

Haftung für fehlerhaften Prospekt aus § 13 VerkProspG a. F.

Maßgeblicher Empfängerhorizont bei der Beurteilung der Unrichtigkeit eines Prospekts

Rechtsanwältin Dr. Alexandra Zech und Rechtsanwalt Bernd Hanowski*

I. Einleitung

Mit Urteil vom 18. 9. 2012¹ hat der *BGH* für die spezialgesetzliche Prospekthaftung aus § 13 I 1 VerkProspG a. F. i. V. mit § 44 I 1 Nr. 2 BörsG a. F. die Rechtsprechung zum maßgeblichen Empfängerhorizont bei Verkaufsprospekten insofern modifiziert, als nunmehr auf das Verständnis des mit dem jeweiligen Prospekt angesprochenen Adressatenkreises abzustellen ist und nicht mehr auf den typisierten durchschnittlichen Anleger, auf den es künftig nur noch bei Börsenzulassungsprospekten ankommen soll. Ist Adressat des Prospekts ein börsenunerfahrenes Publikum, sei vielmehr auf den Empfängerhorizont eines durchschnittlichen (Klein-)Anlegers abzustellen, der sich allein anhand des Prospekts über die Kapitalanlage informiert und über keinerlei Spezialkenntnisse verfügt. In den weiteren Leitsätzen wurden die in den Prospekt aufzunehmenden Angaben bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen konkretisiert und bestätigt, dass Konzernmuttergesellschaften als Prospektveranlasser aus Prospekthaftung in Anspruch genommen werden können.

II. Entscheidungsgründe im Einzelnen und Bedeutung für die Praxis

Der Kläger hatte wiederholt in Inhaberschuldverschreibungen der mittlerweile insolventen Wohnungsbaugesellschaft Leipzig-West AG investiert. Die streitgegenständliche Inhaberschuldverschreibung wurde mit einem Verkaufsprospekt beworben. In dem Verkaufsprospekt wurde der mit dem beklagten Mehrheitsaktionär bestehende Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag erwähnt. Die Risikofaktoren ent

Zech, Hanowski: Haftung für fehlerhaften Prospekt aus § 13 VerkProspG a. F. (NJW 2013, 510)

511 ▲



hielten aber nur die Beschreibung des Totalverlusttrisikos im Fall der Insolvenz, ohne auf die Möglichkeit der Erteilung negativer Weisungen durch den Mehrheitsaktionär und die damit verbundene erhöhte Gefahr für die Rückzahlung der Anlegergelder auf Grund des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags hinzuweisen. Mit der Klage forderte der klagende Anleger die Rückzahlung der Inhaberschuldverschreibung Zug um Zug gegen Herausgabe der Wertpapiere. Das erstinstanzliche Urteil² hatte die Klage durch Teilurteil abgewiesen, da eine nähere Darstellung zu dem Beherrschungsvertrag nicht geboten gewesen sei, weil der durchschnittliche Anleger verstehe, was ein solcher bedeute. In der Berufung vor dem *OLG Frankfurt a. M.*³ wurde der Klage dagegen größtenteils stattgegeben, da für den durchschnittlichen Anleger der allgemein gehaltene Hinweis auf das Totalverlustrisiko nicht ausreiche, um das besondere Risiko aus dem Unternehmensvertrag zu erfassen.

Auf den der Entscheidung zu Grunde liegenden Sachverhalt kamen § 13 VerkProspG in der vom 1. 7. 2002 bis zum 30. 6. 2005 geltenden Fassung und § 44 I 1 Nr. 2 BörsG in der vom 1. 7. 2002 bis zum 31. 10. 2007 geltenden Fassung zur Anwendung.

1. Die Entscheidung: Maßgeblicher Empfängerhorizont

Da der Prospekt für den Anleger häufig die einzige und regelmäßig die wichtigste Informationsquelle für die Anlageentscheidung ist⁴, wird das Vertrauen des Anlegers in die Vollständigkeit und Richtigkeit der Prospektangaben vom Gesetzgeber und der Rechtsprechung geschützt. Der Prospekt richtet sich als Verkaufs- und Informationsmaterial an den interessierten Anleger, so dass die Auslegung einer Prospektaussage nach allgemeinen Grundsätzen erfolgt, nämlich wie der Prospektleser die Angaben des Prospektverfassers unter Berücksichtigung der Umstände nach Treu und Glauben auffassen durfte.

