



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

„Prospekthaftung und Allokationseffizienz“

Dissertation vorgelegt von Jan Biermann

Erstgutachter: Prof. Dr. Dres. h.c. Werner F. Ebke

Zweitgutachter: Prof. Dr. Christoph Kern

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

1. Gegenstand und Zielsetzung der Arbeit

Den Gegenstand der Arbeit bilden die Vorschriften der §§ 21 ff. WpPG, in denen die zivilrechtliche Schadensersatzhaftung für den Prospekt, der nach § 3 Abs. 1 bzw. 4 WpPG bei einem öffentlichen Angebot bzw. einer Börsenzulassung von Wertpapieren zu veröffentlichen ist, niedergelegt ist. Die Haftung für den Wertpapierprospekt gehört als Regelungsinstrument des Kapitalmarktrechts jener Rechtsmaterie an, mit welcher der Gesetzgeber regulierend in die Abläufe des Kapitalmarktes eingreift. Für ein modernes Kapitalmarktrecht wird es heute als unerlässlich angesehen, bei der Ausgestaltung und Anwendung von Rechtsnormen auch auf die Erkenntnisse der ökonomischen Kapitalmarktforschung zurückzugreifen. Vor diesem Hintergrund untersucht die Arbeit die Vorschriften der §§ 21 ff. WpPG aus einem rechtlich-ökonomischen Blickwinkel und arbeitet heraus, in welchem Umfang die geltenden Regelungen dazu beitragen, die am Kapitalmarkt zwischen Anlegern und Emittenten bestehende Informationsasymmetrie abzubauen und eine effiziente Allokation des an den Markt gebrachten Anlagekapitals zu fördern. Neben einer Bewertung der *de lege lata* bestehenden Regelungen soll die Arbeit insbesondere Reformmöglichkeiten aufzeigen, welche *de lege ferenda* in Erwägung zu ziehen sind, um die effizienzfördernde Wirkung der Prospekthaftung zu verbessern.

2. Prospekthaftung und ökonomische Analyse

Der Erste Teil der Arbeit stellt den Gegenstand und die Methodik der Abhandlung näher vor. Dabei werden die derzeit geltenden Vorschriften über den Wertpapierprospekt unter Bezugnahme auf ihre historische Entwicklung und europarechtlichen Hintergründe dargestellt sowie bereits angestoßene Reformen beschrieben. Anschließend wird der für die Arbeit herangezogene methodische Ansatz der ökonomischen Analyse des Rechts näher beleuchtet, wobei insbesondere das ökonomische Verhaltensmodell des *homo oeconomicus* sowie der normative Maßstab der Allokationseffizienz beschrieben werden. In diesem Zusammenhang erfolgt auch eine kritische Prüfung der rechtswissenschaftlichen Verwertbarkeit des ökonomischen Analysekonzepts. Für den Bereich des Kapitalmarktrechts lässt sich jedoch feststellen, dass eine weitgehende Wertungsübereinstimmung zwischen dem ökonomischen Analyseansatz und den kapitalmarktrechtlichen Regelungszielen besteht, weshalb ökonomische Konzepte im Bereich des Kapitalmarktrechts einen besonderen Stellenwert einnehmen.

3. Anlageentscheidung und Prospektpublizität

Der Zweite Teil der Arbeit beschreibt den generellen Wirkungszusammenhang zwischen der gesetzlichen Prospektpublizität einerseits und der Allokationseffizienz des Kapitalmarktes andererseits. Hierfür wird einleitend dargelegt, dass die am Kapitalmarkt bestehende Allokationslage letztlich eine Funktion der individuellen Anlageentscheidungen der Anleger ist. Anschließend wird die Funktionsweise dieser Anlageentscheidungen weiter untersucht und als ein finanzmathematischer Bewertungsvorgang beschrieben, bei welchem der Anleger eine Vielzahl vergangenheitsbezogener, gegenwärtiger und zukunftsorientierter Informationen benötigt und analysiert. Mit diesen Erkenntnissen werden die am Ka-

pitalmarkt bestehenden Informationsprobleme betrachtet und Wertpapiere nach einer gängigen informationsökonomischen Kategorisierung als Vertrauensgüter eingeordnet, woraus sich Effizienzverluste und ein informationsbedingtes Marktversagen (*market for lemons*) ergeben können.

