

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 Prospektrichtlinie	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).

1. Teil Grundlagen

A. Überlegungen zum Konzept der Verständlichkeit

Der Normbefehl in § 5 I 3 WpPG, den Prospekt in einer verständlichen und leicht analysierbaren Form abzufassen, erscheint auf den ersten Blick klar. Bei näherer Betrachtung erweist sich die Forderung nach Verständlichkeit als höchst abstrakt. Soll sie mehr als eine Leerformel sein, ist eine Konkretisierung unabdingbar. Als richtungsweisend könnten sich die Einsichten der Verständlichkeitsforschung erweisen. Deswegen soll dieses Forschungsfeld in einem ersten Schritt vorgestellt werden (I.), bevor dann auf die Forschungsergebnisse im Einzelnen einzugehen ist (II.). Schließlich sind die Ergebnisse im Hinblick auf die Prospektpublizität zu diskutieren (III.).

I. Zur Verständlichkeitsforschung

Bei der Verständlichkeitsforschung handelt es sich um ein interdisziplinäres Forschungsfeld, welches bisher vor allem von der Linguistik und der Psychologie bearbeitet wurde. Der Kern des Forschungsprogramms „Textverständlichkeit“ besteht darin, diejenigen Textmerkmale zu identifizieren, die den Verstehensprozeß nachhaltig beeinflussen.¹³

Am Anfang der Verständlichkeitsforschung stand die klassische Lesbarkeitsforschung, welche sich Mitte der 30er Jahre im anglo-amerikanischen Sprachraum etablierte.¹⁴ In der Folgezeit wurden vor allem in den USA Formeln zur Berechnung der Lesbarkeit entwickelt, die seitdem im Mittelpunkt der Lesbarkeitsforschung stehen.¹⁵ Diese sog. Lesbarkeitsformeln beruhen auf der quantitativen Auswertung objektiv feststellbarer Textmerkmale wie zum Beispiel die Wort- und Satzlänge, die zu Kriterien wie der Lesegeschwindigkeit in Beziehung gesetzt werden. Die bekannteste Lesbarkeitsformel ist die von Flesch entwickelte Reading-Ease-Formel. Zur Ermittlung der Lesbarkeit zieht Flesch die Anzahl der Silben pro 100 Wörter (wl) und die durchschnittliche Anzahl von Wörtern pro Satz (sl)

¹³ Groeben/Christmann, Textoptimierung unter Verständlichkeitsperspektive, in: Antos/Krings (Hrsg.), Textproduktion, S. 165 (165).

¹⁴ Groeben, Leserpsychologie: Textverständnis – Textverständlichkeit, S. 173 ff.; Groeben/Christmann, Textoptimierung unter Verständlichkeitsperspektive, in: Antos/Krings (Hrsg.), Textproduktion, S. 165 (167).

¹⁵ Zu den einzelnen Formeln Klare, The Measurement of Readability.

heran.¹⁶ Die Formel $RE = 206,835 - 0,846 \text{ wl} - 1,015 \text{ sl}$ ergibt dann einen Wert zwischen 0 und 100. 0 kennzeichnet danach einen nahezu unlesbaren, 100 einen sehr gut lesbaren Text. Tatsächlich wird im US-Bundesstaat Massachusetts die Reading-Ease-Formel als ein Kriterium herangezogen, um die Verständlichkeit von Versicherungspolicen zu gewährleisten.¹⁷ Dem Vorteil solcher Lesbarkeitsformeln, der zweifellos in deren einfachen Handhabung liegt, steht der gewichtige Nachteil gegenüber, daß die Satz- und Textstruktur gänzlich unberücksichtigt und dadurch qualitative Aspekte wie die gedankliche Ordnung eines Textes nicht in die Beurteilung der Verständlichkeit eingehen.¹⁸ Damit lassen sich mit Lesbarkeitsformeln nur Aussagen über die Komplexität der sprachlichen Oberflächenstruktur treffen.

Wie empirische Untersuchungen außerdem ergeben haben, hängt die Lesbarkeit auch von drucktechnischen Mitteln wie etwa Drucktyp, Zeilenlänge, Zeilenabstand oder Druckanordnung ab.¹⁹ Die verschiedenen Drucktypen sind in der Regel gleich gut leserlich. Die ausschließliche Verwendung von Großbuchstaben vermindert die Lesegeschwindigkeit genauso wie kursive Druckzeichen. Auch Fett- und Halbfettdruck verbessern lediglich die Erkennbarkeit von einzelnen isolierten Zeichen, nicht aber die Lesbarkeit insgesamt. Was die Buchstabengröße angeht, so beeinflußt sie die Lesegeschwindigkeit bei Schriftgrößen unter 10 und über 12 Punkt negativ. Ein ausreichender Zeilenabstand verbessert merklich die Lesbarkeit. Hinsichtlich der Zeilenlänge ist ein Mittelmaß förderlich. Zu lange Zeilen sind abträglich, weil sie die Anzahl der Blickregressionen erhöhen. Bei zu kurzen Zeilen erhöht sich dagegen die Anzahl der Fixierungspausen.

In den 70er Jahren erhielt die Verständlichkeitsforschung neue Impulse. Lesbarkeit setzte man nicht länger mit Verständlichkeit gleich, sondern wurde als Teilaspekt der Verständlichkeitsproblematik begriffen. Die Wissenschaft unternahm nun den Versuch, auch qualitative Aspekte in die Betrachtung mit einzubeziehen und so der Komplexität von Verständlichkeit besser gerecht zu werden. Außerdem wurde man sich der Bedeutung

¹⁶ Groeben/Christmann, Textoptimierung unter Verständlichkeitsperspektive, in: Antos/Krings (Hrsg.), Textproduktion, S. 165 (167).

¹⁷ Basedow, Transparenz als Prinzip des (Versicherungs-) Vertragsrechts, VersR 1999, S. 1045 (1053).

¹⁸ Mandl, Einige Aspekte zur Psychologie der Textverarbeitung, in: Mandl (Hrsg.), Zur Psychologie der Textverarbeitung: Ansätze, Befunde, Probleme, S. 3 (21).

¹⁹ Zusammenfassend Groeben, Leserpsychologie: Textverständnis – Textverständlichkeit, S. 175.

der Leser-Text-Interaktion, also der Abhängigkeit der Verständlichkeit vom Leser, bewußt. Damit verschob sich der Akzent des Forschungsprogramms immer mehr auf den Verstehensprozeß und seine äußeren Rahmenbedingungen.²⁰

II. Erkenntnisse der Verständlichkeitsforschung

1. Verständlichkeit als Leserangepaßtheit

Der Begriff der Verständlichkeit läßt sich in seinem Bedeutungsgehalt nicht einfach fassen. Es handelt sich dabei um eine Texteigenschaft, die den Verstehensprozeß beim Leser positiv beeinflusst. Ein Text ist dann verstanden, wenn eine Verarbeitung der linguistischen Information im Kognitionssystem des Rezipienten erfolgt und der Sachverhalt dadurch inhaltlich begriffen wird.²¹ Textverständlichkeit kann somit nicht unabhängig vom Rezipienten bestimmt werden, sondern ihre Erfassung macht den Rückbezug auf das Textverständnis konkreter Leser erforderlich.²² Angesichts dieses Leser-Text-Interaktions-Zusammenhangs gibt es keine absolute Textverständlichkeit, sondern nur eine Textverständlichkeit im Hinblick auf eine bestimmte Adressatengruppe.²³ Ein Text ist um so verständlicher, je angepaßter er an die Bedürfnisse und Fähigkeiten des Lesers ist.²⁴ Demnach kann ein Text als verständlich bezeichnet werden, wenn er für eine definierte Lesergruppe zugänglich ist, d. h. der Textinhalt ohne Schwierigkeiten kognitiv verarbeitet werden kann.

Der Verstehensprozeß hängt aber nicht nur von textimmanenten Merkmalen ab. Auch wenn diese gerade im Hinblick auf jedwede Textoptimierung im Vordergrund stehen, können die extralinguistischen Faktoren nicht völlig außer acht gelassen werden. Sie entziehen sich zwar einer Optimierung durch den Textverfasser, doch sind die Rahmenbedingungen der Rezeption idealer Weise bei der Textgestaltung zu berücksichtigen. So wurde beispielsweise festgestellt, daß Texte – um verständlich zu sein – um so kohärenter und expliziter sein müssen, je

²⁰ Rickheit, Verstehen und Verständlichkeit von Sprache, in: Spillner (Hrsg.), Sprache: Verstehen und Verständlichkeit, S. 15 (20).

²¹ Groeben, Leserpsychologie: Textverständnis – Textverständlichkeit, S. 148; Mandl, Einige Aspekte zur Psychologie der Textverarbeitung, in: Mandl (Hrsg.), Zur Psychologie der Textverarbeitung: Ansätze, Befunde, Probleme, S. 3 (4).

²² Groeben/Christmann, Textoptimierung unter Verständlichkeitsperspektive, in: Antos/Krings (Hrsg.), Textproduktion, S. 165 (168).

²³ Langer/Schulz von Thun/Tausch, Sich verständlich ausdrücken, S. 38.

²⁴ Groeben, Leserpsychologie: Textverständnis – Textverständlichkeit, S. 148.

B. Informationsökonomische Aspekte zur Verständlichkeit

Nach diesen allgemeinen Überlegungen zum Konzept der Textverständlichkeit ist nunmehr die ökonomische Bedeutung des Verständlichkeitspostulats herauszuarbeiten. Dies geschieht hier in zwei Schritten. Zunächst sind grundsätzliche informationsökonomische Überlegungen anzustellen (I.). Diese betreffen nicht nur die Legitimität wirtschaftlicher Überlegungen bei der Norminterpretation. Nach Beleuchtung des marktinhärenten Kommunikationsprozesses sind vielmehr auch die ökonomischen Grundentscheidungen darzulegen, die der Gesetzgeber mit Einführung der Prospektpublizität getroffen hat. In einem zweiten Schritt ist auf dieser Grundlage speziell der Grundsatz der Prospektverständlichkeit zu analysieren (II.). Es ist der ökonomische Funktionszusammenhang auszuleuchten, in dem die Prospektverständlichkeit als qualitative Informationsdimension steht.

I. Grundsätzliche informationsökonomische Überlegungen

1. Markteffizienz als „Politik des Gesetzes“

Die kapitalmarktrechtlichen Richtlinien der Europäischen Gemeinschaft nennen überwiegend zwei Ziele, die in enger Wechselwirkung zueinander stehen. Zum einen soll die Effizienz der Kapitalmärkte gestärkt, zum anderen aber auch ein ausreichender Schutz der Anleger sichergestellt werden.⁵⁴ Auch in der für den Verständlichkeitsgrundsatz maßgeblichen Prospektrichtlinie heißt es im 10. Erwägungsgrund ausdrücklich: „Ziel dieser Richtlinie und der in ihr vorgesehenen Durchführungsmaßnahmen ist es, in Übereinstimmung mit den strengen Aufsichtsbestimmungen, die in den einschlägigen internationalen Foren festgelegt wurden, den Anlegerschutz und die Markteffizienz sicherzustellen.“ Wie sich aus der Regierungsbegründung zum Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz ergibt, verfolgt das Wertpapierprospektgesetz die gleiche Schutzrichtung.⁵⁵

Damit hat sich das Verständlichkeitspostulat an den übergeordneten Zielen Anlegerschutz und Markteffizienz auszurichten. Der letzte Gesichtspunkt verlangt nach einer umfassenden ökonomischen Wirkanalyse in Bezug auf die vorliegende Fragestellung. Dabei kann dahinstehen, ob die generellen Vorbehalte gegen die ökonomische Analyse des Rechts in ihrer rechtskon-

⁵⁴ Grundmann, Europäisches Kapitalmarktrecht, ZSR 1996 I, S. 103 (137).