Ob ein Prospekt unter diesem Blickwinkel unrichtig oder unvollständig ist, hängt dabei maßgeblich von der Frage ab, welche Vorkenntnisse beim Anleger vorausgesetzt werden können. Die Ansichten, die zum maßgeblichen Empfängerhorizont vertreten werden, reichen vom unerfahrenen Publikum⁵ bis zum kundigen Leser⁶. Der *BGH* hat seit einer Entscheidung des *II. Senats* aus dem Jahre 1982 auf den durchschnittlichen Anleger abgestellt, der „zwar eine Bilanz zu lesen versteht, der aber nicht unbedingt mit der in eingeweihten Kreisen gebräuchlichen Schlüsselsprache vertraut zu sein braucht⁷“.

Ein durchschnittlicher Anleger, der eine Bilanz nicht zu lesen in der Lage ist, wird vom *OLG Frankfurt a. M.* folgerichtig auf die Inanspruchnahme sachkundiger Hilfe von dritter Seite verwiesen⁸.

In seiner Entscheidung aus September 2012 differenziert der *BGH* im Hinblick auf den maßgeblichen Empfängerhorizont nun zwischen Börsenzulassungs- und reinen Verkaufsprospekten für das Angebot von Wertpapieren. Für Börsenzulassungsprospekte wiederholt und bestätigt der *BGH* die Kernsätze der Entscheidung aus dem Jahre 1982. Hintergrund der Differenzierung ist, dass der *BGH* bei einem Anleger, der sich für ein börsengehandeltes Produkt entscheidet, auch dessen Börsenkundigkeit unterstellt⁹. Bei Prospekten für Wertpapiere, die nicht an einer Börse gehandelt werden sollen, käme es dagegen auf das Verständnis der mit dem Prospekt angesprochenen Interessenten an¹⁰. In den Fällen, in denen sich der Emittent ausdrücklich auch an das unkundige und börsenunerfahrene Publikum wende, könne von dem durchschnittlich angesprochenen (Klein-)Anleger nicht erwartet werden, dass er eine Bilanz lesen kann. Der Empfängerhorizont würde sich daher in diesen Fällen nach den Fähigkeiten und Erkenntnismöglichkeiten eines durchschnittlichen (Klein-)Anlegers bestimmen, der sich allein anhand der Prospektangaben über die Kapitalanlage informiert und über keinerlei Spezialkenntnisse verfügt.

Im Folgenden soll kritisch hinterfragt werden, ob diese Differenzierung wirklich gerechtfertigt ist.

a) Analyse der Differenzierung des *BGH*

In der Praxis gingen nach alter Rechtslage auch bei Wertpapieren, die nach erfolgreichem Verkaufsangebot an einem regulierten Markt einer Wertpapierbörse zum Handel zugelassen werden sollten, Verkaufsangebote der späteren Börsenzulassung in aller Regel voraus. Für die Angebotsphase wurde also ein Verkaufsprospekt und für die zeitlich nachgelagerte Börsenzulassung ein Börsenzulassungsprospekt veröffentlicht. An die beiden Prospekte unterschiedliche Haftungsmaßstäbe anzulegen erscheint künstlich.

Gegen das Abstellen auf einen unkundigen (Klein-)Anleger, der keinerlei Spezialkenntnisse besitzt, spricht auch die gesetzgeberische Wertung. Der Verkaufsprospekt musste nach dem damals geltenden § 8 VerkProspV unter anderem den letzten offengelegten Jahresabschluss enthalten. Im Prospekt beschrieben werden mussten nur die wesentlichen Änderungen seit dem Stichtag des letzten offengelegten Jahresabschlusses bzw. Zwischenberichts (§ 8 III VerkProspV), d. h. die Verkaufsprospekt-Verordnung ging davon aus, dass ein Anleger den im Verkaufsprospekt enthaltenen Jahresabschluss lesen kann.