Hierauf aufbauend lassen sich die gesetzlichen Regelungen zur Prospektpublizität als eine regulatorische Maßnahme verstehen, mit welcher der Gesetzgeber auf die am Markt bestehende Informationsasymmetrie reagiert und den Anlegern mittels des Prospekts diejenigen Informationen zukommen lassen will, die sie für eine fundierte Anlageentscheidung benötigen. Dabei setzt sich die Arbeit auch mit der Frage auseinander, ob ein zwingendes gesetzliches Publizitätsregime aus ökonomischer Perspektive sinnvoll und notwendig ist, was im Ergebnis mit Blick auf die dadurch vermeidbaren Transaktionskosten zu bejahen ist. Zudem wird dargestellt, wie die Prospekthaftung aus ökonomischer, aber auch rechtlicher Perspektive als ein Durchsetzungsinstrument anzusehen ist, welches den von ihr betroffenen Personen die maßgeblichen Verhaltensanreize setzt, die an sie gerichtete Prospektpflicht mit der gebotenen Sorgfalt zu erfüllen. Die Prospekthaftung soll dabei ihrer eigenen dogmatischen Struktur vorausseilend nicht nur Prospektfehler sanktionieren, sondern den handelnden Personen vor allem den Anreiz setzen, Prospekte von vornherein richtig und vollständig zu erstellen.

4. Ökonomische Analyse der Haftungsmerkmale

Der Dritte Teil der Arbeit analysiert die einzelnen Haftungsbedingungen, wie sie der Gesetzgeber in den §§ 21 ff. WpPG geregelt hat, aus rechtlich-ökonomischer Perspektive. Dafür werden für jedes Haftungsmerkmal zunächst die aktuell geltende Rechtslage inklusive umstrittener Rechtsfragen sowie ggf. eine geführte rechtspolitische Diskussion und vorgebrachte Reformvorschläge dargestellt. Im Anschluss werden die einzelnen Haftungsmerkmale sodann aus rechtlich-ökonomischem Blickwinkel betrachtet und gewürdigt, wobei die Arbeit im Wesentlichen zu folgenden Ergebnisse gelangt:

a. Prospektfehler

Das geltende Verständnis, wonach unrichtige oder unvollständige Angaben nur dann zu einem Prospekthaftungsanspruch führen, wenn sie in sachlicher und in zeitlicher Hinsicht von Relevanz für die Anlageentscheidung sind, stellt eine auch aus ökonomischer Sicht sinnvolle Regel dar. Denn nur solche unrichtigen oder unvollständigen Angaben können eine Fehlallokation hervorrufen, die von einem Anleger bei seiner Anlageentscheidung auch berücksichtigt werden. Darüber hinaus sollte ein Prospekt *de lege lata* bereits dann als unrichtig angesehen werden, wenn er Informationen enthält, die obwohl sie für sich genommen richtig sind, keine Relevanz für die Anlageentscheidung eines Anlegers haben und dadurch die wertbildenden Faktoren im Gesamteindruck unterzugehen drohen.

Anschließend wird auf die in Schrifttum und Rechtsprechung vertretenen Ansätze zu dem maßgeblichen Adressatenhorizont des typischen Prospektlesers eingegangen. Aus ökonomischer Sicht sollte eine Ausrichtung an dem Horizont eines fachkundigen Anlegers erfolgen, um dadurch Informationsverarbeitungsprobleme bei Privatanlegern zu vermeiden und eine kostenmindernde Informationszentralisierung bei institutionellen Anlegern zu ermöglichen. Privatanleger erlangen von den Prospektangaben

mittelbar über unterschiedliche am Kapitalmarkt bestehende Informationskanäle Kenntnis. Insofern wäre künftig eine stärkere Abschichtung des Darstellungsniveaus in den Prospekten sinnvoll, bei welcher sich lediglich die dem Prospekt voranzustellende Zusammenfassung an Privatanleger, der Prospekt im Übrigen jedoch maßgeblich an fachkundige Anleger richtet.

b. Prospektverantwortliche

Einen Schwerpunkt der Darstellungen in dem Dritten Teil bildet eine nach Personengruppen gegliederte Untersuchung der vom Gesetzgeber in die Haftung genommenen Personen.

