

Matthäus Schindele

**Der Grundsatz der Prospektverständlichkeit
am Beispiel des Börsenzulassungsprospekts
für den amtlichen Markt**

– eine Studie zur deutschen
und US-amerikanischen Rechtslage



Herbert Utz Verlag · München

Rechtswissenschaften

Herausgegeben von

Dr. Thomas Küffner

Dr. Küffner & Partner, Landshut, München

Band 57

Zugl.: Diss., Augsburg, Univ., 2007

Bibliografische Information der Deutschen
Nationalbibliothek: Die Deutsche Nationalbibliothek
verzeichnet diese Publikation in der Deutschen
Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt.
Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die
der Übersetzung, des Nachdrucks, der Entnahme von
Abbildungen, der Wiedergabe auf fotomechanischem
oder ähnlichem Wege und der Speicherung in Daten-
verarbeitungsanlagen bleiben – auch bei nur auszugs-
weiser Verwendung – vorbehalten.

Copyright © Herbert Utz Verlag GmbH · 2008

ISBN 978-3-8316-0742-6

Printed in Germany

Herbert Utz Verlag GmbH, München
089-277791-00 · www.utz.de

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2007 von der Juristischen Fakultät der Universität Augsburg als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur sind bis März 2007 berücksichtigt.

Mein Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Thomas M. J. Möllers. Er hat den Anstoß zu dieser Arbeit gegeben. Ferner möchte ich mich bei Herrn Prof. Thomas Lee Hazen herzlich bedanken, der mich während meines Forschungsaufenthaltes an der University of North Carolina betreute und ganz wesentliche Impulse für die vorliegende Arbeit gab.

Ebenfalls zu Dank verpflichtet bin ich all denen, deren Anregungen und Anmerkungen nicht unerheblich zum Gelingen dieser Arbeit beitrugen. Namentlich seien Dr. Sebastian Cohnen und Susanne Weingärtner erwähnt.

Zu danken habe ich auch der Konrad-Adenauer-Stiftung für ihr Promotionsstipendium und die damit verbundene finanzielle und ideelle Förderung.

Meine Eltern haben meinen akademischen Werdegang mit viel persönlicher Unterstützung und finanzieller Großzügigkeit begleitet. Daneben erfuhr ich stets Rücksichtnahme und Verständnis von meiner Freundin Sandra Bingger. Als Ausdruck meiner Dankbarkeit widme ich Ihnen diese Arbeit.

München, im November 2007

Matthäus Schindele

Inhaltsverzeichnis

Einleitung.....	1
1. Teil Grundlagen	5
A. Überlegungen zum Konzept der Verständlichkeit	5
I. Zur Verständlichkeitsforschung	5
II. Erkenntnisse der Verständlichkeitsforschung	7
1. Verständlichkeit als Leserangepaßtheit.....	7
2. Das Hamburger Verständlichkeitsmodell	8
3. Groebens Verständlichkeitskonzeption.....	9
III. Schlußfolgerungen.....	11
B. Informationsökonomische Aspekte zur Verständlichkeit.....	14
I. Grundsätzliche informationsökonomische Überlegungen	14
1. Markteffizienz als „Politik des Gesetzes“	14
2. Der Markt als Kommunikationsprozeß	17
a) Die Bedeutung von Information im Marktprozeß	17
b) Märkte mit asymmetrischer Informationsstruktur.....	18
3. Zur Notwendigkeit eines gesetzlichen Publizitätsregimes	20
a) Die Informationsasymmetrie auf dem Kapitalmarkt	20
b) Argumente gegen eine Intervention des Gesetzgebers.....	21
c) Argumente für eine Intervention des Gesetzgebers.....	23
4. Pflichtpublizität als gesetzgeberische Grundentscheidung	25
II. Ökonomische Überlegungen zum Verständlichkeitspostulat	26
1. Die Bedeutung qualitativer Informationsdimensionen	26
2. Die informationsökonomische Funktion der Verständlichkeit	27
3. Überlegungen zur Reichweite des Verständlichkeitspostulats	31
C. Zusammenfassung	35
2. Teil Der Grundsatz der Prospektverständlichkeit	
im Recht der USA	37
A. Normativer Regelungszusammenhang	37
I. Allgemeines.....	37
1. Das Kapitalmarktrecht im Gefüge des Föderalismus	37
2. Die Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts	39

