dem der Anleger die Wertpapiere erworben hatte, deswegen „zu hoch“ war, weil der Prospektfehler bzw. der wahre Sachverhalt, über den der Prospekt unrichtige oder unvollständige Angaben enthielt, noch nicht öffentlich gewesen war. Weil der wahre Börsenpreis insofern aufgrund des Prospektfehlers (bzw. des Sachverhalts) im Erwerbszeitpunkt gemindert war, dh der tatsächliche Börsenpreis eigentlich hätte niedriger sein müssen, wenn der Prospektfehler und damit der wahre Sachverhalt bereits bekannt gewesen wären, hat der Anleger die Wertpapiere „zu teuer“ gekauft. Eine haftungsausfüllende Kausalität zwischen Prospektfehler und Minderung des Börsenpreises im Erwerbszeitpunkt scheidet deshalb grds. aus, wenn das Öffentlichwerden des Prospektfehlers keine „nennenswerte“ negative Kursveränderung mit sich brachte und sich das Ausbleiben einer Kursveränderung auch nicht durch gegenläufige „positive“ Tatsachen erklären ließ, die insofern den Prospektfehler „neutralisierten“.<sup>266</sup>

### 2. Ansicht des XI. Zivilsenats

- 201 Der XI. Zivilsenat hat in seiner Entscheidung vom 15.12.2020 der bisherigen hM eine Absage erteilt.<sup>267</sup> Danach muss die haftungsausfüllende Kausalität nicht zwischen dem Prospektfehler, dh der unrichtigen Darstellung des Sachverhalts iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG (= § 46 Abs. 2 Nr. 2 BörsG aF), und der Börsenpreisminderung bestehen. Stattdessen sei dafür erforderlich, dass sich „die dem unrichtig prospektierten Sachverhalt innewohnenden Risiken nach dem Erwerb“ realisiert haben und es infolgedessen zu einer Minderung des Börsenpreises gekommen ist.<sup>268</sup> Nach seinem Wortlaut knüpfe § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG an den „Sachverhalt“ an, über den der Prospekt fehlerhafte Angaben enthalte, und nicht an den Prospektfehler. Aus diesem Grund müsse der „Sachverhalt“ zu einer „Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere beigetragen“ haben.
- 202 Weil der wahre „Sachverhalt“ in dem Zeitpunkt, in dem der Anleger die Wertpapiere erwirbt, in der Regel (wegen des Prospektfehlers) unbekannt ist, trägt der Prospektfehler zu einem überhöhten Börsenpreis und nicht zu einem geminderten Börsenpreis bei.<sup>269</sup> Zu

<sup>263</sup> Buck-Heeb BKR 2021, 317 (319).

<sup>264</sup> Assmann/Schlitt/v. Kopp-Colomb/Assmann WpPG § 9 Rn. 114; Habersack/Mülbert/Schlitt Unternehmensfinanzierung/Mülbert/Steup Rn. 41.110; Baas/Buck-Heeb/Werner Anlegerschutzgesetz/Buck-Heeb/Dieckmann WpPG §§ 21–23 Rn. 91; Habersack/Mülbert/Schlitt KapMarktInfo-HdB/Habersack § 28 Rn. 49; Holzborn/Wackerbarth WpPG §§ 21–23 Rn. 87; Groß KapMarktR WpPG § 12 Rn. 5.

<sup>265</sup> Habersack/Mülbert/Schlitt KapMarktInfo-HdB/Habersack § 28 Rn. 49; Habersack/Mülbert/Schlitt Unternehmensfinanzierung/Mülbert/Steup Rn. 41.106.

<sup>266</sup> Assmann/Schlitt/v. Kopp-Colomb/Assmann WpPG § 9 Rn. 114.

<sup>267</sup> BGH 15.12.2020 – XI ZB 24/16, BGHZ 228, 133 = NZG 2021, 457 Rn. 41–53.

<sup>268</sup> BGH 15.12.2020 – XI ZB 24/16, BGHZ 228, 133 = NZG 2021, 457 Rn. 43.