i. Emittent

Dabei widmet sich die Arbeit zunächst der Haftung des Emittenten und legt dar, dass der Emittent nach der gesetzlichen Konzeption im Zentrum der Prospekthaftung steht. Die umfassende Haftung des Emittenten ist aus ökonomischer Perspektive sinnvoll, weil der Emittent aufgrund seiner besonderen Nähe zu den in den Prospekt aufzunehmenden Informationen als *lowest cost provider of information* anzusehen ist. Für solche Ausnahmefälle, in denen das Gesetz vorsieht, dass auch Informationen über einen Dritten in den Prospekt aufzunehmen sind (bspw. bei einem Garantiegeber), ist jedoch eine abgemilderte Haftung des Emittenten sinnvoll. Hier sollte bereits *de lege lata* nur dann von einem Verschulden ausgegangen werden, wenn der Emittent die Fehlerhaftigkeit der Informationen positiv gekannt hat oder aufgrund der ihm bereits zustehenden Informationen hätte erkennen müssen.

ii. Organmitglieder

Es wird dargestellt, dass die Vorstandsmitglieder nach überwiegender Auffassung regelmäßig keiner Prospekthaftung gegenüber den Anlegern am Kapitalmarkt, dafür jedoch einer aktienrechtlichen Innenhaftung gegenüber dem Emittenten unterliegen. Für die Zukunft wird zwar vielfach eine Erweiterung der Prospekthaftung auf die Vorstandsmitglieder des Emittenten gefordert, aus ökonomischer Perspektive genügt aber auch eine Innenhaftung gegenüber dem Emittenten. Denn mittels der Legalitätspflicht, welche die Vorstandsmitglieder trifft, wird die im Außenverhältnis des Emittenten bestehende Prospekthaftung in die Innenhaftung der Vorstandsmitglieder gespiegelt. Hierdurch erhalten die Vorstandsmitglieder – ähnlich wie bei einer unmittelbaren Außenhaftung – ebenfalls den Verhaltensanreiz, für die sorgfältige Erstellung richtiger und vollständiger Prospekte zu sorgen. Schließlich wird noch auf den am Markt verfügbaren D&O-Versicherungsschutz eingegangen und dessen Auswirkungen auf die mit der Prospekthaftung verbundenen Verhaltensanreize analysiert.

iii. Emissionsbanken

Anschließend wird die Haftung der Emissionsbanken dargestellt. An einem öffentlichen Angebot bzw. einer Börsenzulassung von Wertpapieren wirken teils aus Rechtsgründen, teils aus praktischer Notwendigkeit typischerweise auch emissionsbegleitende Banken mit. Die Inhaftungnahme der Emissionsban-

ken ist aus ökonomischer Sicht sinnvoll, weil die Emissionsbanken im ökonomischen Kontext die Funktion eines *gatekeeper* wahrnehmen und auf diese Weise sicherstellen, dass der Emittent die an ihn gerichteten Prospektvorschriften befolgt. Um allerdings den Fall des öffentlichen Angebots nicht anders zu behandeln als den der Börsenzulassung, sollte der Anbieterbegriff bereits *de lege lata* weit verstanden werden und zwingend zumindest die konsortialführende Bank erfassen.