II. Die Emissionspublizität nach dem Securities Act	41
1. Der Emissionsprozeß und seine gesetzliche Regulierung.....	41
2. Der Anwendungsbereich der Vertriebsregulierung	42
3. Die Ausgestaltung der Vertriebsregulierung.....	44
B. Verständlichkeit als Grundsatz ordnungsgemäßer Prospektierung	48
I. Die Verständlichkeits-Initiative der SEC.....	48
II. Die normative Ausformung des Verständlichkeitsgrundsatzes	50
1. Die „Plain English Rule“.....	50
2. Das maßgebliche Anlegerleitbild.....	55
III. Die Durchsetzung des Verständlichkeitsgrundsatzes	59
C. Die zivilrechtliche Haftung für Prospektgestaltungsmängel.....	64
I. Die Prospekthaftungstatbestände	64
1. Schutzzweck und Funktionen der Prospekthaftung	64
2. Die Haftung nach sec. 11 SA 1933	65
a) Anspruchsberechtigung und Prospektverantwortlichkeit	65
b) Pflichtverletzung.....	66
c) Kausalität und Zurechnung	68
d) Verschulden	69
e) Haftungsausschlußgründe	70
f) Rechtsfolgen.....	71
3. Die Haftung nach sec. 12 (a) (2) SA 1933	71
a) Anspruchsberechtigung und Prospektverantwortlichkeit	72
b) Pflichtverletzung.....	73
c) Kausalität und Zurechnung	73
d) Verschulden	74
e) Haftungsausschlußgründe	74
f) Rechtsfolgen.....	74
4. Die Haftung nach sec. 10 (b) SEA 1934 i. V. m. Rule 10b-5.....	75
a) Anspruchsberechtigung und Prospektverantwortlichkeit	76
b) Pflichtverletzung.....	76
c) Kausalität und Zurechnung	78
d) Verschulden	79
e) Rechtsfolgen	79
5. Die Haftung nach sec. 12 (a) (1) SA 1933	80
II. Die Haftung für Prospektgestaltungsmängel	81
1. Die haftungsrechtliche Relevanz der Prospektgestaltung.....	81
a) Die Irreführung als Haftungsschwelle	81
b) Allgemeine Grundsätze zum Prospektgestaltungsmangel	84

2. Fallgruppen defizitärer Prospektgestaltung	87
a) Irreführung durch zweideutige Formulierungen.....	87
b) Irreführung durch zu hohen Abstraktionsgrad	89
c) Irreführung durch falsche Gewichtung	92
d) Irreführung durch mangelnde innere Ordnung.....	95
D. Zusammenfassung	97
3. Teil Der Grundsatz der Prospektverständlichkeit	
im deutschen Recht	100
A. Normativer Regelungszusammenhang	100
I. Die Schutzziele der Prospektpublizität	100
II. Die Pflicht zur Prospektierung am amtlichen Markt	104
III. Die qualitativen Anforderungen an den Börsenzulassungssprospekt.	106
B. Verständlichkeit als Grundsatz ordnungsgemäßer Prospektierung	109
I. Europarechtliche Vorgaben.....	109
1. Der Verständlichkeitsbegriff der Prospekttrichtlinie	109
2. Das Anlegerleitbild	111
a) Die Bedeutung des Anlegerleitbildes	111
b) Die Ermittlung des Anlegerleitbildes	112
c) Das Intermediärmodell	117
II. Die normative Ausformung des Verständlichkeitsgrundsatzes	121
1. Der Verständlichkeitsbegriff des Wertpapierprospektgesetzes	121
2. Die Durchsetzung des Verständlichkeitsgrundsatzes	125
C. Die zivilrechtliche Haftung für Prospektgestaltungsmängel.....	129
I. Die europarechtliche Präformation des Haftungsrechts.....	129
II. Die Prospekthaftung nach §§ 44, 45 BörsG.....	132
1. Allgemeines.....	132
a) Die Gesetzgebungsgeschichte zur Prospekthaftung	132
b) Die Rechtsnatur der Prospekthaftung	134
c) Die Schutzziele der Prospekthaftung	136
2. Der Prospekthaftungstatbestand im Einzelnen	138
a) Der Prospekt als Anknüpfungspunkt der Prospekthaftung.....	138
b) Anspruchsberechtigung und Prospektverantwortlichkeit.....	139
c) Unrichtigkeit bzw. Unvollständigkeit wesentlicher Angabe	140
d) Haftungsausschlußgründe.....	142
e) Art und Umfang des Ersatzes	146