Das Abstellen auf einen unkundigen (Klein-)Anleger lässt zudem befürchten, dass die Wertpapierprospekte künftig mit „ausufernden Erläuterungen“¹¹ überfrachtet werden müssen, wenn einem Anleger zunächst ein Grundverständnis für bilanzielle Zusammenhänge vermittelt werden müsste, verfolgt doch die Rechtsprechung des *BGH* aus dem Jahre 1982 das berechtigte Anliegen, das Ausmaß der Erläuterungen im Prospekt (sinnvoll) zu begrenzen¹². Die Abweichung von der typisierenden Betrachtung der *BGH*-Entscheidung führt allerdings auch dazu, dass der Emittent bzw. Anbieter auf den anzuwendenden Haftungsmaßstab Einfluss nehmen kann, allein indem er den Prospekt an einen bestimmten Adressatenkreis richtet¹³. Vor diesem Hintergrund ist es eventuell für Emittenten sogar eine Überlegung, das Angebot ausdrücklich nicht an „unkundige (Klein-)Anleger“ zu adressieren.

Ohnehin ist fraglich, ob es überhaupt Aufgabe des Prospekts sein kann, bei den inhaltlichen Anforderungen nach Anlegerkreisen zu differenzieren oder ob dies nicht praktisch Unmögliches¹⁴ verlangt. Die Sondierung von Kapitalanlagen nach den individuellen Kenntnissen und Erfahrungen des jeweiligen Anlegers ist eine typische Aufgabe der Anlageberatung.

Zech, Hanowski: Haftung für fehlerhaften Prospekt aus § 13 VerkProspG a. F. (NJW 2013, 510)

512 ▲



Denn nach den Maßstäben der „anlegergerechten Beratung“ ist der Berater verpflichtet, bei einer Anlageempfehlung den Wissensstand des Anlegers über Anlagegeschäfte der vorgesehenen Art zu berücksichtigen. Zu berücksichtigen ist dabei insbesondere, ob es sich um einen erfahrenen Anleger mit einschlägigem Fachwissen handelt¹⁵. Auch aufsichtsrechtlich ist eine empfohlene Anlage nach § 31IV 2 WpHG nur dann „geeignet“, wenn der Kunde mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen die hieraus erwachsenden Anlagerisiken verstehen kann. Während diese Überprüfung der Geeignetheit einer Anlage nach den individuellen Kenntnissen des Anlegers in einem Beratungsgespräch ohne Weiteres überprüft oder abgefragt werden kann, ist dies dem Prospektersteller nicht möglich. Er kann in typisierter Betrachtungsweise nur auf den durchschnittlichen Anleger abstellen, bei dem aber unterstellt werden muss, dass er mit der gewählten Anlageklasse vertraut ist, sonst hätte er nicht in diese investiert. Anleger zu schützen, die an sich nicht für solch ein Investment geeignet sind, ist und kann nur Aufgabe der Anlageberatung sein.

Um in dem streitgegenständlichen Fall im Ergebnis zu einer Haftung des Beklagten zu gelangen, wäre es zudem auch

gar nicht notwendig gewesen, von der typisierenden Betrachtung abzuweichen, wie man an der Entscheidung der Vorinstanz sehen kann, die ohne Weiteres auch einen Prospektfehler unter Heranziehung des Empfängerhorizonts eines durchschnittlichen Anlegers bejaht hat. Es ging dem *BGH* daher zweifellos um eine Neubewertung des maßgeblichen Empfängerhorizonts bei der spezialgesetzlichen Prospekthaftung hin zu einer für Verkaufsprospekte differenzierenden Betrachtung je nach dem angesprochenen Adressatenkreis.

b) Konsequenzen für die aktuelle Gesetzeslage

Seit Umsetzung der Prospektrichtlinie 2003/71/EG in das deutsche Recht ist für das öffentliche Angebot und die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt nach dem Wertpapierprospektgesetz (WpPG) seit dem 1. 7. 2005 ein Wertpapierprospekt zu erstellen, der für das öffentliche Angebot und/oder die Zulassung der Wertpapiere verwendet werden kann. § 1 I WpPG unterscheidet zwischen Prospekten für das öffentliche Angebot (ähnlich dem früheren Verkaufsprospekt) und Prospekten für die Zulassung von Wertpapieren (dem früheren Börsenzulassungsprospekt). Regulatorisch sind Angebots- und Zulassungsprospekte damit unter einem Gesetz zusammengefasst worden. Ferner wurden auch die zuvor im Börsengesetz und im Verkaufsprospektgesetz angesiedelten Haftungsvorschriften für fehlerhafte und fehlende Prospekte zum 1. 6. 2012 in das WpPG (§§ 21 ff. WpPG) integriert.

