



Matthias Murr (Autor)

**Prospekthaftungsverhältnisse bei Wertpapieremissionen unter Berücksichtigung des neuen europäischen Prospektrechts**



<https://cuvillier.de/de/shop/publications/8449>

Copyright:

Cuvillier Verlag, Inhaberin Annette Jentzsch-Cuvillier, Nonnenstieg 8, 37075 Göttingen, Germany

Telefon: +49 (0)551 54724-0, E-Mail: [info@cuvillier.de](mailto:info@cuvillier.de), Website: <https://cuvillier.de>

## A. Einleitung

Diese Arbeit beschäftigt sich mit den möglichen zivilrechtlichen<sup>1</sup> Prospekthaftungsverhältnissen bei Wertpapieremissionen. Sie unterscheidet zwischen der spezialgesetzlichen Prospekthaftung nach dem Wertpapierprospektgesetz<sup>2</sup> („WpPG“<sup>3</sup>) und der seitens der Rechtsprechung entwickelten bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung<sup>4</sup>.

Die in den §§ 20 ff. Vermögensanlagengesetz („VermAnlG“<sup>5</sup>) geregelten Prospekthaftungstatbestände für Prospekte, mit denen Vermögensanlagen<sup>6</sup> beworben werden, sowie der in § 306 Kapitalanlagegesetzbuch („KAGB“<sup>7</sup>) geregelte Prospekthaftungstatbestand für Prospekte, mit denen Anteile oder Aktien an dem Investmentvermögen eines Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren („OGAW“<sup>8</sup>) oder einem alternativen Investmentfond („AIF“<sup>9</sup>) beworben werden, sind hingegen nicht Gegenstand dieser Arbeit.

Die durch das am 21.07.2018 in Kraft getretene „Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze“<sup>10</sup> und das am 21.07.2019 in Kraft getretene „Gesetz zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen“<sup>11</sup> vorgenommenen Änderungen im WpPG sind in dieser Arbeit bereits berücksichtigt. Das durch das Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze zunächst in den §§ 22a, 23a und 24a WpPG neu eingefügte und durch das Gesetz zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen in die §§ 11, 13 und 15 WpPG verschobene Haftungsregime für Wertpapier-Informationsblätter ist jedoch nicht Gegenstand dieser Arbeit.

---

<sup>1</sup> Die durch die ProspektVO 2017 neu eingefügte Ausstattung der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden mit der Befugnis zur Verhängung von verwaltungsrechtlichen Sanktionen (vgl. Art. 38 ProspektVO 2017) ist nicht Gegenstand dieser Arbeit.

<sup>2</sup> Siehe hierzu unter B. I.

<sup>3</sup> Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist, BGBl S. 1698.

<sup>4</sup> Sie hierzu unter B. II.

<sup>5</sup> Gesetz über Vermögensanlagen, BGBl S. 2481.

<sup>6</sup> Eine Legaldefinition der „Vermögensanlage“ findet sich in § 1 Abs. 2 VermAnlG.

<sup>7</sup> Kapitalanlagegesetzbuch, BGBl S. 1981.

<sup>8</sup> Eine Legaldefinition erfährt der Begriff „OGAW“ in § 1 Abs. 2 KAGB.

<sup>9</sup> Der Begriff „AIF“ wird negativ definiert indem hierunter alle Investmentvermögen fallen, die keine OGAW sind, vgl. § 1 Abs. 3 KAGB.

<sup>10</sup> BGB I S. 1102.

<sup>11</sup> BGB I S. 1002 ff.