<sup>269</sup> BGH 15.12.2020 – XI ZB 24/16, BGHZ 228, 133 = NZG 2021, 457 Rn. 44.

einer Minderung des Börsenpreises iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG kann es dem BGH zufolge deshalb erst nach dem Erwerb der Wertpapiere kommen, sodass darauf und nicht auf den Minderwert der Anlage im Erwerbszeitpunkt – so aber die bislang hM im Schrifttum – abzustellen sei.<sup>270</sup> Damit der „Sachverhalt“ – abstrahiert von seiner unrichtigen oder unvollständigen Darstellung im Prospekt – einen nacherwerblichen Kursverfall bewirken kann, muss nach Auffassung des XI. Zivilsenats dem Sachverhalt als solchem ein Risiko innewohnen, das sich nach dem Erwerb der Wertpapiere in einem Kursverfall realisiert und somit „zu einer Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere beigetragen hat“. Damit stellt der XI. Zivilsenat aber nicht auf den „Sachverhalt“ iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG ab, sondern auf das dem Sachverhalt innewohnende Risiko und dessen nacherwerbliche Realisierung, die dann zur Börsenpreisminderung führt.

### 3. Stellungnahme

Auch nach der Entscheidung des XI. Zivilsenats ist an der (früheren) hM im Schrifttum festzuhalten.<sup>271</sup> Wortlaut, Entstehungshintergrund, Telos und Systematik streiten nicht gegen, wie es der XI. Zivilsenat annimmt,<sup>272</sup> sondern für diese bisherige hM. Es kommt nicht darauf an, dass dem Sachverhalt iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG (= § 46 Abs. 2 Nr. 2 BörsG aF) ein Risiko innewohnt und sich erst nacherwerblich realisiert, damit der Sachverhalt für die Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere (mit-)ursächlich geworden ist. Stattdessen muss der Sachverhalt, auf den sich der Prospektfehler bezieht, selbst kausal für die Minderung des wahren Börsenpreises im Erwerbszeitpunkt geworden sein. Dem XI. Zivilsenat ist indes zuzugeben, dass das Abstellen der hM auf den „Prospektfehler“ zumindest missverständlich ist. Stattdessen ist auf den wahren Sachverhalt iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG abzustellen, nicht aber wie es der XI. Zivilsenat tut, auf das dem Sachverhalt inhärente Risiko und dessen spätere Verwirklichung. 203

#### a) Wortlaut

Der XI. Zivilsenat kann sich für seine Auslegung des § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG (= § 46 Abs. 2 Nr. 2 BörsG aF), anders als oftmals angenommen, nicht auf ein „sehr starkes Wortlautargument“ stützen.<sup>273</sup> Nach § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG entfällt die haftungsausfüllende Kausalität nur, wenn der „Sachverhalt“, auf den sich der Prospektfehler bezieht, „nicht zu einer Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere beigetragen hat“. Davon, dass sich ein Risiko, das dem unrichtig oder unvollständig prospektierten Sachverhalt innewohnt, in der Minderung des Börsenpreises des Wertpapieres realisiert haben muss, ist im Wortlaut des § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG keine Rede. § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG spricht nicht einmal davon, dass der „Sachverhalt“ mit einem Risiko behaftet sein muss. 204

Sofern es in dem „Sachverhalt“ iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG um eine Anfechtungsklage geht, die gegen einen Kapitalerhöhungsbeschluss erhoben worden ist, wohnt diesem Sachverhalt sicherlich die Gefahr inne, dass die Anfechtungsklage erfolgreich und infolgedessen der Kapitalerhöhungsbeschluss unwirksam ist und es daher zu einer Minderung des Börsenpreises kommt.<sup>274</sup> Das gilt auch für die Umhängung von Aktien, die der Emittent an einer anderen Gesellschaft hält. Überträgt er die Aktien auf eine seiner Tochtergesellschaften, statt die Aktien an einen Dritten außerhalb des Konzerns zu verkaufen, verbleibt dem Emittenten weiterhin das Risiko, dass die Aktien an Wert verlieren und es deshalb auch in Bezug auf seine Wertpapiere zu einer Minderung des Börsenpreises kommt.<sup>275</sup> Das muss jedoch nicht stets und auf jeden „Sachverhalt“ iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG zutreffen. Werden 205

<sup>270</sup> BGH 15.12.2020 – XI ZB 24/16, BGHZ 228, 133 = NZG 2021, 457 Rn. 47.