Auch wenn nun unter einem Gesetzesdach zusammengefasst gibt es die Unterscheidung zwischen Prospekten für das öffentliche Angebot und solchen für die Zulassung nach wie vor. Ebenso stellt sich die Frage nach dem maßgeblichen Empfängerhorizont im Rahmen von §§ 21 ff. WpPG weiterhin. Vor diesem Hintergrund ließen sich die unterschiedlichen Auslegungsmaßstäbe des *BGH* auch auf die aktuelle Gesetzeslage übertragen. Dies gilt natürlich auch für die hier bereits zur alten Rechtslage aufgeführten Kritikpunkte. Im Hinblick auf die aktuelle Gesetzeslage verstärken sich die Argumente sogar. Vor dem Hintergrund der geltenden Regelungen und insbesondere der sich weiter entwickelnden Praxis schiene eine Unterscheidung heute noch künstlicher.

So ergeben sich schon durch die gesetzliche Neuordnung höhere Anforderungen an die Kenntnisse und Fähigkeiten des Anlegers. Die gesetzgeberische Wertung geht in dem seit dem 1. 7. 2005 geltenden § 19 WpPG und Art. 20.1 Anh. I bzw. Art. 13.1 Anh. IV der Prospektverordnung (EG) Nr. 809/2004 noch einen Schritt weiter als die frühere Gesetzeslage, welche der *BGH*-Entscheidung zu Grunde lag. In den vorgenannten Normen unterstellt der Gesetzgeber, dass der Anleger auch Prospekte in englischer Sprache (mit lediglich deutschsprachiger Zusammenfassung) und Abschlüsse nach IFRS oder einem gleichwertigen internationalen Rechnungslegungsstandard wie beispielsweise US GAAP lesen kann. Diese gesetzgeberische Annahme gilt für beide Prospektalternativen des § 1 I WpPG, weshalb unterschiedliche Maßstäbe an die Vorkenntnisse des Anlegers nur schwer nachvollziehbar wären.

Zudem würde eine differenzierende Rechtsprechung der aktuellen Praxis nicht gerecht werden, da reine Börsenzulassungsprospekte kaum noch erstellt werden. Entweder plant der Emittent tatsächlich eine Wertpapierplatzierung im Vorfeld der Zulassung oder es empfiehlt sich, rein vorsorglich – auf Grund der weiten Definition des öffentlichen Angebots und der vom Emittenten geplanten Marketingmaßnahmen – ein öffentliches Angebot im Wertpapierprospekt vorzusehen.

Ferner entspräche die Annahme, dass Prospekte für das öffentliche Angebot sich an börsenunkundige und Zulassungsprospekte an börsenkundige Anleger richten, jedenfalls nicht mehr den heutigen Gegebenheiten. So gibt es Anlageprodukte, die zwar über die Börse erworben und gehandelt werden können, aber keines Zulassungsprospekts bedürfen, wie die Freiverkehrssegmente verdeutlichen. Bei den Freiverkehrssegmenten der Börsen handelt es sich nicht um regulierte Märkte, so dass kein Wertpapierprospekt „für die Zulassung“ erforderlich ist. Es erfolgt vielmehr eine Einbeziehung in den Handel, für die die jeweilige Börse eigene Voraussetzungen aufstellen kann. So setzt die Einbeziehung etwa in den Entry Standard für Bonds der Frankfurter Wertpapierbörse die Vorlage eines gebilligten Wertpapierprospekts für das öffentliche Angebot der Wertpapiere voraus. Beworben werden diese Corporate Bonds über die Internetportale der Börsen und durch etwaige weitere Werbemaßnahmen des Emittenten. Wie börsenzugelassene Wertpapiere werden diese Produkte an der Börse gehandelt und unterliegen Marktschwankungen. Obwohl diese Produkte also keine Börsenzulassungsprospekte voraussetzen, erfordern sie ebenso die Börsenkundigkeit des Anlegers. Eine reine Unterscheidung des maßgeblichen Empfängerhorizonts nach Prospekttypen scheint daher nur wenig sinnvoll zu sein. Und auch die Unterscheidung, ob sich ein Prospekt an einen kundigen oder unkundigen Anleger richtet, dürfte in der Praxis einige Schwierigkeiten bereiten.