## **B. Die spezialgesetzliche Prospekthaftung nach dem WpPG und die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung**

### **I. Die spezialgesetzliche Prospekthaftung**

#### **1. Einleitung zur spezialgesetzlichen Prospekthaftung**

Sowohl ein öffentliches Angebot<sup>12</sup> als auch die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel<sup>13</sup> setzen nach Art. 3 Abs. 1 bzw. Art. 3 Abs. 3 ProspektVO 2017 die Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts voraus. Der den potentiellen Anlegern zur Verfügung gestellte Wertpapierprospekt stellt für diese in aller Regel die wichtigste Informationsquelle dar und dient als Grundlage der Anlagenentscheidung<sup>14</sup>. Er ersetzt die individuelle Aufklärung<sup>15</sup> seitens des Emittenten, Anbieters oder weiterer an dem Vertrieb beteiligter Personen<sup>16</sup>. Die Erstellung und Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts dient dazu, das Informationsgefälle zwischen dem Emittenten und potentiellen Anlegern auszugleichen<sup>17</sup>, indem dieser umfassend und vollständig über den Emittenten und die in Rede stehenden Wertpapiere informiert<sup>18</sup>. Um die Einhaltung der Informationspflichten, die dem Emittenten im Zuge der Prospekterstellung auferlegt werden, effizient durchzusetzen<sup>19</sup> und das Vertrauen der potentiellen Anleger in die Richtigkeit und Vollständigkeit der gemachten Angaben zu stärken, hat der Gesetzgeber die spezialgesetzliche Prospekthaftung entwickelt. Überdies soll die spezialgesetzliche Prospekthaftung dem Funktionsschutz des Kapitalmarkts dienen<sup>20</sup>, indem die mit ihr einhergehende Stärkung des Anlegervertrauens zu

---

<sup>12</sup> Siehe Näheres zum Begriff des öffentlichen Angebots unter B. I. 4. a) aa).

<sup>13</sup> Siehe Näheres zum Börsenzulassungsprospekt unter B. I. 3. a) aa).

<sup>14</sup> *BGH*, WM 1273, 1275; *BGH*, WM 2004, 1731, 1732.

<sup>15</sup> *BGH*, WM 1273, 1275.

<sup>16</sup> Assmann/Schütze/*Assmann/Kumpan*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 5 Rn. 2.

<sup>17</sup> Marsch-Barner/Schäfer/*Krämer/Gillessen*, Handbuch börsennotierte AG, § 10 Rn. 310; *Leuernig*, NJW 2012, 1905; Berrar/Meyer/Müller/Schnorbus/Singhof/Wolf/*Seiler/Singhof*, Frankfurter Kommentar WpPG und EU-ProspektVO, Vor §§ 21 ff. Rn. 1; BT-Drucks. 19/8005, S. 1.

<sup>18</sup> Berrar/Meyer/Müller/Schnorbus/Singhof/Wolf/*Seiler/Singhof*, Frankfurter Kommentar WpPG und EU-ProspektVO, Vor §§ 21 ff. Rn. 1.

<sup>19</sup> Berrar/Meyer/Müller/Schnorbus/Singhof/Wolf/*Seiler/Singhof*, Frankfurter Kommentar WpPG und EU-ProspektVO, Vor §§ 21 ff. Rn. 1.

<sup>20</sup> *Hopt*, WM 2013, 101, 102; Berrar/ Meyer/Müller/Schnorbus/Singhof/Wolf/*Seiler/Singhof*, Frankfurter Kommentar WpPG und EU-ProspektVO, Vor §§ 21 ff. Rn. 1; Assmann/Schütze/*Assmann/Kumpan*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 5 Rn. 2 f.

einer „Bewährung des Prospekts als Instrument der Kapitalmarktinformation“<sup>21</sup> und damit zur „effizienten Allokation von Kapital“<sup>22</sup> führt.