⁵⁵ Reg.Begr. zum Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drs. 15/4999, S. 25 (25).

ketisierenden Funktion berechtigt sind.⁵⁶ Die ökonomische Analyse im Rahmen der Norminterpretation ist jedenfalls dann legitim und notwendig, wenn ökonomische Effizienz ausdrückliche „Politik des Gesetzes“ ist.⁵⁷ In einem solchen Fall – so gestehen auch die kritische Stimmen zu – sei die Rechtsprechung aufgrund ihrer Bindung an das Gesetz nach Art. 20 III GG verpflichtet, ökonomische Überlegungen bei der Gesetzesauslegung anzustellen.⁵⁸ Setzt der Gesetzgeber auf den kompetitiven Marktprozeß, ist dieser Grundentscheidung bei der Konkretisierung des normativen Regelungsmodells Rechnung zu tragen.⁵⁹ Somit muß sich diese Untersuchung zur Primärmarktpublizität der wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion stellen und die Ergebnisse insbesondere dort angemessen berücksichtigen, wo es um die funktionale Interpretation der Publizitätsregelungen geht.

Will man kapitalmarktrechtliche Regelungen auf ihre Effizienz hin untersuchen, so hat dies unter drei Gesichtspunkten zu erfolgen. Nach allgemeiner Diktion sind die alloкатive, die operative und die institutionelle Effizienz zu unterscheiden.⁶⁰

Die alloкатive Funktionsfähigkeit meint die Fähigkeit des Kapitalmarktes, Anlagekapital möglichst sinnvoll in Unternehmen zu lenken. Damit betrifft die alloкатive Funktionsfähigkeit die Kapitalausstattung der Unternehmen

⁵⁶ Kirchner, *The Difficult Reception of Law and Economics in Germany*, 11 *Intl. Rev. Law & Economics* 277 (1991); ders., *Ökonomische Analyse des Rechts: Interdisziplinäre Zusammenarbeit von Ökonomie und Rechtswissenschaft*, in: Assmann/Kirchner/Schanze (Hrsg.), *Ökonomische Analyse des Rechts*, S. 62; Weissel, *Zurück zu den Quellen der Ökonomischen Analyse des Rechts*, *ZfRV* 1996, S. 65; Kübler, *Effizienz als Rechtsprinzip*, in: Bauer/Hopt/Mailänder (Hrsg.), *Festschrift für Ernst Steindorf*, S. 687.

⁵⁷ Eidenmüller, *Effizienz als Rechtsprinzip*, S. 452; ders., *Rechtsanwendung, Gesetzgebung und ökonomische Analyse*, *AcP* 197 (1997), S. 80 (116); Steindorff, *Politik des Gesetzes als Auslegungsmaßstab im Wirtschaftsrecht*, in: Paulus/Diederichsen/Canaris (Hrsg.), *Festschrift für Karl Larenz zum 70. Geburtstag*, S. 217 (231 f.).

⁵⁸ Vgl. nur Eidenmüller, *Effizienz als Rechtsprinzip*, S. 452; ders., *Rechtsanwendung, Gesetzgebung und ökonomische Analyse*, *AcP* 197 (1997), S. 80 (116).

⁵⁹ Keßler, *Anlegerschutz und Kapitalmarkteffizienz – eine ökonomische Analyse*, in: Keßler/Micklitz (Hrsg.), *Anlegerschutz in Deutschland, Schweiz, Großbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft*, S. 11 (14).

⁶⁰ Vgl. nur Ekkenga, *Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt*, S. 31 f.; Lenenbach, *Kapitalmarkt- und Börsenrecht*, Rn. 1.39 – 1.43; Merkt, *Unternehmenspublizität*, S. 345 ff.

an den Primärmärkten.⁶¹ In Anbetracht der volkswirtschaftlichen Transformationsfunktion des Kapitalmarktes, wonach auf diesem Markt nicht für den Konsum bezweckte Geldmittel in Produktionskapital umgewandelt werden, kommt dem Markt die koordinierende Aufgabe zu, den knappen Produktionsfaktor Kapital denjenigen Unternehmen zur Verfügung zu stellen, die Finanzmittel am dringendsten benötigen.⁶² Unter der Annahme eines funktionierenden Wettbewerbs bedeutet dies, daß Kapital dort am sinnvollsten eingesetzt ist, wo die höchsten Renditen zu erwirtschaften sind.⁶³

Die operative Funktionsfähigkeit zielt dagegen auf eine optimale Kapitalnutzung. „Reibungsverluste“ in Form von Transaktionskosten sind sowohl für den Emittenten als auch für den Anleger möglichst gering zu halten.⁶⁴ Lassen sich Kosten im Zusammenhang mit einer Transaktion nicht vermeiden, so ist die Kosten verursachende Handlung dem aufzuerlegen, der sie am günstigsten bewerkstelligen kann.⁶⁵ Zu den Transaktionskosten zählen alle Kosten, die mit dem Anlageerwerb verbunden sind.

Schließlich betrifft die institutionelle Funktionsfähigkeit den gesetzlichen Rahmen, in dem sich das Marktgeschehen abspielen kann.⁶⁶ Institutionelle Effizienz betrifft die Frage, inwiefern die Rechtsordnung geeignete Rechtsinstitute zur Verfügung stellt, um die alloкатive und operative Funktionsfähigkeit positiv zu beeinflussen. Dazu gehört insbesondere ein angemessener rechtlicher Rahmen, der die allgemeinen Bedingungen des Marktes garantiert. Die Rechtsordnung hat den freien Marktzugang der verschiedenen Marktakteure und ein vielfältiges Marktangebot sicherzustellen, aber auch durch geeignete Vorschriften das Vertrauen der Investoren in die Integrität des Finanzplatzes zu steigern.⁶⁷

⁶¹ Ekkenga, Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt, S. 31.

⁶² Keßler, Anlegerschutz und Kapitalmarkteffizienz – eine ökonomische Analyse, in: Keßler/Micklitz (Hrsg.): Anlegerschutz in Deutschland, Schweiz, Großbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft, S. 11 (29); Assmann, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 1 Rn. 24.

⁶³ Ekkenga, Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt, S. 32.

⁶⁴ Assmann, Prospekthaftung, S. 25 f.; Hopt, Gutachten G für den 51. Deutschen Juristentag, S. 48 f.

⁶⁵ Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 1.42.

⁶⁶ Hopt, Gutachten G für den 51. Deutschen Juristentag, S. 49.

⁶⁷ Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 1.43.

C. Zusammenfassung

Die Konkretisierungsbedürftigkeit des Verständlichkeitspostulats legt die interdisziplinäre Berücksichtigung der Verständlichkeitsforschung nahe. Diese kann insbesondere dazu beitragen, die inneren Strukturmerkmale des Verständlichkeitskonzepts zu ergründen.

Verständlichkeit ist eine Texteigenschaft, die den Verstehensprozeß des Lesers positiv beeinflusst. Verständlichkeit kann es deshalb nur in Bezug auf eine bestimmte Adressatengruppe geben. Entscheidende Bedeutung wird demnach der Definition des Anlegerleitbildes zukommen. An seinen Fähigkeiten und Bedürfnissen hat sich der Prospekt dann auszurichten.

Für die Verständlichkeit von Texten ist eine Vielzahl von Faktoren verantwortlich. Eine exakte Messung ist angesichts der qualitativen Dimension, welche die Texteigenschaft Verständlichkeit aufweist, nicht möglich. Deswegen wird bei der Prospekterstellung immer ein gewisser Gestaltungsspielraum zugestanden werden müssen.

Die untersuchten Verständlichkeitskonzepte identifizieren übereinstimmend vier verständlichkeitsbeeinflussende Textdimensionen. Von besonderer Bedeutung für die Prospektgestaltung sind die sprachliche Einfachheit, die sprachliche Dichte sowie die innere und äußere Ordnung des Textes. Den anregenden Zusätzen, welche die Aufmerksamkeit des Anlegers sicherstellen sollen, kommt dagegen nur eine untergeordnete Rolle zu, da die Motivation der Anleger aufgrund der anstehenden Investition ohnehin als hoch einzustufen ist.

Angesichts der Markteffizienz als normative Vorgabe kann die Ausarbeitung des Verständlichkeitsgrundsatzes nicht ohne Berücksichtigung der ökonomischen Implikationen erfolgen. Die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte hängt entscheidend von deren marktbezogenen Kommunikationsprozessen ab. Die eigentliche Kapitaltransaktion stellt sich lediglich als Folge des vorangehenden Informationsprozesses dar. Angesichts der Komplexität von Kapitalanlagen sind diese als Erfahrungsgüter einzustufen. Bei diesen besteht die Gefahr, daß es aufgrund der Informationsasymmetrie zwischen den Marktakteuren zu einer adversen Selektion bis hin zum Marktversagen kommt.

Der Gesetzgeber erachtet die marktendogenen Mechanismen zur Überwindung der ungleichen Informationsverteilung für nicht ausreichend.

Deswegen und um das allgemeine Vertrauen in die Integrität der Finanzmärkte zu stärken, statuierte der Gesetzgeber mit der Prospektpublizität kapitalmarktrechtliche Informationspflichten.

Die informationelle Leistung des Marktprozesses hängt weniger von der Quantität der angebotenen Produkt- und Marktinformation ab. Maßgeblich sind im Lichte der postulierten Markteffizienz vor allem die qualitativen Dimensionen der vermittelten Daten. Neben Nützlichkeit, Richtigkeit, Vollständigkeit ist auch die Verständlichkeit eine notwendige qualitative Informationsdimension.

Aus wirtschaftstheoretischer Sicht kommt dem Verständlichkeitserfordernis eine Doppelfunktion zu. Als Irreführungsverbot sorgt es dafür, daß der Prospektleser nach Form und Inhalt ein mit der Wirklichkeit übereinstimmendes Bild von der Kapitalanlage erhält. Im Hinblick auf die Informationsverarbeitung verlangt Verständlichkeit des weiteren eine adressatenbezogene Textaufbereitung. Eine klare und übersichtliche Prospektgestaltung kann einer informationellen Überforderung („information overload“) entgegenwirken, die angesichts der beschränkten menschlichen Informationsverarbeitungskapazitäten gerade bei umfangreichen Börsenzulassungsprospekten im Raume steht. Vor diesem Hintergrund verbessert ein verständlicher Prospekt den marktbezogenen Kommunikationsprozeß sowohl im Hinblick auf die Bereitstellung zutreffender, auch der Form nach nicht irreführender Information als auch in Bezug auf die Informationsverarbeitung und wirkt so der bestehenden Informationsasymmetrie auf den Kapitalmärkten entgegen.

Das Maß der erforderlichen Aufbereitungsbemühungen hängt maßgeblich davon ab, an welchem Personenkreis die Informationsaufbereitung sich zu orientieren hat. Die ökonomische Analyse dieser Frage kommt zu keinem eindeutigen Ergebnis. Sowohl für als auch gegen die Einbeziehung weniger versierter Anleger können ökonomische Argumente ins Feld geführt werden.

2. Teil Der Grundsatz der Prospektverständlichkeit im Recht der USA

A. Normativer Regelungszusammenhang

Als Einstieg in den US-amerikanischen Teil soll das normative Regelungsumfeld ausgeleuchtet werden, in den die Problematik der Prospektverständlichkeit eingebettet ist. Hierzu ist auf Fragen der Gesetzgebungszuständigkeit sowie auf die maßgeblichen Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts einzugehen (I.). Daran schließen sich Ausführungen zur Vertriebsregulierung nach dem Securities Act an (II.). Im Mittelpunkt stehen hier der Anwendungsbereich der Vertriebsregulierung sowie ihre konkrete Ausgestaltung.