III. Der Prospektgestaltungs­mangel	147
1. Die irreführende Prospektgestaltung als Pflichtverletzung.....	147
a) Die Gesamtbild-Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs	147
b) Der Prospektgestaltungs­mangel in der Rechtswissenschaft.....	148
c) Stellungnahme.....	150
2. Das haftungsrechtliche Anlegerleitbild.....	154
a) Die Bedeutung des Anlegerleitbildes	154
b) Der durchschnittliche Anleger als Leitbild.....	155
c) Die haftungsrechtliche Konkretisierung des Leitbildes.....	159
(1) Das differenzierte Anlegerleitbild.....	160
(2) Der verständige Anleger	161
(3) Der aufmerksame Anleger	163
3. Fallgruppen defizitärer Prospektgestaltung	166
a) Konkretisierung durch Kategorisierung	166
b) Irreführung durch zweideutige Formulierungen	166
(1) BGH – Urteil vom 12. Juli 1982	167
(2) OLG Frankfurt/Main – Urteil vom 19. Juli 2005	169
(3) BGH – Urteil vom 21. November 1983.....	170
(4) BGH – Urteil vom 17. Juni 1991	171
c) Irreführung durch zu abstrakte Formulierungen.....	172
(1) BGH – Urteil vom 24. Oktober 1991.....	172
(2) LG Frankfurt/Main – Urteil vom 20. Dezember 2002.....	173
d) Irreführung durch falsche Gewichtung.....	177
e) Irreführung durch mangelnde innere Ordnung.....	180
(1) OLG Frankfurt/Main – Urteil vom 17. März 1999.....	180
(2) BGH – Urteil vom 31. März 1992	181
D. Zusammenfassung	183
Schlußbetrachtung.....	189
Anhang: SEC-Verordnungen zur Prospektgestaltung	195
Abkürzungsverzeichnis US-amerikanischer Rechtsterminologie.....	207
Verzeichnis europäischer Rechtsakte und deutscher Artikelgesetze ...	210
Literaturverzeichnis	212

Einleitung

Der Kapitalmarkt gewinnt für den Bürger kontinuierlich an Bedeutung. Dies liegt in erster Linie daran, daß aufgrund steigender Arbeitseinkommen und beträchtlicher Erbschaften immer größere Vermögen akkumuliert werden, die ein Bedürfnis nach geeigneten Kapitalanlagen entstehen lassen. Aber auch die Politik forciert mit der Forderung nach privater Vorsorge eine verstärkte Hinwendung zum Kapitalmarkt. Angesichts der Schieflage, in der sich die sozialen Sicherungssysteme seit geraumer Zeit befinden, soll der Kapitalmarkt nun auch hierzulande Funktionen der Daseinsvorsorge übernehmen, die bis dato allein den gesetzlichen Rentenkassen oblagen. Mit dem Bedeutungszuwachs des Kapitalmarktes rückt das Kapitalmarktrecht verstärkt in das Blickfeld. Insbesondere stellen sich Fragen des Anlegerschutzes mit ungeahnter Dringlichkeit.

Auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts wird ein effektiver Schutz der Anleger vor allem durch die Sicherstellung einer ausreichenden Informationsversorgung zu erreichen versucht. So müssen Unternehmen für den Fall, daß sie Wertpapiere zum amtlichen Markt zulassen wollen, einen Börsenzulassungsprospekt veröffentlichen. Mit diesem Informationsdokument möchte der Gesetzgeber sicherstellen, daß die Anleger sämtliche Informationen erhalten, die sie für eine sachkundige Investitionsentscheidung benötigen. Da nur richtige, vollständige und aktuelle Prospektangaben eine geeignete Informationsgrundlage bieten, müssen Börsenzulassungsprospekte diesen qualitativen Anforderungen genügen. Ein weiterer Grundsatz ordnungsgemäßer Prospektierung ist das Postulat der Prospektverständlichkeit. Nach § 5 I 3 WpPG muß der Prospekt in einer Form abgefaßt sein, die sein Verständnis und seine Auswertung erleichtert. Dank dieser ausdrücklichen Normierung ist dieser Prospektierungsgrundsatz dem Grunde nach unbestritten. Problematischer wird es bei der Bestimmung seines Inhalts und seiner konkreten Reichweite. Insbesondere bei der Frage, für wen der Prospekt verständlich sein soll, gehen die Meinungen weit auseinander. Wendet man sich dem Problem der Normdurchsetzung zu, stößt man ebenfalls auf offene Fragen. Diese betreffen weniger das öffentlich-rechtliche Billigungsverfahren, in dessen Rahmen die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) den Börsenzulassungsprospekt auf seine Verständlichkeit überprüft. Weitgehend ungeklärt ist vielmehr, ob und unter welchen Voraussetzungen Defizite in der Prospektgestaltung haftungsrechtliche Folgen nach sich ziehen können.