Die Rechtsnatur der spezialgesetzlichen Prospekthaftung war von jeher umstritten. So wurden zu der ehemals im BörsG<sup>23</sup> geregelten Prospekthaftung im Ergebnis drei verschiedene Ansätze vertreten. Eine Ansicht qualifizierte die spezialgesetzliche Prospekthaftung als individualvertragliche Haftung<sup>24</sup>. Eine andere Ansicht sah in der Pflicht zur Erstellung eines Prospekts eine deliktische Informationsverkehrssicherungspflicht mit der Folge, dass bei Verletzung dieser Pflicht die spezialgesetzliche Prospekthaftung als deliktischer bzw. deliktisähnlicher Haftungstatbestand zur Anwendung gelange<sup>25</sup>. Eine dritte Ansicht sah die spezialgesetzliche Prospekthaftung als eine von Gesetzes wegen zur Anwendung gelangende Vertrauenshaftung an<sup>26</sup>. Der zuletzt genannten Ansicht hat sich auch der BGH in seiner aufsehenerregenden Entscheidung zum dritten Börsengang der Telekom („Telekom/KfW-Urteil“)<sup>27</sup> angeschlossen, indem er die spezialgesetzliche Prospekthaftung explizit als „Vertrauenshaftung“ bezeichnet<sup>28</sup>. In Anlehnung an dieses Urteil entspricht es mittlerweile der wohl herrschenden Meinung, dass das heute im WpPG geregelte spezialgesetzliche Prospekthaftungsregime<sup>29</sup> eine kraft Gesetzes eintretende Vertrauenshaftung darstellt<sup>30</sup>. Die Gegenansicht hingegen qualifiziert die spezialgesetzliche Prospekthaftung des WpPG auch heute noch als deliktischen Haftungstatbestand<sup>31</sup>.

<sup>21</sup> Assmann/Schütze/*Assmann/Kumpan*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 5 Rn. 2.

<sup>22</sup> Assmann/Schütze/*Assmann/Kumpan*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 5 Rn. 2. Unter effektiver Allokation versteht man das „Zuordnen begrenzter Ressourcen zu potentiellen Verwendern“; vgl. <http://www.gevestor.de/details/effiziente-allokation-was-bedeutet-das-658971.html>.

<sup>23</sup> Die börsengesetzliche Prospekthaftung war in den §§ 44 ff. BörsG geregelt.

<sup>24</sup> *Köndgen*, AG 1983, 85, 91.

<sup>25</sup> Assmann/Schütze/*Assmann/Kumpan*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Auflage 2007, § 6 Rn. 28; *Bischof*, AG 2002, 489, 491; v. *Bar*, ZGR 1983, 496 ff.

<sup>26</sup> Schwark Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Auflage 2004, § 45 BörsG Rn. 7; Coing, WM 1980, 206, 211.

<sup>27</sup> *BGH*, NJW 2011, 2719.

<sup>28</sup> *BGH*, WM 2011, 1273, 1274.

<sup>29</sup> Die spezialgesetzlichen Prospekthaftungsnormen finden sich heute in den §§ 9 ff. WpPG.

<sup>30</sup> *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 9 WpPG Rn. 9; Berrar/Meyer/Müller/Schnorbus/Singhof/Wolf/Seiler/Singhof, Frankfurter Kommentar zum WpPG und EU-ProspektVO, Vor §§ 21 WpPG Rn. 1; *Fleischer/Thaten*, NZG 2011, 1081, 1082.

<sup>31</sup> Habersack/Mülbert/Schlitt/*Habersack*, Handbuch der Kapitalmarktinformation, § 28 Rn. 3; Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb/*Assmann*, WpPG/VermAnlG, Vor §§ 21-25 Rn WpPG Rn. 30; *Schroeder*, Der persönliche Anwendungsbereich der Prospekthaftung nach dem WpPG und dem VermAnlG, S. 6.