I. Allgemeines

1. Das Kapitalmarktrecht im Gefüge des Föderalismus

Jede vertiefte Auseinandersetzung mit dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht muß die föderale Struktur der USA berücksichtigen. Ausfluß der bundesstaatlichen Ordnung ist die vertikale Gewaltenteilung, also der Umstand, daß sich der Bundesstaat und die jeweiligen Einzelstaaten die Gesetzgebungskompetenz teilen. In den USA liegt die Zuständigkeit grundsätzlich nur dann beim Bund, wenn diesem die Gesetzgebungskompetenz ausdrücklich durch die Verfassung zugewiesen ist.¹³⁶ Für das Kapitalmarktrecht ergibt sich die Zuständigkeit des Bundes aus der „interstate commerce clause“ in Art. 1 sec. 8 der amerikanischen Verfassung. Danach steht die Gesetzgebungskompetenz für den Außenhandel, den Handel zwischen den Bundesstaaten sowie für das Postwesen allein dem Bund zu.¹³⁷

Hieraus folgen für das US-amerikanische Kapitalmarktrecht einige Besonderheiten. Zum einen steht die Anwendung der bundesstaatlichen „securities regulation laws“ unter dem Vorbehalt der Nutzung von Transport- oder Kommunikationsmitteln im Handel zwischen den einzelnen Bundesstaaten oder des Gebrauchs des Postwesens. Allerdings

¹³⁶ U.S. Const. amend. X: „The powers not delegated to the United States by the Constitution, nor prohibited by it to the states, are reserved to the states, or respectively to the people.“

¹³⁷ Art. 1 section 8 U.S. Const.: „The Congress shall have Power (...) To regulate Commerce with foreign Nations, and among the several States, and with the Indian Tribes; (...) To establish Post Offices and post Roads; (...)“.

knüpft die Rechtsprechung hieran keine großen Hürden. Schon der entfernteste Zusammenhang, so etwa wenn im Laufe eines Wertpapiergeschäfts ein Fax benutzt oder auch nur ein Telefonat innerhalb desselben Bundesstaates geführt wurde, begründet die Anwendbarkeit des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts.¹³⁸ Die spezifische Zuordnung der Gesetzgebungskompetenzen beeinflusste außerdem die inhaltliche Ausgestaltung des Kapitalmarktrechts. Die Tatsache, daß es den Schutz der Investoren nicht über rechtsformspezifische Regeln im Gründungs- und Organisationsrecht zu erreichen sucht, sondern rechtsformunabhängig an den Vertrieb von Wertpapieren Publizitätsanforderungen stellt, ist nicht etwa der Bedeutungslosigkeit gesellschaftsrechtlicher Schutzmaßnahmen geschuldet, sondern dem Umstand, daß die Gesetzgebungskompetenz für das Gesellschaftsrecht bei den einzelnen Bundesstaaten liegt.¹³⁹

Neben dem bundesstaatlichen Kapitalmarktrecht existieren auch kapitalmarktrechtliche Regelungen der einzelnen amerikanischen Bundesstaaten, die nach sec. 16 SA 1933 und sec. 28 (a) SEA 1934 grundsätzlich neben den bundesrechtlichen Bestimmungen gelten.¹⁴⁰ Das Kapitalmarktrecht der Einzelstaaten ist historisch betrachtet sogar älter; denn bis 1933 unterlag der Verkauf von Wertpapieren ausschließlich dem Recht der Einzelstaaten.¹⁴¹ Herausgefordert durch Spekulationsgeschäfte, „which have no more basis as so many feet of blue sky“¹⁴², erließen die meisten Einzelstaaten Anfang des 20. Jahrhunderts sog. „blue sky laws“, die betrügerischen Machenschaften und unfairen Wettbewerbspraktiken auf dem Gebiet des Kapitalmarktes vorbeugen sollten.¹⁴³ Allerdings ist die Bedeutung einzelstaatlicher Rechtsbehelfe dort gering, wo das Bundesrecht der „securities regulation“ Anwendung findet. Zum einen sind die Anspruchgrundlagen des Securities Act und des Securities Exchange Act

¹³⁸ Franklin Sav. Bank of New York v. Levy, 551 F.2d 521, 524 (2d Cir. 1977); Dupuy v. Dupuy, 511 F.2d 641, 644 (5th Cir. 1975); Welch Foods Inc. v. Goldman, Sachs & Co., 398 F.Supp. 1393, 1396 (S.D.N.Y. 1974).

¹³⁹ Assmann, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 1, Rn. 28.

¹⁴⁰ Maryville Academy v. Loeb Thoades & Co., 530 F.Supp. 1061, 1073 (N.D.Ill. 1981); Hazen, The Law of Securities Regulation, Vol. II, § 8, at 239 et seq.; Kulms, USA, in: Hopt/Voigt (Hrsg.), Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, S. 1102 (1128).

¹⁴¹ Macey/Miller, Origin of the Blue Sky Laws, 70 Tex. L. Rev. 347, 348 (1991); Hopt, Die Publizität von Kapitalanlagegesellschaften, ZGR 1980, S. 225 (233).

¹⁴² Hall v. Geiger-Jones Co., 242 U.S. 539, 550, 37 S.Ct. 217, 221 (1917).

¹⁴³ Zu den Rechtsbehelfen des „common law“ sowie zu den „blue sky laws“ Assmann, Prospekthaftung, S. 93 ff.

regelmäßig anlegerfreundlicher ausgestaltet.¹⁴⁴ Eine ganze Reihe von Wertpapieren ist der Regulierung durch die Einzelstaaten sogar völlig entzogen.¹⁴⁵ Zum anderen können Sammelklagen bzw. verbundene Einzelklagen ausschließlich auf Bundesrecht gestützt werden.¹⁴⁶ Aus diesen Gründen erscheint es gerechtfertigt, für die folgende Untersuchung das Recht der Einzelstaaten beiseite zu lassen und das Augenmerk auf das Kapitalmarktrecht des Bundes zu konzentrieren.

2. Die Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

Das bundesrechtliche Kapitalmarktrecht setzt sich aus einer Vielzahl von Rechtsquellen zusammen.¹⁴⁷ Eine zentrale Stellung nehmen hierbei die Bundesgesetze („statutes“) ein. Für diese Arbeit von besonderer Bedeutung sind vor allem der Securities Act von 1933¹⁴⁸ sowie der Securities Exchange Act von 1934¹⁴⁹. Gemäß seiner Präambel verfolgt der Securities Act vorrangig das Ziel, in Bezug auf Wertpapiere die Offenlegung aller für Investoren maßgeblichen Informationen sicherzustellen sowie betrügerische Verhaltensweisen im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Wertpapieren zu unterbinden.¹⁵⁰ Kern der Regelungen ist die sanktionsbewehrte Registrierungs- und Prospektpflicht, welche mit dem erstmaligen öffentlichen Angebot von Wertpapieren einhergeht. Dagegen zielt der Securities Exchange Act auf die Regulierung des Wertpapierhandels, insbesondere auf die Sicherstellung von fairem Marktverhalten.¹⁵¹ Daneben existieren noch weitere Bundesgesetze, die dem Kapitalmarktrecht zuzuordnen sind, für die zu untersuchende Fragestellung aber keine Bedeutung aufweisen. Hierzu zählen insbesondere der Trust Indenture Act von 1939¹⁵², der Public Utility Holding Company Act von 1935¹⁵³, der

¹⁴⁴ Gerber, Die Prospekthaftung bei Wertpapieremissionen, S. 83.

¹⁴⁵ Sec. 18 SA 1933; dazu Hazen, The Law of Securities Regulation, Vol. II, § 8.1 [3], at 250-51.

¹⁴⁶ Sec. 16 (b), (f) (2) SA 1933 und sec. 28 (f) (5) (B) SEA 1934; dazu Gerber, Die Prospekthaftung bei Wertpapieremissionen, S. 36.

¹⁴⁷ Hazen, The Law of Securities Regulation, Vol. I, § 1.0 [2], at 4 et seq.

¹⁴⁸ 15 U.S.C. § 77 a et seq.

¹⁴⁹ 15 U.S.C. § 78 a et seq.

¹⁵⁰ Vgl. die Präambel des Securities Act 1933: „To provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate and foreign commerce and through the mails, and to prevent frauds in the sale thereof, and for other purposes.“.

¹⁵¹ Vgl. die Präambel des Securities Exchange Act 1934: „To provide for the regulation of securities exchanges and of over-the-counter markets operating in interstate and foreign commerce and through the mails, to prevent inequitable and unfair practices on such exchanges and markets, and for other purposes.“.

¹⁵² 15 U.S.C. § 77 aaa et seq.

B. Verständlichkeit als Grundsatz, ordnungsgemäßer Prospektierung

Gegenstand dieses Kapitels ist der Grundsatz der Prospektverständlichkeit, dessen normative Ausgestaltung maßgebend auf eine Initiative der SEC Mitte der 90er Jahre zurückgeht. Nach einem kurzen Abriß dieser Reformbemühungen (I.) sollen die gegenwärtigen normativen Vorgaben zur Prospektverständlichkeit unter Berücksichtigung des zugrunde liegenden Anlegerleitbildes dargestellt werden (II.). Schließlich ist auf Fragen der Normdurchsetzung einzugehen (III.).

I. Die Verständlichkeits-Initiative der SEC

Verordnungen und interne Arbeitsanweisungen, die Verständlichkeit von Prospekten forderten, lassen sich im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht bis in die erste Hälfte des letzten Jahrhunderts zurückverfolgen.¹⁹² Allerdings blieb ihnen eine durchgreifende Wirkung verwehrt. Im Urteil *Feit v. Laesco*¹⁹³ Anfang der 70er Jahre wurde dies sehr deutlich angesprochen. Danach habe sich an Stelle der vom Gesetzgeber beabsichtigten vollständigen Offenlegung teilweise eine literarische Kunstform entwickelt, die unter dem Anschein völliger Offenheit so wenig substantielle Information wie möglich preisgeben soll. Meister in dieser Disziplin – so fährt das Gericht fort – benutzen geschwollene Prosa, um gelegentlich auch kritische Nachrichten in einem Morast von stumpfsinnigen und für die breite Öffentlichkeit nutzlosen wirtschaftlichen und geschichtlichen Daten einzuhüllen. Aber selbst wenn es nichts zu verbergen gab, führte die Furcht vor Haftung zu unnötig umfangreichen Prospekten, mit denen der Leser mangels anlegerfreundlicher Aufbereitung nichts anzufangen wußte.¹⁹⁴ Anlegerinformationen wurden zwar nach dem

¹⁹² SEC, *The Wheat Report: Disclosure to Investors, A Reappraisal of Federal Administrative Policies under the '33 and '34 Acts*, at 78-79.

¹⁹³ *Feit v. Laesco Data Processing Equipment Corporation et al.*, 322 F.Supp 544, 565 (E.D.N.Y 1971): „In at least some instances, what has developed in lieu of the open disclosure envisioned by the Congress is a literary art form calculated to communicate as little of the essential information as possible while exuding an air of total candor. Masters of this medium utilize turgid prose to enshroud the occasional critical revelation in a morass of dull, and – to all but the sophisticates – useless financial and historical data. In the face of such obfuscatory tactics the common or even the moderately well informed investor is almost as much at the mercy of the issuer as was his pre-SEC parent.“

¹⁹⁴ Byers, *Eschew Obfuscation – the Merits of the SEC's Plain English Doctrine*, 31 U. Mem. L. Rev. 135, 150 (2000); Knauss, *A Reappraisal of the Role of Disclosure*, 62 Mich. L. Rev. 607, 618-619 (1964).