Ziel dieser Arbeit ist, einen Beitrag zur Ausarbeitung des Grundsatzes der Prospektverständlichkeit zu leisten. Dieser Prospektierungsgrundsatz war – soweit ersichtlich – noch nie Gegenstand einer eingehenden Untersuchung. Besonderes Augenmerk soll dabei auf die Durchsetzung des Grundsatzes mittels der Prospekthaftung gelegt werden. Wie aktuell diese Fragen sind, zeigen die Ausführungen Fleischers in seinem Gutachten für den 64. Juristentag. Neben der „Unvollständigkeit durch Hintanhalten von Interessenkonflikten“ identifiziert er die „absichtliche täuschende Unübersichtlichkeit“ und die „Irreführung durch raffinierte Zweideutigkeit“ als neuralgische Punkte für die Zukunft und mahnt diesbezüglich zu Wachsamkeit und entschlossenem Vorgehen.¹

In methodologischer Hinsicht ist insbesondere auf die europarechtlichen Implikationen hinzuweisen. Das deutsche Kapitalmarktrecht erhielt in weiten Teilen sein Gepräge durch europarechtliche Vorgaben, die sich über die Jahre zu einem das nationale Recht überwölbenden europäischen Kapitalmarktrecht verdichteten.² Die einschlägigen deutschen Gesetze zum Kapitalmarktrecht sind nicht selten auf das Engste mit den europarechtlichen Richtlinien verwoben.³ Diese Feststellung gilt ganz besonders für die Primärmarktpublizität an den organisierten Kapitalmärkten, allen voran am amtlichen Markt. Sedes materiae ist hier die sog. Prospektrichtlinie, die am 31. Dezember 2003 in Kraft trat und von den Mitgliedstaaten bis zum 1. Juli 2005 in nationales Recht umzusetzen war. Weitere europarechtliche Vorgaben ergeben sich seit dem 1. Juli 2005 aus der Prospektverordnung, welche die Prospektrichtlinie in wesentlicher Hinsicht konkretisiert. Ist die Prospektverordnung schon per definitionem unmittelbar anwendbares Recht, so behält auch die Prospektrichtlinie trotz ihrer Umsetzung durch das Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz ihre Bedeutung.⁴ Denn obwohl Adressat einer Richtlinie grundsätzlich der Mitgliedstaat ist, kann sich der Bürger nach Ablauf der Umsetzungsfrist auf inhaltlich unbedingte und hinreichend genau Bestimmungen einer Richtlinie berufen, wenn diese unzulänglich umgesetzt wurden.⁵ Der

¹ Fleischer, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, S. 58.

² Zum europäischen Kapitalmarktrecht vgl. Elster, Europäisches Kapitalmarktrecht: Recht des Sekundärmarktes; Heinze, Europäisches Kapitalmarktrecht: Recht des Primärmarktes; dazu auch Caspari, Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüsseler Richtlinien, NZG 2005, S. 98 (99 ff.).

³ Crüwell, Die europäische Prospektrichtlinie, AG 2003, S. 243 (244).

⁴ Grundmann, Europäisches Kapitalmarktrecht, ZSR 1996 I, S. 103 (140).

⁵ EuGH, Urt. v. 8.10.1987 – Rs. 80/86 (Kolpinghuis Nijmegen), Slg. 1987, 3969 (3985); EuGH, Urt. v. 19.11.1991 – Rs. C-6/90 und C-9/90 (Francovich), Slg. 1991, I-5357

Richtlinie kommt dann als unmittelbar anwendbares Recht ein Anwendungsvorrang gegenüber dem fehlerhaften Umsetzungsakt zu. Allerdings gilt dies nicht im Verhältnis zu anderen Privatrechtssubjekten.⁶ In diesem Fall sind die europarechtlichen Vorgaben mittels der richtlinienkonformen Auslegung des nationalen Rechts vollumfänglich durchzusetzen.⁷ In jedem Fall sind also die Auslegungsergebnisse des nationalen Kapitalmarktrechts auf ihre europarechtliche Konformität zu überprüfen.⁸

Weitreichende Auswirkungen auf die Methodik haben ferner die Vorgaben des Gesetzgebers zu den Schutzziele. Insbesondere die erklärte gesetzgeberische Absicht, mit Hilfe der Primärmarktpublizität die Effizienz der Kapitalmärkte zu fördern, gebietet es, Effizienz auch bei der Auslegung der einschlägigen Vorgaben entsprechend dem gesetzgeberischen Willen zur Richtschnur zu erheben.⁹ Mit anderen Worten: Es ist eine ökonomische Analyse des Rechts vorzunehmen.¹⁰ Bei der Konkretisierung des Verständlichkeitspostulats sind die ökonomischen Implikationen der verschiedenen Auslegungsalternativen zu analysieren und angemessen im Rahmen der teleologischen Auslegung zu berücksichtigen.