## 2. Historische und zukünftige Entwicklung der spezialgesetzlichen Prospekthaftung

Die spezialgesetzliche Prospekthaftung in Form der börsengesetzlichen Prospekthaftung kann auf eine lange Historie zurückschauen. So enthielt bereits das Börsengesetz („*BörsG*“<sup>32</sup>) bei seinem Erlass im Jahre 1886 ein Prospekthaftungsregime<sup>33</sup>. Die erstmalige Implementierung einer gesetzlich geregelten Prospekthaftung war darauf zurückzuführen, dass sich mangels ausreichender Vorschriften zum Schutze der Anleger sowie einer nicht existenten einheitlichen Kontrolle des Börsenhandels ein starkes Misstrauen beim Anlegerpublikum gegenüber dem Börsenhandel entwickelt hatte<sup>34</sup>. Das börsengesetzliche Prospekthaftungsregime beschränkte sich jedoch zunächst nur auf eine Haftung für fehlerhafte Börsenzulassungsprospekte<sup>35</sup>. Für Wertpapiere, die nicht zum Börsenhandel zugelassen werden sollten, bestand hingegen zunächst keine Pflicht zur Erstellung eines Angebotsprospekts und dementsprechend auch kein kodifiziertes Prospekthaftungsregime<sup>36</sup>. Eine Haftung für freiwillig erstellte Angebotsprospekte konnte sich daher zunächst nur aus der von der Rechtsprechung in den Siebzigerjahren entwickelten bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung ergeben<sup>37</sup>. Eine Prospektpflicht für Wertpapiere, die nicht zum Börsenhandel zugelassen werden sollten (sogenannter „*Verkaufsprospekt*“<sup>38</sup>) und eine diese Pflicht flankierende Prospekthaftung wurde erst durch die Schaffung des Verkaufsprospektgesetzes („*VerkProspG*“<sup>39</sup>) vom 13.12.1990 eingeführt. Die Pflicht zur Erstellung von Verkaufsprospekten ergab sich aus § 1 VerkProspG und die Prospekthaftung für fehlerhafte Verkaufsprospekte aus § 13 VerkProspG, wobei letztere bis auf geringfügige Modifikationen<sup>40</sup> auf die börsengesetzliche Prospekthaftung nach den §§ 45 ff. BörsG verwies. Das VerkProspG normierte jedoch keine Prospektpflicht und Prospekthaftung für die Umplatzierung solcher Aktien, die bereits zum Börsenhandel zugelassen waren (sogenannte

<sup>32</sup> Börsengesetz, BGBl S. 2010.

<sup>33</sup> Dieser war in den §§ 45 BörsG a.F. normiert.

<sup>34</sup> Berrar/Meyer/Müller/Schnorbus/Singhof/Wolf/Seiler/Singhof, Frankfurter Kommentar zum WpPG und EU-ProspektVO, vor §§ 21 WpPG Rn. 3.

<sup>35</sup> Siehe hierzu auch Assmann/Schlitt/ von Kopp-Colomb/Assmann, WpPG/VermAnlG, Vor §§ 21-25 Rn WpPG Rn. 1.

<sup>36</sup> Assmann/Schlitt/ von Kopp-Colomb/Assmann, WpPG/VermAnlG, Vor §§ 21-25 Rn WpPG Rn. 14.

<sup>37</sup> Siehe zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung näheres unter B. II.

<sup>38</sup> Der noch im VerkProspG verwendete Terminus „*Verkaufsprospekt*“ wird heute nicht mehr verwendet. Vielmehr spricht die Literatur im Falle eines Prospekts nach Art. 3 Abs. 1 ProspektVO 2017 von einem sogenannten „*Angebotsprospekt*“, vgl. bspw. Assmann/Schlitt/ von Kopp-Colomb/von Kopp-Colomb/Mollner, WpPG/VermAnlG, § 3 Rn WpPG Rn. 59.

<sup>39</sup> Gesetz über Wertpapier-Verkaufsprospekte und zur Änderung von Vorschriften über Wertpapiere, BGBl. I S. 2749.

<sup>40</sup> Assmann/Schlitt/ von Kopp-Colomb/Assmann, WpPG/VermAnlG, Vor §§ 21-25 Rn WpPG Rn. 14.

„öffentliche Sekundärplatzierungen“<sup>41</sup> bzw. „secondary offering“<sup>42</sup>). Zudem enthielt das VerkProspG zu diesem Zeitpunkt noch keinen Haftungstatbestand bei fehlender Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts.

Trotz zahlreicher Novellierungen des BörsG blieb das dort normierte Prospekthaftungsregime für Börsenzulassungsprospekte 90 Jahre lang unverändert<sup>43</sup> und verlor mit der Zeit mehr und mehr an Bedeutung<sup>44</sup>.