Buchstaben des Gesetzes formal korrekt offengelegt. Die Art und Weise, wie dies geschah, offenbarte allerdings, daß die tatsächliche Informationsvermittlung nicht im Vordergrund stand. Diesen Umstand faßte der damalige Vorsitzende der SEC Levitt Mitte der 90er Jahre folgendermaßen zusammen: „Publizität hat zwei Aspekte: Information, die dem Investor zugänglich gemacht wird, und Information, die tatsächlich beim Investor ankommt. Bezüglich Ersterem sind wir hervorragend. Jetzt müssen wir uns auf Letzteres konzentrieren. Wir müssen anerkennen, daß Publizität nicht seinen Namen verdient, wenn sie nicht Inhalte kommuniziert.“¹⁹⁵

Ausdruck dieser Bemühungen war eine Verständlichkeits-Initiative, welche die US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde im Jahre 1996 lancierte. Ausgewählte Unternehmen sollten in einem zweijährigen Pilotprojekt ihre Informationsdokumente in „Plain English“, also nach Grundsätzen einer leicht verständlichen Sprache verfassen. Bei der Formulierung dieser Grundsätze konnte die SEC auf die Erkenntnisse der sog. „Plain Language Movement“ zurückgreifen. Die „Plain Language Movement“ ist eine Bewegung, die für eine klare und gut verständliche Formulierung von Texten in allen Lebensbereichen wirbt. Eng verbunden mit der Verbraucherschutzbewegung verschafften sich diese Stimmen seit Mitte der 70er Jahre des letzten Jahrhunderts in Politik und Gesellschaft immer mehr Gehör.¹⁹⁶ Damit einher gingen zahlreiche Publikationen zur verständlicheren Gestaltung von Texten.¹⁹⁷ Darin wird immer wieder die Maßgabe hervorgehoben, für die Leserschaft zu schreiben, was eine Ausrichtung der Sprachebene an den Fähigkeiten der Textadressaten bedingt. Als verständlichkeitsfördernd erweist sich außerdem eine durch aussagekräftige Überschriften verdeutlichte, folgerichtige Gliederung. Ebenso wichtig ist ein ansprechendes Design. Texte sind leserfreundlich zu formatieren. Bei komplexen Zusammenhängen bietet sich oft eine graphische Aufbereitung an. Schließlich hängt Verständlichkeit von der Wortwahl und Satzstruktur ab. Zu vermeiden ist ein wenig geläufiger Wortschatz wie beispielsweise Fremdwörter oder Fachterminologie. Der

¹⁹⁵ Levitt, Fulfilling the Promise of Disclosure: „It turns out that disclosure has two aspects: the information that is made available to investors, and the information that actually gets across to investors. We have excelled at the first part, now we need to focus on the second. We need to acknowledge that disclosure is not disclosure if it doesn't communicate.“

¹⁹⁶ zu den Anfängen auch Asprey, Plain Language for Lawyers, chapter 4.

¹⁹⁷ Statt vieler Asprey, Plain Language for Lawyers; Wydick, Plain English for Lawyers; Flesch, How to Write Plain English: A Book for Lawyers and Consumers; Garner, The Elements of Legal Style; Steinberg, Plain English: Principles and Practice.

Satzbau sollte einfach sein. Besonders gut verständlich sind kurze, im Aktiv gehaltene Sätze mit aussagekräftigen Verben.

Die Erfahrungen der SEC mit dem Pilotprojekt waren durchweg positiv. Durch eine entsprechende Gestaltung von Verkaufsprospekten konnte das Verständnis der Anleger erheblich gesteigert werden.¹⁹⁸ Dies veranlaßte die SEC, die Anwendung von „Plain Language Principles“ zumindest für Teile des Verkaufsprospektes verbindlich zu machen. Das erklärte Ziel war, durch eine anlegerfreundliche Prospektgestaltung die Informationsqualität der Prospekte zu steigern. Die Rationalität der Anlageentscheidungen sollte dadurch erhöht werden, daß mehr Anleger vor ihrer Anlageentscheidung die Prospekte tatsächlich lesen und die wesentlichen Inhalte auch verstehen.¹⁹⁹ Diesen Bemühungen lag die Einsicht zugrunde, daß Prospektpublizität immer dann ins Leere läuft, wenn wesentliche Prospektinhalte in unverständlicher Weise offengelegt sind. Werden Prospekte von dem überforderten Anlegerpublikum entweder gar nicht gelesen oder entstehen Fehlvorstellungen von der Kapitalanlage, so sind diese Umstände geeignet, Fehlallokationen hervorzurufen und damit den Sinn der Publizität zu konterkarieren.²⁰⁰

II. Die normative Ausformung des Verständlichkeitsgrundsatzes

1. Die „Plain English Rule“

Der Verständlichkeitsgrundsatz in seiner heutigen Form hat seine normative Ausformung Mitte der 90er Jahre als Ergebnis der Verständlichkeits-Initiative gefunden. Da es schon davor Vorschriften der SEC gab, welche die Verständlichkeit von Prospekten postulierten, stand am Ende der Initiative denn auch nicht der Erlass einer völlig neuen Verordnung, sondern die Änderung bzw. Ergänzung der bereits existierenden Rules 421, 461 sowie der Punkte 501 bis 503 der Regulations

¹⁹⁸ Plain English Disclosure, Securities Act Release, No. 33-7497, 1998 WL 36880, at 3 (SEC January 28, 1998).

¹⁹⁹ Jacob/Mallow: A Plain English Review of the SEC's Plain English Initiative, 1150 PLI/Corp 911, 934 (1999).

²⁰⁰ Opinion of the Director of the Division of Forms and Regulations relating to Rule 821(a), Sec. Act Rel. No. 33-1503, 1937 WL 29096, at 1 (SEC July 12, 1937): „There is no doubt that in many instances prospectuses have been so long and cumbersome as partially to destroy their usefulness.“.

S-K und S-B.²⁰¹ Seither wird vor allem für Rule 421 etwas verkürzt der Terminus „Plain English Rule“ verwendet.²⁰²

Zur Verständlichkeit in einem weiteren Sinn zählt die Lesbarkeit, d. h. die unschwere Wahrnehmbarkeit der einzelnen Textzeichen. Sie ist unabdingbare Voraussetzung für verständliche Texte. Diesen Umstand berücksichtigt Rule 420 (a)²⁰³, indem sie für Prospekte Vorgaben bezüglich Schriftart, Schriftgröße und Zeilenabstand macht.

Die als „Plain English Rule“ bekannte Rule 421²⁰⁴ erfuhr einige Ergänzungen und enthält seitdem detaillierte Vorgaben bezüglich der Präsentation von Prospektinformationen.²⁰⁵ Unverändert blieb Absatz (a), wonach die aufzunehmenden Punkte nicht in der Reihenfolge aufgeführt werden müssen, wie sie im Gesetz oder in den Formblättern aufgelistet sind. Allerdings ist hinsichtlich der inhaltlichen Gestaltung nach wie vor darauf zu achten, daß wesentliche Informationen nicht in den Hintergrund rücken.

Gemäß Absatz (b) sind alle Prospektangaben klar, prägnant und verständlich darzustellen. Dies gilt unabhängig von den zusätzlichen Anforderungen, die Absatz (d) für besonders exponierte Teile des Prospektes vorsieht. Erläuternd wurde diese Vorschrift um konkrete Vorgaben ergänzt.²⁰⁶ Informationen sind danach in klare und übersichtliche Abschnitte, Absätze und Sätze zu fassen. Wenn möglich sind kurze, erläuternde Sätze und Listen mit Aufzählungszeichen zu verwenden. Die inhaltliche Struktur ist mit aussagekräftigen Überschriften und Zwischenüberschriften zu verdeutlichen. Auf Glossare ist nur zu verweisen, wenn dies dem Verständnis dient. Auch sollten Begriffe nur dann in einem Glossar definiert werden, wenn die Bedeutung nicht aus dem Kontext hervorgeht. Unabhängig davon ist auf juristische oder betriebswirtschaftliche Fachterminologie so weit wie möglich zu verzichten. Des weiteren sollte gemäß der Anmerkung zu Absatz (b) eine legalistische oder übermäßig komplexe Präsentationen aus Verständlichkeitsgründen genauso vermieden werden wie formelhafte Aussagen, die ob ihrer Unbestimmtheit

²⁰¹ Ein Abdruck der maßgeblichen Verordnungen befindet sich im Anhang.

²⁰² Rowe, Plain English Prospectuses, 12 No. 4 Insights 13, fn. 1 (1998).

²⁰³ 17 C.F.R. § 230.420.

²⁰⁴ 17 C.F.R. § 230.421.

²⁰⁵ Zu den Änderungen im Einzelnen Plain English Disclosure, Sec. Act Rel. No. 33-7497, 1998 WL 36880, at 3 et seq. (SEC January 28, 1998).

²⁰⁶ Plain English Disclosure, Sec. Act Rel. No. 33-7497, 1998 WL 36880, at 3 (SEC January 28, 1998).

leicht auf verschiedene Art und Weise interpretiert werden können. Schwer verständliche Auszüge aus juristischen Dokumenten sollen nur mit entsprechenden Erläuterungen direkt übernommen werden. Zu verzichten ist schließlich auf Wiederholungen, die den Prospektumfang vergrößern, ohne die Qualität der Information zu steigern.

Unverändert blieb Absatz (c). Danach sollen Prospekte aus sich heraus klar verständlich sein. Alle Prospektangaben mit Ausnahme derer, die wie beispielsweise Bilanzen tabellarisch dargestellt werden müssen, können auch zusammengefaßt werden. Um Wiederholungen zu vermeiden, können Informationen im Anhang zur Bilanz auch durch Verweis auf die entsprechenden Stellen im Prospekt dargeboten werden.

Absatz (d) enthält die eigentlichen Grundsätze für leicht verständliches Englisch („Plain English Principles“) und macht deren Anwendung für die Frontseite, die Prospektrückseite, die Zusammenfassung und den Abschnitt „Risikofaktoren“ verbindlich. Die Sprache in diesen Abschnitten muß so gewählt werden, daß sie zumindest im Wesentlichen jedem der folgenden Grundsätze für leicht verständliches Englisch entspricht: Sätze sind kurz zu halten und wenn möglich im Aktiv zu formulieren. Es sind eindeutige, anschauliche Wörter der Alltagssprache zu verwenden. Juristischer Fachjargon und betriebswirtschaftliche Fachausdrücke sollten dagegen vermieden werden. Das Gleiche gilt für Mehrfachverneinungen. Um Prospekte ansprechend und aussagekräftig zu gestalten, dürfen Designelemente wie Bilder und Logos verwendet werden. Ausdrücklich erwünscht sind auch Tabellen, Auflistungen, Diagramme und andere graphische Illustrationen von Finanzdaten. Jede visualisierende Darstellung muß mit den zugrundeliegenden Angaben im Prospekt übereinstimmen. Insbesondere müssen Diagramme maßstabsgetreu gezeichnet werden. Schließlich darf keine der auf diese Art mitgeteilten Informationen irreführend sein.

Daneben überarbeitete die SEC Verordnungen, die ebenfalls die Prospektgestaltung betreffen. Zu nennen sind hier insbesondere die Regulations S-K²⁰⁷ und S-B²⁰⁸. Inhalt und Design der Frontseite ist in Punkt 501²⁰⁹ näher geregelt. Die Frontseite dient dazu, die Aufmerksamkeit der Investoren auf Schlüsselinformationen in Bezug auf die Emission zu lenken. Deswegen wurde nun festgeschrieben, daß die Pflichtangaben der Frontseite auch

²⁰⁷ Regulation S-K umfaßt 17 C.F.R. § 229.1 – § 229.915.