Schließlich ist auf die rechtsvergleichende Konzeption dieser Arbeit hinzuweisen. Das Recht der Vereinigten Staaten gilt seit jeher als wichtigster Orientierungspunkt für das deutsche Kapitalmarktrecht und soll auch für diese Untersuchung herangezogen werden. Kennzeichnend für das US-amerikanische Kapitalmarktrecht ist die Publizität.¹¹ Nicht das Verbandsrecht soll den Schutz der Investoren gewährleisten, sondern Publizitätsanforderungen, die sich rechtsformunabhängig an den Vertrieb

(5408); EuGH, Urt. v. 11.7.2002 – Rs. C-62/00 (Marks & Spencer), Slg. 2002, I-6325 (6358).

⁶ EuGH, Urt. v. 5.10.2004 – Rs. C-397/01 und C-403/01 (Pfeiffer), ZIP 2004, S. 2342 (2343); dazu auch Grundmann, Die Auslegung angeglichenen Kapitalmarktrechts, in: Schulze (Hrsg.), Auslegung europäischen Privatrechts und angeglichenen Rechts, S. 63 (68).

⁷ EuGH, Urt. v. 10.4.1984 – Rs. 79/83 (Harz), Slg. 1984, 1921 (1942); EuGH, Urt. v. 13.11.1990 – Rs. C-106/89 (Marleasing), Slg. 1990, I-4135 (4158 f.).

⁸ Grundmann, Europäisches Kapitalmarktrecht, ZSR 1996 I, S. 103 (140).

⁹ Grundmann, Europäisches Kapitalmarktrecht, ZSR 1996 I, S. 103 (137).

¹⁰ Allgemein zur ökonomischen Analyse Posner, Economic Analysis of Law; Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts; Behrens, Die ökonomischen Grundlagen des Rechts.

¹¹ Hopt, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht, ZHR 140 (1976), S. 201 (203 ff.); Loss, Der Schutz der Kapitalanleger, ZHR 129 (1967), S. 197 (208 ff.).

von Wertpapieren knüpfen.¹² An diesem Kerngedanken richtet sich auch der Anlegerschutz in Deutschland immer mehr aus. Letztlich ist auch die hier zu behandelnde Thematik Ausdruck dieser Umorientierung, denn die Frage der Verständlichkeit stellt sich nur dort, wo Anlegerschutz über Publizität erreicht werden soll.

Die nachfolgende Darstellung gliedert sich in drei Teile. Im ersten Teil finden sich Ausführungen grundsätzlicher Natur. Zunächst werden unter Rückgriff auf die Erkenntnisse der Verständlichkeitsforschung allgemeine Überlegungen zum Konzept der Textverständlichkeit angestellt. Um eine ökonomische Wirkanalyse vornehmen zu können, ist die Forderung nach Verständlichkeit in ihren informationsökonomischen Kontext zu stellen. Der zweite Teil der Untersuchung beschäftigt sich mit der Rechtslage in den USA. Einer allgemeinen Einführung in die gesetzliche Regulierung des Vertriebsprozesses von Kapitalanlagen folgen Ausführungen zum Grundsatz der Prospektverständlichkeit und seiner Durchsetzung. Aufbauend auf diese Erkenntnisse widmet sich der dritte Teil der Rechtslage in Deutschland. Auch hier wird zunächst der normative Regelungszusammenhang beleuchtet. Vor diesem Hintergrund wird dann Verständlichkeit als Grundsatz ordnungsgemäßer Prospektierung thematisiert. Im Rahmen der Normdurchsetzung richtet sich das Augenmerk verstärkt auf die zivilrechtliche Haftung für Prospektgestaltungsängel. Ihren Abschluß findet diese Arbeit mit der Schlußbetrachtung, die sich noch einmal mit den Unterschieden und Gemeinsamkeiten der zwei Rechtsordnungen in Bezug auf den Verständlichkeitsgrundsatz beschäftigt.

¹² Möllers, Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht, ZGR 1997, S. 334 (335).