<sup>271</sup> Buck-Heeb/Dieckmann WuB 2021, 251; Buck-Heeb BKR 2021, 317 (319–320).

<sup>272</sup> BGH 15.12.2020 – XI ZB 24/16, BGHZ 228, 133 = NZG 2021, 457 Rn. 43.

<sup>273</sup> So aber Koch BKR 2022, 271 (277).

<sup>274</sup> Koch BKR 2022, 271 (276–277).

<sup>275</sup> BGH 15.12.2020 – XI ZB 24/16, BGHZ 228, 133 = NZG 2021, 457.



Vermögenswerte des Emittenten falsch bewertet (zB Immobilien wie im „Telekom-Fall“), wohnt diesem „Sachverhalt“ nicht noch zusätzlich ein Risiko inne, das sich erst in einem weiteren neuen Umstand auswirkt. Die Gefahr, die darin steckt, ist allein, dass die Bewertung der Immobilien im Prospekt falsch dargestellt ist und daher der Prospekt „unrichtige oder unvollständige Angaben“ enthält.<sup>276</sup>

- 206 Nach dem Wortlaut des § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG muss demnach ausschließlich der „Sachverhalt“ und nicht ein Risiko, das ihm vielleicht, vielleicht aber auch nicht innewohnt, zu einer Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere beigetragen haben. „Sachverhalt“ iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG ist daher *allein* die Erhebung der Anfechtungsklage oder die Umhängung der Aktien, nicht aber der spätere Erfolg der Anfechtungsklage oder der kommende Wertverlust der umgehängten Aktien. Bei diesen künftigen Ereignissen handelt es sich um neue und damit andere „Sachverhalte“ iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG, die deshalb als „wichtige neue Umstände“ in einem Nachtrag zu veröffentlichen sind, sobald sie „auftreten“ (Art. 23 EU-ProspektVO). „Sachverhalt“ kann nach dem Wortlaut des § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG immer nur das sein, über das (unrichtige oder unvollständige) Angaben im Prospekt „enthalten sind“.<sup>277</sup> Angaben können nur gegenwärtige Sachverhalte, allenfalls Prognosen, sein, nicht aber der erst künftige Eintritt eines „neuen Umstands“ (→ Rn. 22). Erst wenn dieser „wichtige neue Umstand“ iSd Art. 23 Abs. 1 EU-ProspektVO auftritt, kann der Prospekt diesen als Angabe beinhalten und sich ein Prospektfehler, wie es § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG voraussetzt, auf diesen „Sachverhalt“ beziehen.
- 207 Allein der Umstand, dass die Anfechtungsklage erhoben oder die Aktien umgehängt worden sind, muss deshalb als (falsch prospektierter) „Sachverhalt“ nach dem Wortlaut des § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG zu einer „Minderung des Börsenpreises“ beigetragen haben. Der „Börsenpreis“ kommt durch Angebot und Nachfrage der Anleger auf dem Kapitalmarkt zustande und ist dementsprechend Ausdruck der objektiven Marktanschauung. Damit weist der Haftungsausschluss des § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG mit Notwendigkeit – zumindest auch – einen objektiven Charakter auf. Bei § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG geht es deshalb nicht mehr – wie sonst bei §§ 9, 10 WpPG – (allein) um den individuellen Anlegerwillen (→ Rn. 9). Über § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG wird demnach nicht mehr die „Privatautonomie des Anlegers umfassend geschützt“,<sup>278</sup> sondern vielmehr umgekehrt eingeschränkt. Denn an sich besteht der über §§ 9, 10 WpPG ersatzfähige Schaden in der Anlageentscheidung, die der Anleger aufgrund des Prospektfehlers zumindest so nicht gewollt hat, und damit schon darin, dass die Willensfreiheit des Anlegers durch den Prospektfehler beeinträchtigt worden ist (→ Rn. 193). Damit sich der Börsenpreis mindert, muss das Anlegerpublikum über seine Marktanschauung auf den „Sachverhalt“ (erhobene Anfechtungsklage; Umhängung der Aktien) reagieren, indem das Angebot zunimmt und/oder die Nachfrage abnimmt und es darüber zu einem Kurseinbruch kommt.
- 208 Damit aber Angebot und Nachfrage der Anleger und darüber der Börsenpreis der Wertpapiere durch den (wahren) „Sachverhalt“ iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG beeinflusst sein können, muss der Markt von dem wahren Sachverhalt Kenntnis haben. Der Sachverhalt als solcher kann also niemals zu einer Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere führen. Er kann nur dann dazu „beitragen“, wenn der Markt davon erfährt. Der „wahre Sachverhalt“ muss also dem Markt erst bekannt werden. Dann ist aber immer auch zugleich der Prospektfehler aufgedeckt, sodass auf der Grundlage des Wortlauts des § 12 Abs. 2 S. 2 WpPG („Sachverhalt“ und „Minderung des Börsenpreises“) stets der Prospektfehler für die Minderung des Börsenpreises (mit-)ursächlich sein muss. § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG kann also gar nicht anders, als auf den (wahren) „Sachverhalt“, der Gegenstand des Prospektfehlers ist, abzustellen. Nur wenn der „Sachverhalt“ bekannt wird, ist auch der Prospektfehler aufgedeckt und umgekehrt. Demzufolge muss aber das Aufdecken des Prospektfehlers zu