Eine erste einschneidende Veränderung erfuhr das börsengesetzliche Prospekthaftungsregime sodann im Jahre 1998 durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz vom 24.04.1998<sup>45</sup>. So wurden die Prospekthaftungsvorschriften des §§ 45, 46 BörsG a.F. in die §§ 44, 45 BörsG verschoben und zugunsten des Anlegerpublikums dahingehend geändert, dass das Verschulden der Prospektverantwortlichen fortan gem. § 45 Abs. 1 BörsG a.F.<sup>46</sup> sowie die haftungsbegründende Kausalität nach § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG a.F.<sup>47</sup> für einen Zeitraum von sechs Monaten widerlegbar vermutet wurde. Diese bedeutenden Veränderungen wirkten sich auf Grund der oben genannten Verweisung in § 13 VerkProspG auch auf die dort normierte Prospekthaftung für Angebotsprospekte aus.

Mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz („AnSVG“<sup>48</sup>) vom 28.10.2004 erweiterte der Gesetzgeber das Prospekthaftungsregime des VerkProspG schließlich um eine Haftung bei fehlendem Prospekt, vgl. § 13a VerkProspG a.F. sowie eine Prospektspflicht und -haftung für gewisse nicht in Wertpapieren verbriefte Anlagen.

Lediglich sechs Monate nach der Änderung des VerkProspG durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz erfolgte bereits eine weitere tiefgreifende Reform des Prospektrechts. Bedingt durch die Prospektrichtlinie vom 04.11.2003<sup>49</sup> schuf der deutsche

<sup>41</sup> Schwark/Zimmer/Heidelbach, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage 2010, § 13 VerkProspG Rn. 8; Schütt/Schäfer, AG 2005, 498, 510. Für die im Rahmen von öffentlichen Sekundärplatzierungen freiwillig erstellten Prospekte konnte daher lediglich die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung zur Anwendung gelangen.

<sup>42</sup> Assmann/Schütze/Assmann, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Auflage 2007, § 6 Rn. 59.

<sup>43</sup> Hierzu auch Holzborn/Wackerbarth, WpPG, §§ 21 – 23 Rn. 4.

<sup>44</sup> Berrar/Meyer/Müller/Schnorbus/Singhof/Wolf/Seiler/Singhof, Frankfurter Kommentar zum WpPG und EU-ProspektVO, Vor §§ 21 ff. WpPG Rn. 4.

<sup>45</sup> Gesetz zur weiteren Entwicklung des Finanzplatzes Deutschland, BGBI. I S. 529 ff.

<sup>46</sup> Die widerlegbare Verschuldensvermutung findet sich nunmehr in Art. 12 Abs. 1 ProspektVO 2017 wieder.

<sup>47</sup> Die Vermutung der haftungsbegründenden Kausalität ist mittlerweile in Art. 12 Abs. 2 Nr. 1 ProspektVO 2017 geregelt.

<sup>48</sup> Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, BGBI. I S. 2630 ff.

<sup>49</sup> Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 04. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. L 345/64.

Gesetzgeber im Zuge des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 22.06.2005<sup>50</sup> das WpPG. Dieses vereinte nunmehr die Regelungen des BörsG sowie die des VerkProspG über die Erstellung, die Billigung und Veröffentlichung von Wertpapierprospekten in einem neuen Gesetz. Lediglich die Prospektpflicht nach § 8 f Abs. 1 S. 1 VerkProspG für gewisse „*im Inland öffentlich angebotene nicht in Wertpapieren verbriefte Anteile*“ verblieb im VerkProspG. Zudem normierte das WpPG in Deutschland erstmals auch eine Prospektpflicht für öffentliche Sekundärplatzierungen. Dies ergab sich daraus, dass der Wortlaut des § 3 Abs. 1 WpPG a.F. – anders als noch der des § 1 VerkProspG – eine Prospektpflicht für alle öffentlichen Angebote von Wertpapieren, unabhängig davon ob diese zum Börsenhandel zugelassen sind oder nicht, statuierte<sup>51</sup>.