iv. Abschlussprüfer

Sodann widmet sich die Arbeit der in Rechtsprechung und Schrifttum kontrovers diskutierten Frage der Prospekthaftung des Abschlussprüfers für den in einen Prospekt aufgenommenen Bestätigungsvermerk. Dabei wird sowohl erörtert, ob der Abschlussprüfer einer spezialgesetzlichen Prospekthaftung nach den §§ 21 ff. WpPG unterliegt, als auch ob er subsidiär auf Grundlage der allgemein-zivilrechtlichen Prospekthaftung in Anspruch genommen werden kann. Beide Fragen werden *de lege lata* verneint. Anschließend wird auf die insoweit geführte rechtspolitische Diskussion eingegangen, in der überwiegend gefordert wird, den Abschlussprüfer *de lege ferenda* in die Prospekthaftung einzubeziehen. Aus ökonomischer Sicht könnte eine der Höhe nach begrenzte Prospekthaftung des Abschlussprüfers einen vertretbaren Regelungskompromiss darstellen, weil dadurch der besonderen Situation des Abschlussprüfers Rechnung getragen werden würde: Dem Abschlussprüfer kommt im Hinblick auf die Jahresabschlussangaben des Emittenten zwar die Funktion eines *gatekeeper* zu, er wird aber der eigentlichen Prospekterstellung vorgelagert zu einem Zeitpunkt tätig, in dem das Ob und Wie eines späteren öffentlichen Angebots bzw. einer späteren Börsenzulassung häufig noch unbekannt ist. Weil mit einer der Höhe nach begrenzten Prospekthaftung angesichts der am Kapitalmarkt bestehenden Vielzahl geschädigter Anleger aber auch rechtspraktische Folgeprobleme verbunden sind, ist es aus ökonomischer Sicht letztlich ebenfalls vertretbar, wenn sich der Gesetzgeber entscheiden würde, die *de lege lata* bestehende Rechtslage aufrecht zu erhalten und den Abschlussprüfer für den Bestätigungsvermerk keiner Prospekthaftung nach den §§ 21 ff. WpPG zu unterziehen.

c. Kausalität

Im Hinblick auf die Regelung des § 23 Abs. 2 Nr. 1 WpPG wird dargelegt, dass es nach überwiegender Auffassung für den Prospekthaftungsanspruch keine Voraussetzung ist, dass ein Anleger den Prospekt vor dem Erwerb positiv gekannt und gelesen hat. Ausreichend ist vielmehr, dass der Prospekt die Anlageentscheidung des Anlegers mittelbar durch eine am Markt erzeugte Anlagestimmung beeinflusst hat. Ein solches Konzept mittelbarer Kausalität ist aus ökonomischer Perspektive sinnvoll, weil auf diese Weise vermieden wird, dass auch Privatanleger die Prospekte umfassend zu analysieren haben, und die Auswertung von Prospekten vielmehr – was aus informationsökonomischer Sicht als vorteilhaft zu erachten ist – auf fachkundige Anleger beschränkt bleibt.

Im Hinblick auf die Regelung des § 23 Abs. 2 Nr. 2 WpPG, wonach der Prospektfehler zu einer Minderung des Börsenpreises beigetragen haben muss, wird aufgezeigt, dass hierdurch – anders als bei der allgemein-zivilrechtlichen Prospekthaftung – der Ersatz des rein immateriellen Vertragsabschlussscha-

dens ausgeschlossen wird. Darin ist eine ökonomisch sinnvolle Vereinfachungsregel zu erblicken, zumal Anleger am Kapitalmarkt in der Regel gerade das materielle Ziel verfolgen, eine möglichst hohe Rendite zu erzielen, und immaterielle Ziele dagegen in den Hintergrund treten.

d. Verschulden

Für die kapitalmarktrechtliche Prospekthaftung gilt *de lege lata* der vergleichsweise milde Verschuldensmaßstab der groben Fahrlässigkeit. In rechtspolitischer Hinsicht wird *de lege ferenda* teilweise eine Herabsetzung auf einfache Fahrlässigkeit gefordert, nach überwiegender Auffassung im Ergebnis jedoch eine Beibehaltung des Maßstabs der groben Fahrlässigkeit befürwortet. Aus ökonomischer Perspektive spricht sich die Arbeit für eine Verschärfung auf einfache Fahrlässigkeit aus, wobei die geforderten Sorgfaltsanforderungen aufgrund der begrifflichen Unschärfe jedoch nicht überspannt werden dürfen. Mit dem Verschuldensmaßstab wird die bei der Prospekterstellung an den Tag zu legende Sorgfalt gesteuert. In Anlehnung an das bekannte *Learned Hand*-Kriterium sollten dafür diejenigen Sorgfaltsmaßnahmen gefordert werden, deren Kosten geringer sind als die erzielbare Allokationsverbesserung, was sich besser in das Konzept der einfachen Fahrlässigkeit integrieren lässt.