<sup>276</sup> So zutreffend Koch BKR 2022, 271 (279).

<sup>277</sup> Hervorh. d. Verf.

<sup>278</sup> So aber Koch BKR 2022, 271 (277).

einem Kursrückgang geführt haben, um darüber auf den zum Erwerbszeitpunkt geminderten wahren „Börsenpreis“ (= Wert) schließen zu können (→ Rn. 200).

### b) Entstehungshintergrund

Auch die Annahme des XI. Zivilsenats, der Entstehungshintergrund des § 46 Abs. 2 Nr. 2 BörsG aF stütze eine Auslegung des § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG dahingehend, dass auf einen nacherwerblichen Kursverfall abzustellen sei, trifft so nicht zu. Nach den Gesetzesmaterialien zu § 46 Abs. 2 Nr. 2 BörsG aF entfällt „ein Anspruch, wenn der Sachverhalt, über den im Prospekt unrichtige oder unvollständige Angaben enthalten sind, nicht zu einer Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere beigetragen hat. ... Erfasst werden hier beispielsweise auch Fälle, in denen der Emittent nach Prospektveröffentlichung insolvent wird und der Anleger das Wertpapier nach Bekanntwerden der Insolvenz auf der Basis eines erheblich geminderten Börsenpreises erwirbt“.<sup>279</sup> Der Prospekt – so ist das Beispiel in den Gesetzesmaterialien zu vervollständigen, denn anderenfalls stellte sich die Frage nach der haftungsausfüllenden Kausalität iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG überhaupt nicht – war fehlerhaft (§§ 9, 10 WpPG), und der Anleger erwarb die Wertpapiere „auf Grund des Prospekts“ (§ 12 Abs. 2 Nr. 1 WpPG), ohne bei dem Erwerb um den Prospektfehler zu wissen (§ 12 Abs. 2 Nr. 3 WpPG).