Da die Prospektrichtlinie die Regelung der Prospekthaftung den Mitgliedstaaten überließ, enthielt das Prospektrichtlinien-Umsetzungsgesetz und damit auch das WpPG keinerlei Regelungen zur Prospekthaftung. Vielmehr richtete sich diese weiterhin – trotz eines fehlenden Verweises hierauf – nach den §§ 44 ff. BörsG bzw. §§ 13 f. VerkProspG<sup>52</sup>. Aufgrund der Anwendung der Prospekthaftungsregime des BörsG und des VerkProspG stellte sich nunmehr jedoch folgendes Problem: Das WpPG statuierte nunmehr – wie bereits oben dargestellt – eine Prospektpflicht für öffentliche Umplatzierungen bzgl. bereits börsennotierter Wertpapiere (öffentliche Sekundärplatzierung). Eine Haftung für derartige Prospekte ergab sich jedoch weder aus dem BörsG noch aus dem VerkProspG. Da eine sachliche Grundlage für diese Haftungsprivilegierung nicht ersichtlich war, ging die herrschende Meinung zu Recht davon aus, dass die „*teleologische Auslegung nach den Regelungszielen und der Vorstellung des Gesetzgebers*“<sup>53</sup> (teleologische Extension) dazu führe, dass auch derartige Prospekte der spezialgesetzlichen Prospekthaftung unterliegen<sup>54</sup>.

---

<sup>50</sup> Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 04. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, BGBI. I S. 1698 ff.

<sup>51</sup> *Groß*, Kapitalmarktrecht, 6. Auflage 2016, § 3 Rn. 2; *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81 f.; *Schäfer/Hamann/Hamann*, Kapitalmarktgesetze, § 3 WpPG Rn. 10.

<sup>52</sup> Siehe hierzu auch *Assmann/Schlitt/ von Kopp-Colomb/Assmann*, WpPG/VermAnlG, Vor §§ 21-25 Rn WpPG Rn. 17.

<sup>53</sup> *Schwark/Zimmer/Heidelbach*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage 2010, § 13 VerkProspG Rn. 8.

<sup>54</sup> *Assmann/Schütze/Assmann*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Auflage 2007, § 6 Rn. 59; *Holzborn/Wackerbarth*, WpPG, 1. Auflage 2008, §§ 44, 45 BörsG Rn. 20; *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498, 511; *Groß*, Kapitalmarktrecht, 4. Auflage 2009, § 13 VerkProspG Rn. 4; *Kuntz*, WM 2007, 432, 439.

Dabei wurde sowohl eine entsprechende Anwendung des börsengesetzlichen<sup>55</sup> als auch des verkaufsprospektgesetzlichen Prospekthaftungsregime<sup>56</sup> diskutiert.

Hinsichtlich der inhaltlichen Vorgaben für Wertpapierprospekte brachte die oben skizzierte Prospektrechtsreform bedeutende Änderungen mit sich. So wurden die bislang im BörsG bzw. dem VerkProspG und der Verkaufsprospekt-Verordnung geregelten inhaltlichen Vorgaben gestrichen und in der EU-ProspektVO neu geregelt.

Die zunächst im VerkProspG verbliebene Prospektpflicht für gewisse „*öffentlich angebotene nicht in Wertpapieren verbriefte Anteile*“ nach § 8 f Abs. 1 S. 1 VerkProspG wurde schließlich durch das Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts vom 06.12.2011<sup>57</sup> in das neu errichtete VermAnlG übertragen und das VerkProspG aufgehoben.