Im Anschluss wird das Mitverschulden des Anlegers betrachtet und festgestellt, dass die derzeitige Regelung, wonach ein Mitverschulden nur bei positiver Kenntnis des Prospektfehlers, nicht aber bei fahrlässiger Unkenntnis gegeben ist, aus ökonomischer Sicht sinnvoll ist. Ein Mitverschulden bereits bei fahrlässiger Unkenntnis, wie es in der Ursprungsfassung der Prospekthaftung im BörsG von 1896 vorgesehen war, würde den Anleger hingegen zu einer eigenständigen Prospektprüfung veranlassen und ihn damit erneut der Informationsasymmetrie aussetzen, welche durch die Prospekthaftung gerade überwunden werden soll. Eine teilweise ebenfalls befürwortete Obliegenheit des Anlegers zur frühzeitigen Veräußerung der Wertpapiere nach Bekanntwerden eines Prospektfehlers ist hingegen abzulehnen, weil dadurch der von einem Prospektfehler ausgehende Allokationsschaden nicht mehr verringert, sondern lediglich noch auf unterschiedliche Anleger verteilt werden kann.

e. Haftungsumfang

Im Falle eines Prospektfehlers kann der Anleger *de lege lata* von jedem Prospektverantwortlichen die Übernahme der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises bzw. bei einer zwischenzeitlichen Weiterveräußerung den Differenzbetrag zwischen Erwerbs- und Veräußerungspreis verlangen. Aus ökonomischer Perspektive entwickelt die Arbeit ein Haftungssystem, das hinsichtlich des Haftungsumfangs zwischen dem Emittenten einerseits und den übrigen Prospektverantwortlichen andererseits unterscheidet. Der Emittent nimmt mittels des Prospekts Kapital auf, das er im Falle eines Prospektfehlers wieder herauszugeben hat, so dass für ihn der derzeit vorgesehene, weite Haftungsumfang sinnvoll ist. Für die übrigen Prospektverantwortlichen, die kein Kapital aufnehmen, sollte der Haftungsumfang *de lege ferenda* auf die tatsächlich auf dem Prospektfehler beruhenden Schäden reduziert werden. Von ihnen sollte lediglich der Unterschiedsbetrag zwischen dem Erwerbspreis und dem durchschnittlichen

Börsenpreis während der ersten dreißig Tage nach dem öffentlichen Bekanntwerden des Prospektfehlers verlangt werden können. Anders als nach bisherigem Verständnis sollte hingegen von allen Haftungsadressaten auch ein entgangener Gewinn zu ersetzen sein.

f. Prozessuale Durchsetzung

Abschließend erfolgt eine Darstellung dazu, wie Prospekthaftungsansprüche nach den allgemeinen Vorschriften der ZPO und den darauf aufbauenden Vorschriften des KapMuG prozessual durchzusetzen sind. In ökonomischer Hinsicht stellt die durch das KapMuG geschaffene Möglichkeit der Klagebündelung eine sinnvolle Regelung dar. Das Prozessrecht hat insbesondere die Aufgabe, die Transaktionskosten der Durchsetzung des materiellen Rechts möglichst gering zu halten, weil andernfalls die Wirkungen des materiellen Rechts reduziert oder gar ausgehebelt werden könnten. Die Bündelung zentraler Verfahrensschritte in einem Musterverfahren hebt die Redundanzen paralleler Einzelverfahren auf und senkt damit insgesamt die Transaktionskosten der Rechtsverfolgung, was im vorliegenden Kontext aufgrund der typischerweise auftretenden Streuschäden von besonderer Bedeutung ist.

5. Gesamtergebnis

Die Arbeit kommt zu dem Gesamtergebnis, dass die geltenden Vorschriften der Prospekthaftung in den §§ 21 ff. WpPG in der von Rechtsprechung und Schrifttum angewandten Form in vielen Bereichen mit ökonomischen Wertungen übereinstimmen und durchaus darauf ausgerichtet sind, das Anlagekapital einer möglichst effizienten Allokation zuzuführen. In einigen Bereichen hat sich jedoch die Notwendigkeit für eine Neugestaltung und ein Umdenken gezeigt. Hierbei sollten die ökonomischen Wirkungen der einzelnen Regelungen stärker als zuvor berücksichtigt werden. Teilweise ist eine solche Neuausrichtung bereits *de lege lata* im Wege einer an Sinn und Zweck orientierten Auslegung möglich, teilweise wird aber auch der Gesetzgeber *de lege ferenda* Änderungen vornehmen müssen.