Auffällig ist zunächst, dass der Gesetzgeber mit der Insolvenz nicht auf ein Risiko abstellt, das sich erst im Nachhinein verwirklicht hat. Der Insolvenz wohnt bloß die Gefahr inne, dass die Wertpapiere wertlos werden. Bereits dieser „Sachverhalt“ führt jedoch – verständlicherweise – zu einer erheblichen Minderung des Börsenpreises. Dass sich dem BGH zufolge ein Risiko des falsch prospektierten Sachverhalts erst später in einem neuen Umstand realisiert haben muss, ist demgemäß den Gesetzesmaterialien so nicht zu entnehmen. Ebenfalls steht die Auffassung des XI. Zivilsenats, § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG beschreibe mit der „Minderung des Börsenpreises“ den „nacherwerblichen Kursverfall selbst“ und nicht den „zum Erwerbszeitpunkt bestehenden Minderwert der Anlage“,<sup>280</sup> im eklatanten Widerspruch zur Gesetzesbegründung des § 46 Abs. 2 Nr. 2 BörsG aF. Denn danach war der Börsenpreis schon erheblich gemindert, als der Anleger die Wertpapiere erwirbt. Der Anleger hat die Wertpapiere also deshalb nicht „zu teuer“ erworben, weil die Insolvenz bereits beim Erwerb der Wertpapiere durch den betreffenden Anleger vom Markt in den Aktienkurs eingepreist worden war.

### c) Sinn und Zweck

Dass die Gesetzesmaterialien für die Minderung des Börsenpreises auf den Erwerbszeitpunkt abstellen, ist dabei kein Zufall, sondern folgt denotwendig aus dem Telos des § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG. Obwohl der Anleger aufgrund des Prospektfehlers eine so nicht gewollte Kaufentscheidung getroffen hat, versagt ihm § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG den Anspruch aus §§ 9, 10 WpPG, weil im Beispiel der Gesetzesbegründung zu § 46 Abs. 2 Nr. 2 BörsG aF (→ Rn. 209) der Emittent nach Prospektveröffentlichung insolvent geworden ist und sich allein aufgrund dessen und nicht wegen des Prospektfehlers der Börsenpreis, zu dem der Anleger die Wertpapiere gekauft hat, erheblich gemindert hatte. Der Anleger ist zwar durch den Prospektfehler in seiner Privatautonomie verletzt. Um jedoch zu verhindern, dass der Anleger den Prospektfehler bloß als Vorwand benutzt, um das **allgemeine Markt- und Spekulationsrisiko**, das er als Anleger zu tragen hat, auf den Emittenten und die sonstigen nach §§ 9, 10 WpPG Verpflichteten abzuwälzen,<sup>281</sup> fordert § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG (= § 46 Abs. 2 Nr. 2 BörsG aF), dass der Prospektfehler bzw. das Aufdecken des wahren Sachverhalts zu einer „Minderung des Börsenpreises“ geführt hat.

<sup>279</sup> Begr. RegE 3. FMFG von 1998, BT-Drs. 13/8933, 80.

<sup>280</sup> BGH 15.12.2020 – XI ZB 24/16, BGHZ 228, 133 = NZG 2021, 457 Rn. 47.

<sup>281</sup> BGH 15.12.2020 – XI ZB 24/16, BGHZ 228, 133 = NZG 2021, 457 Rn. 51.