Die künstlich<sup>58</sup> anmutende gesetzliche Aufspaltung der Prospektpflicht im WpPG einerseits und die diese Pflicht flankierenden Prospekthaftungstatbestände in zwei weiteren Gesetzen, dem BörsG und dem VerkProspG, andererseits sollte jedoch nur bis in das Jahr 2012 fortgelten. Infolge heftiger Kritik an dieser systematisch wenig nachvollziehbaren Aufteilung und der damit einhergehenden Intransparenz des Prospektsrechts entschied sich der Gesetzgeber schließlich im Zuge des bereits erwähnten Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts vom 06.12.2011 dazu, die spezialgesetzliche Prospekthaftung für Wertpapierprospekte einheitlich in den §§ 21 ff. WpPG a.F. zu regeln. So wurden die zuvor im BörsG und dem VerkProspG verstreuten Prospekthaftungsvorschriften mit Wirkung zum 01.06.2012 systematisch überzeugend in den 6. Abschnitt des WpPG übernommen. Einschneidende inhaltliche/materielle Veränderungen der Prospekthaftungsnormen blieben dabei aus<sup>59</sup>, mit Ausnahme der Streichung der Sonderverjährungsvorschrift des § 46 BörsG. Nach dieser Norm verjährten Prospekthaftungsansprüche ein Jahr nach Kenntnis des Prospektfehlers und spätestens drei Jahre nach Prospektveröffentlichung. Aufgrund der ersatzlosen Streichung der Verjährungsvorschrift gilt für Prospekthaftungsansprüche nach dem WpPG nunmehr die

---

<sup>55</sup> Assmann/Schütze/Assmann, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Auflage 2007, § 6 Rn. 59; Schlitt/Schäfer, AG 2005, 498, 511; Holzborn/Israel, ZIP 2005, 1675.

<sup>56</sup> Groß, Kapitalmarktrecht, 4. Auflage 2009, § 13 VerkProspG Rn. 4; Schwark/Zimmer/Heidelberg, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage 2010, § 13 VerkProspG Rn. 8.

<sup>57</sup> Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts, BGBI. I. 2481.

<sup>58</sup> Begr. RegE, BT-Drucks. 17/6051, S. 46.

<sup>59</sup> Vgl. hierzu auch Berrar/Meyer/Müller/Schnorbus/Singhof/Wolf/Seiler/Singhof, Frankfurter Kommentar zum WpPG und EU-ProspektVO, Vor §§ 21 ff. WpPG Rn. 6 f.

regelmäßige Verjährungsfrist von 3 Jahren (vgl. § 195 BGB), die mit dem Schluss des Jahres zu Laufen beginnt, in dem der Anspruch entstanden ist (§ 199 Abs. 1 Nr. 1) und der Gläubiger von den den Anspruch begründenden Umständen und der Person des Schuldner Kenntnis erlangt oder ohne grobe Fahrlässigkeit erlangen müsste (§ 199 Abs. 1 Nr.2)<sup>60</sup>. Zudem wurde das oben erwähnte Problem, dass prospektpflichtige Umplatzierungen bereits börsenzugelassener Aktien (öffentliche Sekundärplatzierungen) dem Gesetzeswortlaut nach nicht der Prospekthaftung unterlagen, beseitigt, indem der in § 13 VerkProspG a.F. enthaltene Hinweis, dass die Wertpapiere nicht zum Börsenhandel zugelassen sein dürfen, in § 22 a.F. (heute § 10) WpPG nicht übernommen wurde. Die zuvor angewandte teleologische Extension wurde somit begrüßenswerter Weise überflüssig.

Neben der Prospekthaftung nach dem WpPG für in Wertpapieren verbrieften Anlagen ist die spezialgesetzliche Prospekthaftung nunmehr in den §§ 20 ff. VermAnlG für Vermögensanlagen<sup>61</sup> sowie in § 306 KAGB für Anteile oder Aktien an dem Investmentvermögen eines OGAW oder einem AIF nahezu vollumfänglich für alle Anlageprodukte geregelt. Aufgrund des weiten Anwendungsbereiches der spezialgesetzlichen Prospekthaftung<sup>62</sup> hat die von der Rechtsprechung mit Blick auf die am sogenannten „*grauen Kapitalmarkt*“<sup>63</sup> gehandelten Anlageprodukte entwickelte bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung<sup>64</sup>, ihre Bedeutung weitestgehend verloren<sup>65</sup>. Die früher durch die kodifizierte spezialgesetzliche Prospekthaftung einerseits sowie die in richterlicher Rechtsfortbildung<sup>66</sup> entwickelte bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung andererseits bestehende „Zweigeisigkeit“<sup>67</sup> der Prospekthaftung kann demnach heute als weitestgehend obsolet bezeichnet werden<sup>68</sup>.