Der Praxis ist vor dem Hintergrund der Rechtsprechung aber zu empfehlen, die vom *BGH* aufgestellten Maßstäbe zur alten Gesetzeslage bei Prospekten für das öffentliche Angebot bis zu einer endgültigen Klärung auch für die aktuelle Gesetzeslage zu berücksichtigen. Wendet sich der Emittent ausdrücklich an das unkundige und börsenerfahrene Publikum, sollte daher rein vorsorglich der Prospekt daher auch für einen durchschnittlichen (Klein-)Anleger verständlich gefasst sein – auch wenn dies noch umfangreichere Prospekte erfordert.

2. Die Entscheidung: Prospektveranlasser

Hinsichtlich der Ausführungen zur Prospektverantwortlichkeit greift der *BGH* dagegen auf gefestigte Grundsätze zurück. Im konkreten Fall ging es um die Prospektverantwortlichkeit des Mehrheitsaktionärs als Prospektveranlasser. Der

Zech, Hanowski: Haftung für fehlerhaften Prospekt aus § 13 VerkProspG a. F. (NJW 2013, 510)

513 ▲

BGH bestätigt, dass zu den Prospektverantwortlichen diejenigen Personen zählen, die ein eigenes wirtschaftliches Interesse an der Emission der Wertpapiere haben und darauf hinwirken, dass ein unrichtiger oder unvollständiger Prospekt veröffentlicht wird. Im Einklang mit der bereits geltenden so genannten Hintermannhaftung können die gesellschaftsrechtliche Funktion des Hintermanns sowie dessen wirtschaftliches Eigeninteresse für die Einflussnahme auf die Konzeption sprechen. Beides hielt der *BGH* in dem entschiedenen Fall hinsichtlich des Mehrheitsaktionärs zutreffend für gegeben, da dieser mit 74 % des Stammkapitals an der Prospekt herausgebenden Gesellschaft beteiligt war und als Begünstigter aus einem Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag ein erhebliches wirtschaftliches Eigeninteresse an der Emission verfolgte.

III. Fazit

Die Entscheidung des *BGH* setzt die Reihe anlegerfreundlicher Entscheidungen im Rahmen der Kapitalmarktinformativhaftung fort, die in den letzten Jahren zunehmend zu beobachten waren. Als Konsequenz dieser konkreten Entscheidung dürften Klagen von Anlegern aus spezialgesetzlicher Prospekthaftung deutlich häufiger werden, da es einfacher geworden zu sein scheint, die Unvollständigkeit oder Fehlerhaftigkeit des Prospekts aus der Sicht des unkundigen (Klein-)Anlegers zu behaupten. Es bleibt allerdings zu hoffen, dass die Rechtsprechung die geänderten rechtlichen Rahmenbedingungen seit 2005 zum Anlass nimmt, eine Übertragung der neu aufgestellten Grundsätze auf die aktuelle Gesetzeslage kritisch zu überprüfen.

* Die Autorin ist Counsel, der Autor ist Partner der Rechtsanwaltskanzlei *Salans LLP* in Frankfurt a. M. – Besprechung von *BGH*, Urt. v. 18. 9. 2012 – XI ZR 344/11, NZG 2012, 1262 = NJW 2013, 539 L (unter Nr. 11 in diesem Heft).

- 1 *BGH*, NZG 2012, 1262.
- 2 LG Frankfurt a. M., Urt. v. 12. 3. 2010 – 3-15 O 88/09.
- 3 *OLG Frankfurt a. M.*, NZG 2011, 1158.
- 4 *BGH*, NJW 1992, 228 (229); NJW 2005, 3208 (3210).
- 5 *Ehricke*, DB 1980, 2429 (2432).
- 6 *LG Düsseldorf*, WM 1981, 102 (106).
- 7 *BGH*, NJW 1982, 2823 (2824).
- 8 *OLG Frankfurt a. M.*, NJOZ 2004, 3242 = AG 2004, 510 (512).
- 9 *BGH*, NJW 2012, 1800 = NZG 2012, 263 (267).
- 10 *BGH*, NZG 2012, 1262 Rdnr. 25.
- 11 *OLG Frankfurt a. M.*, NJOZ 2004, 3242 = AG 2004, 510 (512).
- 12 *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. d. Kapitalmarktinformativ, 2008, § 28 Rdnr. 15.
- 13 *OLG Frankfurt a. M.*, NZG 2012, 747.
- 14 *So Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. d. KapitalanlageR, 3. Aufl. (2007), § 6 Rdnr. 85.
- 15 *BGH*, NJW 1993, 2433 (2433).