²⁰⁸ Regulation S-B umfaßt 17 C.F.R. § 228.1 – § 228.703.

²⁰⁹ 17 C.F.R. § 228.501 sowie 17 C.F.R. § 229.501.

D. Zusammenfassung

Primärmarktpublizität ist nicht Selbstzweck, sondern soll nach dem Willen des Gesetzgebers der Steigerung der Markteffizienz und dem Anlegerschutz dienen. Um im Rahmen der teleologischen Gesetzesauslegung fruchtbar gemacht werden zu können, sind beide Schutzziele zu konkretisieren. Mit Markteffizienz ist die Funktionsfähigkeit des Marktes gemeint, die sich unter allokativen, operationalen und institutionellen Aspekten beurteilen läßt. Was den Anlegerschutz angeht, so erschöpft sich dieser nicht in seiner Funktion als Instrument zur Sicherstellung der Markteffizienz. Angesichts der Informationsasymmetrie auf den Kapitalmärkten stellt die Prospektpublizität das wirtschaftliche Selbstbestimmungsrecht der Investoren sicher und ermöglicht dadurch erst privatautonome Regelungen auf dem Kapitalmarkt unter Wahrung des verbürgten Grundrechts der allgemeinen Handlungsfreiheit.

Der Anwendungsbereich des Wertpapierprospektgesetzes ist durch den Wertpapierbegriff in § 2 Nr. 1 WpPG begrenzt. Entsprechend der Legaldefinition sind darunter nur zirkulationsfähige und fungible Wertpapiere zu verstehen. Von diesem Anwendungsbereich läßt der Gesetzgeber in engen Grenzen Ausnahmen zu.

Der Nutzen von Information bestimmt sich weniger nach quantitativen Gesichtspunkten. Entscheidend ist vielmehr die Qualität der bereitgestellten Information. Der Gesetzgeber formulierte deswegen im Wertpapierprospektgesetz Anforderungen an den Prospekt. Zu den tragenden Grundsätzen ordnungsgemäßer Prospektierung zählen die der Prospektwahrheit, der Prospektvollständigkeit, der Prospektaktualität sowie der Prospektverständlichkeit.

Verständlichkeit als Grundsatz ordnungsgemäßer Prospektierung fand in § 5 I WpPG seinen gesetzlichen Niederschlag. Danach ist der Prospektinhalt „in leicht analysierbarer und verständlicher Form“ darzubieten bzw. in einer Form abzufassen, „die sein Verständnis und seine Auswertung erleichtert.“ Der Begriff der Verständlichkeit beschreibt damit eine Texteigenschaft, die sich auf die Einfachheit der Textrezeption und Textverarbeitung bezieht. Damit verbunden ist die Pflicht der Prospektverantwortlichen, den Prospekt entsprechend den Fähigkeiten und Bedürfnissen der Anleger aufzubereiten. Abzustellen ist dabei auf den durchschnittlichen Anleger. Dieses Anlegerleitbild ist dahingehend

auszudifferenzieren, daß es nicht nur professionelle Marktteilnehmer, sondern auch den weniger versierten Privatanleger umfaßt.

Hinsichtlich der Art und Weise, wie Verständlichkeit konkret zu bewerkstelligen ist, beschränkt sich der Gesetzgeber auf wenige fundamentale Gestaltungsvorgaben. Wegweisend für die Bestimmung verständlichkeitsfördernder Textmerkmale sind die Erkenntnisse der Verständlichkeitsforschung. Danach läßt sich das Postulat der Prospektverständlichkeit zu drei fundamentalen Prinzipien konkretisieren.

Das Prinzip der sprachlichen Einfachheit betrifft die textliche Oberflächenstruktur, also Wortwahl und Syntax. Der Prospekt ist in geläufigem Vokabular abzufassen. Fremdwörter und Fachtermini sind – sofern möglich – zu vermeiden, ansonsten zu erläutern. Die Sprache ist konkret und anschaulich zu halten. Ausführungen auf einem erhöhten Abstraktionsgrad sind anhand von Beispielen zu verdeutlichen. Die Syntax verständlicher Texte zeichnet sich durch einen einfachen Satzbau aus. Kernsätze mit klarer gedanklicher Verknüpfung sind langatmigen Schachtelsätzen vorzuziehen. Gleichgeordnete Textinhalte sind in eine parallele Satzstruktur zu fassen. Nominalstil sowie die häufige Verwendung von Passivkonstruktionen sind nicht nur aus stilistischen Gründen abzulehnen, sondern beeinträchtigen auch die Verständlichkeit. Ebenso sind negative Formulierungen sowie unnötige Füllwörter dem Textverständnis eher abträglich.

Das Prinzip der sprachlichen Prägnanz verlangt, daß sich der Autor inhaltlich auf das Wesentliche konzentriert und diese wesentlichen Inhalte klar und ausgewogen darstellt. Die Wesentlichkeit der Information ergibt sich aus der Relevanz für die Anlegerentscheidung. Ohne einer unangemessenen Verdichtung das Wort zu reden, ist der Grundsatz der sprachlichen Prägnanz unvereinbar mit einer ausufernden Weitschweifigkeit, die Wesentliches und Unwesentliches bis zur Unkenntlichkeit miteinander vermengt. Außerdem sind wesentliche Angaben untereinander in einem ausgewogenen Verhältnis darzustellen.

Das Prinzip der inneren und äußeren Ordnung verlangt, daß der Prospektinhalt einem logischen Aufbau folgt und diese innere Ordnung durch eine äußerliche Strukturierung sichtbar gemacht wird. Die Prospektangaben sind nach sachlichen Gesichtspunkten zu ordnen und systematisch zu gliedern. Die sprachliche Eindeutigkeit der gemachten Angaben darf nicht dadurch konterkariert werden, daß Ausführungen an

- Barta, Sebastian*: Der Prospektbegriff in der neuen Verkaufsprospekthaftung, NZG 2005, S. 305 – 309
- Basedow, Jürgen*: Transparenz als Prinzip des (Versicherungs-) Vertragsrechts, VersR 1999, S. 1045 – 1055
- Baums, Theodor*: Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes, ZHR 167 (2003), S. 139 – 192
- Beckmann, Klaus / Scholtz, Rolf-Detlev / Vollmer, Lothar (Hrsg.)*: Investment – Ergänzbare Handbuch für das gesamte Investmentwesen, Band II, Berlin: Erich Schmidt, Stand: Juni 2006
- Beckmann, Markus / Mackenbrock, Thomas / Pies, Ingo / Sardison, Markus*: Vertrauen, Institutionen und mentale Modelle, in: Held, Martin / Kubon-Gilke, Gisela / Sturn, Richard (Hrsg.), Reputation und Vertrauen, Marburg: Metropolis, 2005, S. 59 – 83
- Behrens, Gerold*: Konsumentenverhalten: Entwicklung, Abhängigkeiten, Möglichkeiten, 2. Auflage, Heidelberg: Physica, 1991
- Behrens, Peter*: Die ökonomischen Grundlagen des Rechts – Politische Ökonomie als rationale Jurisprudenz, Tübingen: Mohr, 1986
- Benner, Dietrich*: Qualitätsungewißheit bei Gütern mit Vertrauenseigenschaften: Entwicklung und Anwendung eines entscheidungstheoretisch fundierten Analyserahmens, Frankfurt/Main, Berlin, Bern, Brüssel, New York, Oxford, Wien: Lang, 2002
- Bettman, James R. / Kakkar, Pradeep*: Effects of Information Presentation Format on Consumer Information Acquisition Strategies, 3 JcR 233 – 240 (1977)
- Biere, Bernd Ulrich*: Verständlich-Machen: Hermeneutische Tradition – Historische Praxis – Sprachtheoretische Begründung, Tübingen: Niemeyer, 1989

Biere, Bernd Ulrich: Textgestaltung zwischen Sachangemessenheit und Adressatenorientierung, in: Krings, Hans P. (Hrsg.): Wissenschaftliche Grundlagen der technischen Kommunikation, Tübingen: Narr, 1996, S. 292 – 305

Booze, Jonathan L.: A Comparative Analysis of the Application of the Bespeak Caution Doctrine to Forward-looking Statements, 47 U. Kan. L. Rev. 495 – 520 (1999)

Brondics, Klaus / Mark, Jürgen: Die Verletzung von Informationspflichten im amtlichen Markt nach der Reform des Börsengesetzes, AG 1989, S. 339 – 347

Byers, Michael G.: Eschew Obfuscation – the Merits of the SEC’s Plain English Doctrine, 31 U. Mem. L. Rev. 135 – 174 (2000)

Canaris, Claus-Wilhelm: Bankvertragsrecht – einschließlich Kontokorrentrecht und Recht allgemeiner Geschäftsbedingungen, 2. Auflage, Berlin, New York: De Gruyter, 1981

Canaris, Claus-Wilhelm: Schutzgesetze – Verkehrspflichten – Schutzpflichten, in: Canaris, Claus-Wilhelm / Diederichsen, Uwe (Hrsg.), Festschrift für Karl Larenz zum 80. Geburtstag, München: Beck, 1983, S. 27 – 110

Canaris, Claus-Wilhelm: Grundrechte und Privatrecht, AcP 184 (1984), S. 201 – 246

Canaris, Claus-Wilhelm: Die richtlinienkonforme Auslegung und Rechtsfortbildung im System der juristischen Methodenlehre, in: Koziol, Helmut / Rummel, Peter (Hrsg.), Im Dienste der Gerechtigkeit, Festschrift für Franz Bydlinski, Wien, New York: Springer, 2002, S. 47 – 103

Caspari, Karl-Burkhard: Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüsseler Richtlinien, NZG 2005, S. 98 – 103

Claussen, Carsten Peter: Bank- und Börsenrecht, 3. Auflage, München: Beck, 2003

- Crüwell, Christoph:* Die europäische Prospektrichtlinie, AG 2003, S. 243 – 253
- Diller, Hermann:* Verbesserungsmöglichkeiten der Verbraucherinformation durch Berücksichtigung verhaltenstheoretischer Ergebnisse, ZVP 1978, S. 24 – 41
- Douglas, William O. / Bates George E.:* The Federal Securities Act of 1933, 43 Yale L. J. 171 – 217 (1933)
- Dreher, Meinrad:* Der Verbraucher – Das Phantom in den opera des europäischen und deutschen Rechts?, JZ 1997, S. 167 – 178
- Drexl, Josef:* Die wirtschaftliche Selbstbestimmung des Verbrauchers – Eine Studie zum Privat- und Wirtschaftsrecht unter Berücksichtigung gemeinschaftsrechtlicher Bezüge, Tübingen: Mohr Siebeck, 1998
- Druey, Jean Nicolas:* Information als Gegenstand des Rechts – Entwurf einer Grundlegung, Zürich: Schulthess, 1995
- Easterbrook Frank / Fischel, Daniel:* Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, 70 Va. L. Rev. 669 – 715 (1984)
- Ehricke, Harry H.:* Zur zivilrechtlichen Prospekthaftung der Emissionsbanken gegenüber dem Wertpapieranleger, DB 1980, S. 2429 – 2432
- Ehricke, Ulrich:* Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung in Deutschland, in: Hopt, J. Klaus / Voigt, Hans-Christoph (Hrsg): Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA, Tübingen: Mohr Siebeck, 2005, S. 187 – 325
- Eidenmüller, Horst:* Rechtsanwendung, Gesetzgebung und ökonomische Analyse, AcP 197 (1997), S. 80 – 135
- Eidenmüller, Horst:* Effizienz als Rechtsprinzip – Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts, 2. Auflage, Tübingen: Mohr Siebeck, 1998

Ekkenga, Jens: Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt: eine vergleichende Studie zum europäischen, deutschen und britischen Bilanz-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Tübingen: Mohr Siebeck, 1998