- 212 Diese Risikoverteilung zwischen Emittent/Anbieter und Anleger besteht ab dem Zeitpunkt, in dem er Inhaber (dh Eigentümer) der Wertpapiere ist und daher die „Gefahr des zufälligen Untergangs und der zufälligen Verschlechterung“ zu tragen hat (vgl. § 446 S. 1 BGB). Ein Anleger kann deswegen nur erwarten, dass er die Wertpapiere zu einem Börsenpreis erwirbt, der durch Angebot und Nachfrage marktkonform gebildet worden ist und die wesentlichen Angaben, die der Prospekt enthält bzw. zu enthalten hat, zu diesem Zeitpunkt, dh bei Erwerb richtig und vollständig sind (vgl. Art. 23 Abs. 1 EU-ProspektVO, → Rn. 48). Wenn man vor diesem Hintergrund zu Recht von einem im Grundsatz informationseffizienten Markt ausgeht und ein solcher Markt den „Sachverhalt“, auf den sich der Prospektfehler bezieht, in den Börsenkurs eingepreist hat, zB aufgrund des Umstands, dass eine Anfechtungsklage erhoben worden ist, einen Risikoabschlag von 10 % vorgenommen hat,<sup>282</sup> hat der Anleger die Wertpapiere zum wahren Börsenpreis erworben. Dass der Kurs nacherwerblich bei einem tatsächlichen Erfolg der Anfechtungsklage erheblich stärker sinkt (zB um 30 %),<sup>283</sup> als der Markt das *ex ante* eingeschätzt hat, ist daher bloß Ausdruck des allgemeinen Markt- und Spekulationsrisikos, das der Anleger zu tragen hat.<sup>284</sup>
- 213 Der spätere tatsächliche Erfolg der Anfechtungsklage ist stattdessen ein „neuer Umstand“ iSd Art. 23 Abs. 1 EU-ProspektVO, den der Prospekt erst nach seiner Veröffentlichung und auch erst nach dem Erwerb der Wertpapiere durch den Anleger – über einen Nachtrag – enthalten muss (→ Rn. 22). Demgemäß handelt es sich beim künftigen Erfolg der Anfechtungsklage um einen anderen „Sachverhalt“ iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG. Dieser „Sachverhalt“ war als zukünftiger Umstand zum Erwerbszeitpunkt aber zu Recht im ursprünglichen Prospekt nicht enthalten. Stattdessen war allein die erhobene Anfechtungsklage und die Prognose ihres Erfolgs Anknüpfungspunkt für die haftungsausfüllende Kausalität iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG, nicht aber der aus *ex-ante*-Sicht erst später eingetretene Erfolg der Anfechtungsklage.
- 214 „Sachverhalt“ iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG kann immer nur das sein, über das der Prospekt bei seiner Veröffentlichung oder später über einen Nachtrag richtige und vollständige Angaben enthalten muss (Art. 23 Abs. 1 EU-ProspektVO, → Rn. 21). Damit der Anleger überhaupt einen Anspruch aus §§ 9, 10 WpPG haben kann, muss eine Angabe bis zum Erwerbszeitpunkt fehlerhaft sein. Denn nur dann kann der Prospektfehler für die Anlageentscheidung ursächlich geworden sein (§ 12 Abs. 2 Nr. 1 WpPG, → Rn. 114). Ohne diese haftungsbegründende Kausalität kann es keine haftungsausfüllende Kausalität iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG geben. „Sachverhalt“ kann daher ausschließlich die zunächst lediglich erhobene Anfechtungsklage (einschließlich der Prognose ihres Erfolgs) sein, da der Prospekt nur über diese bis zum Erwerbszeitpunkt Angaben enthalten musste. Dann kann und darf es aber auch keine Rolle spielen, dass ein „Sachverhalt“ (Erfolg der Anfechtungsklage), der nicht Gegenstand des Prospekts war und das auch nicht sein musste, (erneut) zu einer Minderung des Börsenpreises (zB um 30 %) beigetragen hat.
- 215 Auch wenn die erhobene Anfechtungsklage nicht hinweggedacht werden kann, ohne dass der Erfolg der Anfechtungsklage entfielen, und somit die erhobene Anfechtungsklage als „Sachverhalt“ iSd § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG iSd sine-qua-non-Formel äquivalent (und adäquat) kausal für die Minderung des Börsenpreises geworden ist, zu dem der spätere tatsächliche Erfolg der Anfechtungsklage geführt hat, und in diesem Sinne dazu „beigetragen hat“, fehlt es doch an dem inneren Rechtswidrigkeitszusammenhang, dem Schutzzweck der Norm. Die Norm, um deren Schutzzweck es geht, ist nicht allein § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG, sondern §§ 9, 10 WpPG insgesamt. Die Prospekthaftung soll nicht nur den Schaden ausgleichen, der dem Anleger durch die ungewollte Anlageentscheidung entsteht, sondern präventiv sicherstellen, dass die wesentlichen Angaben, die der Prospekt enthält, richtig und vollständig sind (→ Rn. 9). Daher muss sich der Prospektfehler iSd Schutz-

<sup>282</sup> Koch BKR 2022, 271 (276).

<sup>283</sup> Koch BKR 2022, 271 (277).

<sup>284</sup> Buck-Heeb/Dieckmann WuB 2021, 251 (253).