Ellenberger, Jürgen: Prospekthaftung im Wertpapierhandel, Berlin, New York: De Gruyter, 2001

Elster, Nico: Europäisches Kapitalmarktrecht: Recht des Sekundärmarktes, München: Beck, 2002

Firtel, Kenneth B.: Plain English: A Reappraisal of the Intended Audience of Disclosure under the Securities Act of 1933, 72 S. Cal. L. Rev. 851 – 896 (1999)

Fleischer, Holger: Vertragsschlußbezogene Informationspflichten im Gemeinschaftsprivatrecht, ZEuP 2000, S. 772 – 798

Fleischer, Holger: Informationsasymmetrie im Vertragsrecht: eine rechtsvergleichende und interdisziplinäre Abhandlung zu reichweite und Grenzen vertragsschlußbezogener Aufklärungspflichten, München: Beck, 2001

Fleischer, Holger: Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, München: Beck, 2002

Fleischer, Holger: Prospektpflicht und Prospekthaftung für Vermögensanlagen des Grauen Kapitalmarkts nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, S. 339 – 347

Flesch, Rudolf: How to Write Plain English: A Book for Lawyers and Consumers, New York: Harper and Row, 1979

Flume, Werner: Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Band 2, 3. Auflage, Berlin, Heidelberg, New York: Springer, 1979

Folk, Ernest L.: Civil Liabilities Under The Federal Securities Acts: The Barchris Case, 1 Sec. L. Rev. 3 – 162 (1969)

Förster, Heinrich H.: Die Prospekthaftung der organisierten und grauen Kapitalmärkte, Frankfurt/Main, Berlin, Bern, Brüssel, New York, Oxford, Wien: Peter Lang, 2002

Fraune, Christian: Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA, RIW 1994, S. 126 – 140

Garner, Bryan: The Elements of Legal Style, 2d edition, New York: Oxford University Press, 2002

Gerber, Olaf: Die Prospekthaftung bei Wertpapieremissionen nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz – eine Untersuchung der Vorschriften des Börsengesetzes und des Verkaufsprospektgesetzes im Vergleich zur US-amerikanischen Regelung, Baden-Baden: Nomos, 2001

Graz-Holzmann, Karin / Gurke, Michael: Anlegerschutz am grauen Kapitalmarkt, DB 1983, S. 29 – 35

Groebe, Norbert: Leserpsychologie: Textverständnis – Textverständlichkeit, Münster: Aschendorff, 1982

Groebe, Norbert / Christmann, Ursula: Textoptimierung unter Verständlichkeitsperspektiven, in: Antos, Gerd / Krings, Hans P. (Hrsg.), Textproduktion, Ein interdisziplinärer Forschungsüberblick, Tübingen: Niemeyer, 1989, S. 165 – 196

Groebe, Hans von der / Schwarze, Jürgen (Hrsg.): Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, Band 1, 6. Auflage, Baden-Baden: Nomos, 2003

Groß, Wolfgang: Die börsengesetzliche Prospekthaftung, AG 1999, S. 199 – 209

Groß, Wolfgang: Kapitalmarktrecht – Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung, zum Wertpapierprospektgesetz und zum Verkaufsprospektgesetz, 3. Auflage, München: Beck, 2006

- Grotz-Martin, Silvia*: Informations-Qualität und Informations-Akzeptanz, in: Hauschildt, Jürgen / Gemünden, Hans Georg / Grotz-Martin, Silvia / Haidle, Ulf (Hrsg.), Entscheidungen der Geschäftsführung – Typologie, Informations-verhalten, Effizienz, Tübingen: Mohr, 1983, S. 144 – 173
- Grundmann, Stefan*: Europäisches Kapitalmarktrecht, ZSR 1996 I, S. 103 149
- Grundmann, Stefan*: Richtlinienkonforme Auslegung im Bereich des Privatrechts – insbesondere: der Kanon der nationalen Auslegungsmethoden als Grenze?, ZEuP 1996, S. 399 – 424
- Grundmann, Stefan / Selbherr, Benedikt*: Börsenprospekthaftung in der Reform – Rechtsvergleichung, Europarecht, Interessenbewertung mit ökonomischer Analyse, WM 1996, S. 985 – 993
- Grundmann, Stefan*: Die Auslegung angeglichenen Kapitalmarktrechts – insbesondere der Sanktionsregeln, in: Schulze, Reiner (Hrsg.), Auslegung europäischen Privatrechts und angeglichenes Recht, Baden-Baden: Nomos, 1999, S. 63 – 82
- Gruson, Michael*: Prospekterfordernisse und Prospekthaftung bei unterschiedlichen Anlageformen nach amerikanischem und deutschem Recht, WM 1995, S. 89 – 98
- Hagemann, Hans Werner*: Wahrgenommene Informationsbelastung des Verbrauchers - eine empirische Untersuchung zum Zusammenhang von Bildung, Produktwissen und wahrgenommener Informationsbelastung bei Vorgabe komplexer Verbraucherinformationen, München: GBI, 1988
- Hayek, Friedrich A.*: Die Verwertung des Wissens in der Gesellschaft, in: Hayek, Friedrich A. (Hrsg.), Individualismus und wirtschaftliche Ordnung, 2. Auflage, Salzburg: Neugebauer, 1976, S. 103 – 121
- Hazen, Thomas Lee*: The Law of Securities Regulation, Vol. I, 5th edition, St. Paul, Minnesota: West Group, 2006
- Hazen, Thomas Lee*: The Law of Securities Regulation, Vol. II, 5th edition, St. Paul, Minnesota: West Group, 2006

Hazen, Thomas Lee: The Law of Securities Regulation, Vol. III, 5th edition, St. Paul, Minnesota: West Group, 2006

Hazen, Thomas Lee: The Law of Securities Regulation, Vol. V, 5th edition, St. Paul, Minnesota: West Group, 2006

Heinze, Stephan: Europäisches Kapitalmarktrecht: Recht des Primärmarktes, München: Beck, 1999

Held, Martin / Kubon-Gilke, Gisela / Sturn, Richard: Stellenwert von Vertrauen in der Ökonomik, in: Held, Martin / Kubon-Gilke, Gisela / Sturn, Richard (Hrsg.), Reputation und Vertrauen, Marburg: Metropolis, 2005, S. 7 – 58

Herresthal, Carsten: Rechtsfortbildung im europarechtlichen Bezugsrahmen, München: Beck, 2006

Holzborn, Timo / Foelsch, Martin Eberhard: Schadensersatzpflichten von Aktiengesellschaften und deren Management bei Anlegerverlusten – Ein Überblick, NJW 2003, S. 932 – 940

Holzborn, Timo / Israel, Alexander: Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz – Die Veränderungen im WpHG, VerkProspG und BörsG und ihre Auswirkungen in der Praxis, WM 2004, S. 1948 – 1956

Hommelhoff, Peter: Anlegerinformationen im Aktien-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2000, S. 748 – 778

Hönn, Günther: Kompensation gestörter Vertragsparität, Ein Beitrag zum inneren System des Vertragsrechts, München: Beck, 1982

Hopt, Klaus J.: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken – Gesellschafts-, bank- und börsenrechtliche Anforderungen an das Beratungs- und Verwaltungsverhalten der Kreditinstitute, München: Beck, 1974

Hopt, Klaus J.: Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes? (dargestellt unter besonderer Berücksichtigung der Publikums-Personengesellschaften, namentlich Abschreibungsgesellschaften und geschlossenen Immobilienfonds), Gutachten G für den 51. Deutschen Juristentag, München: Beck, 1976

Hopt, Klaus J.: Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? – Teil 1: Der international erreichte Stand des Kapitalmarktrechts, ZHR 140 (1976), S. 201 – 235

Hopt, J. Klaus: Die Publizität von Kapitalgesellschaften – Grundsätzliche Überlegungen zum Stand nach der 4. EG-Richtlinie und zur Reformdiskussion in den USA, ZGR 1980, S. 225 – 253

Hopt, Klaus J.: Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen – Recht und Praxis in der EG, in Deutschland und in der Schweiz, München: Beck, 1991

Hopt, J. Klaus / Voigt, Hans-Christoph: Empfehlungen, in: Hopt, J. Klaus / Voigt, Hans-Christoph (Hrsg.): Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA, Tübingen: Mohr, 2005, S. 1 – 8

Hopt, J. Klaus / Voigt, Hans-Christoph: Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, in: Hopt, J. Klaus / Voigt, Hans-Christoph (Hrsg.): Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA, Tübingen: Mohr, 2005, S. 9 – 160.

Horn, Norbert: Die Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, ZBB 1997, S. 139 – 152

Hüffer, Jens: Das Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz – Prospektpflicht und Anlegerschutz, Köln, Berlin, Bonn, München: Carl Heymanns, 1995

Jacoby, Jacob / Speller, Donald E. / Berning, Carol A.: Brand Choice Behavior as a Function of Information Load, 11 JMR 63 – 69 (1974)

Jacoby, Jacob / Speller, Donald E. / Kohn-Berning, Carol A.: Brand Choice Behavior as a Function of Information Load: Replication and Extension, 1 JcR 33 – 42 (1974/75)

Jacoby, Jacob: Information Load and Decision Quality: Some Contested Issues, ZVP 1977, S. 569 – 575

Jacob, Valerie Ford / Mallow, Matthew J.: A Plain English Review of the SEC's Plain English Initiative, 1150 PLI/Corp 911 – 936 (1999)

Kalss, Susanne: Anlegerinteressen – Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag, Verband und Markt, Wien, New York: Springer, 2001

Keßler, Jürgen: Wettbewerbstheoretische Aspekte des Irreführungsverbotes – eine ökonomische und dogmengeschichtliche Analyse, WRP 1990, S. 73 – 85

Keßler, Jürgen: Anlegerschutz und Kapitalmarkteffizienz – eine ökonomische Analyse, in: Keßler, Jürgen / Micklitz, Hans-W. (Hrsg.), Anlegerschutz in Deutschland, Schweiz, Großbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft, Baden-Baden: Nomos, 2004, S. 11 - 52

Keßler, Jürgen / Micklitz, Hans-W.: Rechtsvergleichende Schlußfolgerungen, in: Keßler, Jürgen / Micklitz, Hans-W. (Hrsg.): Anlegerschutz in Deutschland, Schweiz, Großbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft, Baden-Baden: Nomos, 2004, S. 327 - 366

Kind, Sandra: Die Grenzen des Verbraucherschutzes durch Information – aufgezeigt am Teilzeitwohnrechtgesetz, Berlin: Duncker & Humblot, 1998

Kirchner, Christian: The Difficult Reception of Law and Economics in Germany, 11 Intl. Rev. Law & Economics 277 - 292 (1991)

Kirchner, Christian: Ökonomische Analyse des Rechts: Interdisziplinäre Zusammenarbeit von Ökonomie und Rechtswissenschaft, in: Assmann, Heinz-Dieter / Kirchner, Christian / Schanze, Erich (Hrsg.), Ökonomische Analyse des Rechts, Tübingen: Mohr, 1993, S. 62 – 78

Kirchner, Christian: Zur Prospektpublizität bei der Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung, in: Claussen, Carsten P. / Hübl, Lothar / Schneider, Hans-Peter (Hrsg.), Zweihundert Jahre Geld und Brief, Festgabe an die Niedersächsische Börse zu Hannover aus Anlaß ihres 200jährigen Bestehens, Frankfurt/Main: Knapp, 1998, S. 301 – 313

Kirzner, Israel M.: Unternehmer und Marktdynamik, aus dem Amerikanischen von Gerd Reese und Rudi Schadt, München, Wien: Philosophia, 1988

Klare, George R.: The Measurement of Readability, Ames: Iowa State University Press, 1963

Knauss, Robert L.: A Reappraisal of the Role of Disclosure, 62 Mich. L. Rev. 607 – 648 (1964)

Koch, Harald: Kollektiver Rechtsschutz im Zivilprozeß – Die class action des amerikanischen Rechts und deutsche Reformprobleme, Frankfurt/Main: Metzner, 1976

Köndgen, Johannes: Zur Theorie der Prospekthaftung (I.), AG 1983, S. 85 – 99

Köndgen, Johannes: Zur Theorie der Prospekthaftung (II.), AG 1983, S. 120 – 132

König, Kai-Michael: Die neue europäische Prospekttrichtlinie, ZEuS 2004, S. 251 – 288

König, Kai-Michael: Die neue EU-Prospektrichtlinie aus gemeinschaftsprivatrechtlicher Perspektive, GPR 2004, S. 152 – 155

Kopp, Thomas: Finanz- und Ertragslage des Emittenten in Verkaufs- und Börsenzulassungsprospekten – Darstellung und Analyse (MD&A), RIW 2002, S. 661 – 668

Kort, Michael: Neuere Entwicklungen im Recht der Börsenprospekthaftung (§§ 45 ff. BörsG) und der Unternehmensberichtshaftung (§ 77 BörsG), AG 1999, S. 9 – 21

Kübler, Friedrich: Effizienz als Rechtsprinzip – Überlegungen zum rechtspraktischen Gebrauch ökonomischer Argumente, in: Bauer, Jürgen F. / Hopt, Klaus J. / Mailänder, K. P. (Hrsg.), Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag am 13. März 1990, Berlin; New York: De Gruyter, 1990, S. 687 – 704

Kullmann, Walburga / Sester, Peter: Das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) – Zentrale Punkte des neuen Regimes für Wertpapieremissionen, WM 2005, S. 1068 – 1076

- Kulms, Rainer*: USA, in: Hopt, J. Klaus / Voigt, Hans-Christoph (Hrsg.): Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA, Tübingen: Mohr Siebeck, 2005, S. 1102 – 1153
- Kümpel, Siegfried*: Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, Köln: Schmidt, 2000
- Kunold, Uta / Schlitt, Michael*: Die neue EU-Prospektrichtlinie, BB 2004, S. 501 – 512
- Kuthe, Thorsten*: Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, S. 883 – 888
- Kraus, Hans Michael*: Neuerungen im US-amerikanischen Wertpapierrecht, RIW 1982, S. 561 – 563
- Kripke, Homer*: The SEC, the Accountants, Some Myths and Some Realities, 45 N.Y.U. L. Rev. 1151 – 1205 (1970)
- Kripke, Homer*: The Myth of the Informed Layman, 28 Bus. Law. 631 – 638 (1973)
- Kripke, Homer*: The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose, New York: Law & Business Inc., 1979
- Langenbucher, Katja*: Europarechtliche Methodenlehre, in: Langenbucher, Katja (Hrsg.), Europarechtliche Bezüge des Privatrechts, Baden-Baden: Nomos, 2005, S. 25 – 66
- Langer, Inghard / Schulz von Thun, Friedemann / Tausch, Reinhard*: Sich verständlich ausdrücken, 7. Auflage, München, Basel: Ernst Reinhardt, 2002
- Langevoort, Donald C.*: Disclosures that „Bespeak Caution“, 49 Bus. Law. 481 – 503 (1994)
- Langevoort, Donald C.*: Half-truths: Protecting Mistaken Inferences by Investors and Others, 52 Stan. L. Rev. 87 – 125 (1999)

Lehmann, Michael: Die zivilrechtliche Haftung der Banken für informative Angaben im deutschen und europäischen Recht, WM 1985, S. 181 – 187

Lenenbach, Markus: Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Köln: RWS, 2002

Levitt, Arthur: Fulfilling the Promise of Disclosure, Rede vom 23. Juli 1997, abrufbar unter <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1997/spch171.txt>; letzter Zugriff: 10. März 2007

Limbach, Jutta: Forum: Das Rechtsverständnis in der Vertragslehre, JuS 1985, S. 10 – 15

Link, Rainer: Die Hauptversammlung im Rahmen des Aktienmarketing und der Investor Relations, AG 1994, S. 364 – 369

Loss, Louis: Der Schutz der Kapitalanleger, ZHR 129 (1967), S. 197 – 255

Loss, Louis / Seligman, Joel: Fundamentals of Securities Regulation, 5th edition, New York: Aspen Publishers, 2006

Mandl, Heinz: Einige Aspekte zur Psychologie der Textverarbeitung, in: Mandl, Heinz (Hrsg.), Zur Psychologie der Textverarbeitung: Ansätze, Befunde, Probleme, München, Wien, Baltimore: Urban und Schwarzenberg, 1981, S. 3 – 37

Marcey, Jonathan R. / Miller, Geoffrey P.: Origin of the blue sky laws, 70 Tex. L. Rev. 347 – 397 (1991)

Matheson, John H.: Corporate Disclosure Obligations and the Parameters of Rule 10b-5: Basic Inc. V. Levinson and beyond, 14 J. Corp. L. 1 – 34 (1988)

Merkt, Hanno: Unternehmenspublizität, Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme, Tübingen: Mohr Siebeck, 2001

Micklitz, Hans-W. / Kociok, Carsten: Länderbericht Vereinigte Staaten von Amerika, in: Keßler, Jürgen / Micklitz, Hans-W. (Hrsg.): Anlegerschutz in Deutschland, Schweiz, Großbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft, Baden-Baden: Nomos, 2004, S. 191 – 266

- Micklitz, Hans-W.*: Anlegerschutz – Analyse des EG-Rechts, in: Keßler, Jürgen / Micklitz, Hans-W. (Hrsg.): Anlegerschutz in Deutschland, Schweiz, Großbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft, Baden-Baden: Nomos, 2004, S. 267 – 325
- Miller, Nina*: Das Haftungsrecht als Instrument der Kontrolle von Kapitalmärkten – Eine vergleichende Analyse, Frankfurt/Main, Berlin, Bern, Brüssel, New York, Oxford, Wien: Peter Lang, 2003
- Möllers, Thomas M. J.*: Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht - Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigem Recht, ZGR 1997, S. 334 – 367
- Möllers, Thomas M. J.*: Das europäische Kapitalmarktrecht im Umbruch – Ein Zwischenbericht zu den kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten unter rechtsvergleichender Perspektive, ZBB 2003, S. 390 – 409
- Möllers, Thomas M. J. / Rotter, Klaus*: Ad-hoc-Publizität, München: Beck, 2003
- Mülbert, Peter O.*: Konzeption des europäischen Kapitalmarktrechts für Wertpapierdienstleistungen, WM 2001, S. 2085 – 2102
- Mülbert, Peter O. / Steup, Steffen*: Emittentenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation am Beispiel der fehlerhaften Regelpublizität – das System der Kapitalmarktinformationshaftung nach AnSVG und WpPG im Ausblick auf die Transparenzrichtlinie, WM 2005, S. 1633 – 1655
- Pabst, Reinhart*: Prospektzwang und Prospekthaftung in den sechs Gründerstaaten der EWG und in der Schweiz, München: Dissertation- und Fotodruck Frank, 1972
- Paskert, Dirk*: Informations- und Prüfungspflichten bei Wertpapieremissionen – Verkaufsprospekt, Börsenzulassungssprospekt, Unternehmensbericht, Düsseldorf: IDW, 1991
- Posner, Richard*: Economic Analysis of Law, 6th edition, New York: Aspen Publishers, 2002

- Pötzsch, Thorsten*: Der Diskussionsentwurf des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes, AG 1997, S. 193 – 206
- Pötzsch, Thorsten*: Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, WM 1998, S. 949 – 966.
- Readnour, Jon S.*: Prospectus Liability for Failure to Disclose Post-effective Developments: A New Duty and its Implications. 48 Ind. L. J. 464 – 477 (1973)
- Rickheit, Gert*: Verstehen und Verständlichkeit von Sprache, in: Spillner, Bernd (Hrsg.), Sprache: Verstehen und Verständlichkeit, Frankfurt/Main, Berlin, Bern, New York, Paris, Wien: Lang, 1995, S. 15 – 29
- Ripken, Susanna Kim*: The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Towards a More Substantive Approach to Securities Regulation, 58 Baylor L. Rev. 139 – 204 (2006)
- Roller, Horst*: Die Prospekthaftung im englischen und im deutschen Recht, Berlin: Duncker & Humblot, 1991
- Rowe, Richard H.*: Plain English Prospectuses, 12 No. 4 Insights, 13 – 16 (1998)
- Savett, Sherie R. / Frutkin, Robert P.*: Drafting a Prospectus to Avoid Liability under Section 11 of the Securities Act of 1933, 492 PLI/Corp 69 – 96 (1985)
- Schäfer, Frank A.*: Emission und Vertrieb von Wertpapieren nach dem Wertpapierverkaufsprospektgesetz, ZIP 1991, S. 1557 – 1565
- Schäfer, Frank A.*: Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, Stuttgart, Berlin, Köln: Kohlhammer, 1999
- Schäfer, Frank A.*: Anmerkung zum Urteil vom 22. November 2002 des LG Frankfurt/Main, BKR 2003, S. 78 – 80

Schäfer, Frank A.: Spezialgesetzliche Prospekthaftung, Stand und Entwicklungstendenzen der spezialgesetzlichen Prospekthaftung, ZGR 2006, S. 40 – 78

Schäfer, Hans-Bernd / Ott, Claus: Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. Auflage, Berlin, Heidelberg, New York: Springer, 2005

Schanz, Kay-Michael: Börseneinführung – Recht und Praxis des Börsengangs, 2. Auflage, Beck: München, 2002

Schimansky Herbert / Bunte, Hermann-Josef / Lwowski, Hans-Jürgen: Bankrechts-Handbuch, Band III, 2. Auflage, München: Beck, 2001

Schlitt, Michael / Schäfer, Susanne: Auswirkungen des Prospekttrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf Aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2005, S. 498 – 511

Schönenberger, Andreas: Ökonomische Analyse der Notwendigkeit und Effizienz des börsengesetzlichen Haftungsregimes, Baden-Baden: Nomos, 2000

Schröder, Oliver: Unternehmenspublizität und Kapitalmärkte – eine rechtsvergleichende Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung der ökonomischen Analyse des Rechts, Baden-Baden: Nomos, 2002

Schroeder, Werner: Die Auslegung des EU-Rechts, Jus 2004, S. 180 – 186

Schlüter, Uwe: Börsenhandelsrecht: Handbuch für Banken und Finanzdienstleistungsinstitute, 2. Auflage, München: Beck, 2002

Schwark, Eberhard: Zur Haftung der Emissionsbank bei Aktienemissionen – börsen-, bilanz- und gesellschaftsrechtliche Aspekte, ZGR 1983, S. 162 – 188

Schwark, Eberhard: Kapitalmarktrechts-Kommentar, Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Verkaufsprospektgesetz mit Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 3. Auflage, München: Beck, 2004

SEC: The Wheat Report: Disclosure to Investors, A Reappraisal of Federal Administrative Policies under the '33 and '34 Acts, New York: Commerce Clearing House, 1970

SEC: A Plain English Handbook- how to create clear SEC disclosure documents, abrufbar unter www.sec.gov/pdf/handbook.pdf; letzter Zugriff: 10. April 2007

Sell, Friedlich L.: Vertrauen und Vertrauenserosion – Ökonomische Funktionen und Effekte, in: Held, Martin / Kubon-Gilke, Gisela / Sturn, Richard (Hrsg.), *Reputation und Vertrauen*, Marburg: Metropolis, 2005, S. 161 – 184

Shulman, Harry: Civil Liability and the Securities Act, 43 Yale L. J. 227 – 253 (1933)

Simon, Herbert A.: *Models of Man*, New York: Wiley, 1957

Sittmann, Jörg W.: Die Prospekthaftung nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, NZG 1998, S. 490 – 496

Snow, Tower C. / Knaster, Stephan M. / Murphy, Patrick T.: Liability Concerns Raised by the Implementation of the Sec's Plain English Rules, 1000 PLI/ Corp 109 – 131 (1997)

Soderquist, Larry D.: Regulatory Framework of Securities Act Registration, 1490 PLI/Corp 145 – 182 (2005)

Steinberg, Edwin R.: *Plain English: Principles and Practice*, Detroit: Wayne State University Press, 1991.

Steindorff, Ernst: Politik des Gesetzes als Auslegungsmaßstab im Wirtschaftsrecht, in: Paulus, Gotthard / Diederichsen, Uwe / Canaris, Claus-Wilhelm (Hrsg.): *Festschrift für Karl Larenz zum 70. Geburtstag*, München: Beck, 1973, S. 217 – 244

Steingass, Sibille / Teworte, Marie-Christine: Stellung und Reichweite des Transparenzgebots im neuen UWG, WRP 2005, S. 676 – 687

Steinhauer, Carsten: Börsenpreis als Bewertungsgrundlage für den Abfindungsanspruch, AG 1999, S. 299 – 308

Stobbe, Thomas: Der Lagebericht, BB 1988, S. 303 – 311

Stüfe, Karin: Das Informationsverhalten deutscher Privatanleger, Wiesbaden: Gabler, 1999

Tergan, Sigmar-Olaf: Ist Textverständlichkeit gleich Textverständlichkeit? Überprüfung der Vergleichbarkeit zweier Verständlichkeitskonzepte, in: Mandl, Heinz (Hrsg.), Zur Psychologie der Textverarbeitung: Ansätze, Befunde, Probleme, München, Wien, Baltimore: Urban und Schwarzenberg, 1981, S. 334 – 366

Tilp, Andreas W.: Anmerkung zum Urteil vom 20.12.2002 des LG Frankfurt, ZIP 2003, S. 306 – 308

Tirole, Jean: Industrieökonomik, aus dem Amerikanischen von Roland Ladwig, Bruno Schönfelder und Peter Seidelmann, München, Wien: Oldenbourg, 1995

Ulmer, Peter / Brandner, Hans Erich / Hensen, Horst-Diether: AGB-Recht, Kommentar zu den §§ 305 – 310 BGB und zum Unterlassungsklagengesetz, 10. Auflage, Köln: Dr. Otto Schmidt, 2006

Vahrenkamp, Kai: Verbraucherschutz bei asymmetrischer Information: informationsökonomische Analysen verbraucherpolitischer Maßnahmen, München: Florentz, 1991

Waldeck, Michael / Süßmann, Rainer: Die Anwendung des Wertpapier-Verkaufsprospektgesetzes, WM 1993, S. 361 – 367

Weber, Martin: Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 2001/2002, NJW 2003, S. 18 – 26

Weissel, Erwin: Zurück zu den Quellen der Ökonomischen Analyse des Rechts, ZfRV 1996, S. 65 – 75

Wiedemann, Herbert: Der Kapitalanlegerschutz im deutschen Gesellschaftsrecht, BB 1975, S. 1591 – 1598

Wiemann, Hans-Ulrich: Unternehmenspublizität nach amerikanischem Kapitalmarktrecht – Entwicklungsstand und Vergleich zur deutschen Lösung, Baden-Baden: Nomos, 1987

Wieneke, Laurenz: Emissionspublizität – Praktische Anforderungen und rechtliche Grenzen, NZG 2005, S. 109 – 115

Wieneke, Laurenz: Emissionspublizität und informationelle Gleichbehandlung der Anleger, in: Grundmann, Stefan / Schwintowski, Hans-Peter / Singer, Reinhard / Weber, Martin (Hrsg.), Anleger- und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht – Symposium und Seminar zum 65. Geburtstag von Eberhard Schwark, Berlin: De Gruyter, 2006, S. 37 – 57

Williamson, Oliver E.: Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus – Unternehmen, Märkte, Kooperationen, aus dem Amerikanischen übersetzt von Monika Streissler, Tübingen: Mohr, 1990

Wittmann, Arno: Zivilrechtliche Prospekthaftung beim Vertrieb von steuerbegünstigten Kapitalanlagen, DB 1980, S. 1579 – 1586

Wolf, Susan Ellen: The SEC's Plain English Program, 11 No. 4 Insights 6 – 10 (1997)

Wunderlich, Wolfgang: Haftungsfragen im Zusammenhang mit öffentlich angebotenen Vermögensanlagen, DStR 1975, S. 688 – 695

Wydict, Richard: Plain English for Lawyers, 5th edition, Durham: Carolina Academic Press, 2005

Zahn, Johannes: Aktienanleger und Börse, ZGR 1981, S. 101 – 125

Rechtswissenschaften

Herausgegeben von

Dr. Thomas Küffner

Dr. Küffner & Partner, Landshut, München

- Band 57: Matthäus Schindele: **Der Grundsatz der Prospektverständlichkeit am Beispiel des Börsenzulassungsprospekts für den amtlichen Markt** · – eine Studie zur deutschen und US-amerikanischen Rechtslage
2007 · 230 Seiten · ISBN 978-3-8316-0742-6
- Band 56: Christian Link: **Telemedizinische Anwendungen in Deutschland und in Frankreich** · Eine rechtsvergleichende Untersuchung der Grundlagen und des Haftungsgefüges sowie des Internationalen Privatrechts – mit Zusammenfassung in französischer Sprache
2007 · 560 Seiten · ISBN 978-3-8316-0731-0
- Band 55: Julia Nobbe: **Das Günstigkeitsprinzip im Verbrauchervertragsrecht**
2007 · 356 Seiten · ISBN 978-3-8316-0722-8
- Band 54: Alain Robbe-Grillet: **Planmäßige Sanierung nach französischem und nach deutschem Insolvenzrecht** · Eine rechtsvergleichende Untersuchung unter Berücksichtigung der französischen Insolvenzrechtsreform von 2005
2007 · 408 Seiten · ISBN 978-3-8316-0721-1
- Band 53: Heinz-Gerd Horlemann: **Die Besteuerung von Alterseinkünften in Deutschland – ein Modell für Europa?**
2007 · 180 Seiten · ISBN 978-3-8316-0712-9
- Band 52: Nadja Bauer: **Der Gewinnabschöpfungsanspruch der Verbände nach § 10 UWG**
2006 · 280 Seiten · ISBN 978-3-8316-0658-0
- Band 51: Sofia Stathouli: **Die Haftung des Verkäufers für Sachmängel und Falschliefierung nach dem Wiener Übereinkommen über den internationalen Warenkauf unter Berücksichtigung des deutschen und griechischen Rechts**
2006 · 448 Seiten · ISBN 978-3-8316-0634-4
- Band 50: Monika Ackermann: **Die Rechtsbehelfe des Verletzten gegen die negative Anklageentscheidung des Staatsanwaltes in den USA** · Rechtslage und Reformbestrebungen
2006 · 192 Seiten · ISBN 978-3-8316-0617-7
- Band 49: Babette Steinbauer: **Reorganisation in der Energiewirtschaft («unbundling») und deren arbeitsrechtliche Folgen**
2006 · 260 Seiten · ISBN 978-3-8316-0606-1
- Band 48: Steffen Zimmer: **Ostalpine Bergrechtsaufzeichnungen im Mittelalter** · Ein bergrechtliches Entwicklungsprofil
2006 · 208 Seiten · ISBN 978-3-8316-0579-8
- Band 47: Petra Kiel-Junk: **Verfahrenskoordination im Umweltrecht** · Die europäische Verpflichtung zur Koordination umweltrechtlicher Verfahren und ihre Umsetzung in das deutsche immissionsschutzrechtliche Genehmigungsverfahren
2006 · 196 Seiten · ISBN 978-3-8316-0554-5
- Band 46: Anke Brodherr: **Alfred Verdross' Theorie des gemäßigten Monismus**
2005 · 264 Seiten · ISBN 978-3-8316-0511-8

- Band 44: Thomas Maier: **Beamte als Aufsichtsratsmitglieder der öffentlichen Hand in der Aktiengesellschaft: weisungsgebundene Werkzeuge des öffentlichen Gesellschafters?**
2005 · 240 Seiten · ISBN 978-3-8316-0492-0
- Band 43: Michael Rimbeck: **Rechtsfolgen fehlerhafter Ad-hoc Mitteilungen im deutschen und US-amerikanischen Recht**
2005 · 250 Seiten · ISBN 978-3-8316-0487-6
- Band 42: Thomas Eisgruber: **Die Zahlungsmittelrechnung nach § 4 Abs. 3 EStG** · Eine Systematik der vereinfachten Gewinnermittlung, verprobt am Beispiel des Tausches
2005 · 175 Seiten · ISBN 978-3-8316-0461-6
- Band 41: Stephan Friedrich König: **Die Gefahrenabwehrverordnungen der rheinland-pfälzischen kreisfreien Städte im Spannungsverhältnis zwischen Rechtsverordnung und Allgemeinverfügung**
2004 · 272 Seiten · ISBN 978-3-8316-0433-3
- Band 40: Kerstin Wetzels: **Die EG-Richtlinie zu Massenentlassungen RL 98/59/EG und ihre Umsetzung im französischen Recht**
2004 · 200 Seiten · ISBN 978-3-8316-0426-5
- Band 39: Patrick Bühring: **Demonstrationsfreiheit für Rechtsextremisten?** · Verfassungsrechtliche Spielräume für eine Verschärfung des Versammlungsgesetzes
2004 · 230 Seiten · ISBN 978-3-8316-0421-0
- Band 38: Anna-Maria Savelsberg: **Die Pfändungskonstitution der RKGO 1555, Teil 2, Tit. 22 als ein landesherrliches Mittel zum Ausbau der Territorialstaatlichkeit**
2004 · 143 Seiten · ISBN 978-3-8316-0420-3
- Band 37: Friederike Knaupp: **Der Einkommensteuertarif als Ausdruck der Steuergerechtigkeit**
2004 · 240 Seiten · ISBN 978-3-8316-0398-5
- Band 36: Sabine Leube: **Die Rolle des Staates im Internet** · Eine Untersuchung der Möglichkeit, Zulässigkeit und Notwendigkeit staatlicher Regulierung
2004 · 347 Seiten · ISBN 978-3-8316-0401-2
- Band 35: Natascha Hühnerbein: **Rechtsvergleichende Untersuchung der Miterfinderschaft**
2004 · 261 Seiten · ISBN 978-3-8316-0394-7
- Band 34: Christine von Schildt-Lutzenburger: **Der urheberrechtliche Schutz von Gebäuden**
2004 · 236 Seiten · ISBN 978-3-8316-0370-1
- Band 33: Ursula Schweßinger: **Der Einfluss der Europäischen Menschenrechtskonvention auf den zivilrechtlichen Persönlichkeitsschutz in Deutschland, Frankreich und England**
2004 · 445 Seiten · ISBN 978-3-8316-0338-1
- Band 32: Kilian Friemel: **Die Betriebsvereinbarung über Arbeitnehmererfindungen und technische Verbesserungsvorschläge**
2004 · 260 Seiten · ISBN 978-3-8316-0333-6

Erhältlich im Buchhandel oder direkt beim Verlag:

Herbert Utz Verlag GmbH, München

089-277791-00 · info@utz.de

Gesamtverzeichnis mit mehr als 3000 lieferbaren Titeln: www.utz.de