<sup>60</sup> Siehe hierzu Näheres unter B. I. 3. i).

<sup>61</sup> Eine Legaldefinition der „Vermögensanlage“ findet sich in § 1 Abs. 2 VermAnlG.

<sup>62</sup> Insbesondere der Anwendungsbereich des KAGB (vgl. § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB) und damit auch der Anwendungsbereich des dort kodifizierten Prospekthaftungsregimes sind sehr weit gefasst, vgl. hierzu bspw. Assmann/Schlitt/ von Kopp-Colomb/Assmann, WpPG/VermAnlG, Vor §§ 21-25 WpPG Rn. 6.

<sup>63</sup> Am sogenannten „*grauen Kapitalmarkt*“ wurden ab den 1970er Jahren nicht wertpapiermäßig verbrieft Anlagen, insbesondere Anteile an Publikumskommanditgesellschaften sowie Bauherrenmodelle, gehandelt; Assmann/Schütze/Assmann/Kumpan, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 5 Rn. Rn. 7.

<sup>64</sup> Siehe zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung und ihrer verbleibenden Bedeutung für Wertpapieremissionen Näheres unter B. II.

<sup>65</sup> Assmann/Schlitt/ von Kopp-Colomb/Assmann, WpPG/VermAnlG, Vor §§ 21-25 WpPG Rn. 6; Assmann/Schütze/Assmann/Kumpan, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 5 Rn. 5.

<sup>66</sup> Assmann/Schütze/Assmann/Kumpan, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 5 Rn. Rn. 8.

<sup>67</sup> Siehe zum Begriff der Zweigeisigkeit Näheres unter Assmann/Schütze/Assmann/Kumpan, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 5 Rn. Rn. 5 ff.; Assmann/Schlitt/ von Kopp-Colomb/Assmann, WpPG/VermAnlG, Vor §§ 21-25 WpPG Rn. 7.

<sup>68</sup> Siehe Näheres zum verbleibenden Anwendungsbereich der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung unter B. II. 2.

Im Zuge des Aktionsplans der Europäischen Union zur Schaffung einer Kapitalmarktunion bis Ende 2019 ist am 21.07.2017 die neue Europäische Prospektverordnung („*ProspektVO 2017*“) in Kraft getreten<sup>69</sup>. Primäres Ziel der Kapitalmarktunion und damit auch der ProspektVO 2017 ist es, „*Unternehmen den Zugang zu einer größeren Vielfalt an Finanzierungsquellen in der gesamten Europäischen Union zu erleichtern, ein effizienteres Funktionieren der Märkte zu ermöglichen und Anlegern sowie Sparern zusätzliche Ertragsmöglichkeiten zu bieten, um so das Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen zu fördern*“<sup>70</sup>. Durch die ProspektVO 2017 wird die bisher auf europäischer Ebene geltende Prospektrichtlinie 2003/71/EG ersetzt. Seit dem 21.07.2019 gelten sämtliche Regelungen der ProspektVO 2017 (vgl. Art. 49 Abs. 2 ProspektVO 2017). Bereits seit dem 20.07.2017 gelten die angepassten Ausnahmen von der Prospektspflicht gemäß Art. 1 Abs. 5 Unterabs. 1 lit. a) – c) und Unterabs. 2 ProspektVO 2017 und bereits seit dem 20.07.2018 die geänderten Ausnahmen für Kleinstemissionen gemäß Art. 1 Abs. 3 ProspektVO 2017. Die bereits seit dem 20.07.2017 und dem 20.07.2018 geltenden Regelungen hat der deutsche Gesetzgeber mithilfe des am 14.07.2018 in Kraft getretenen Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze in § 3 und 4 WpPG übernommen. Die seit dem 21.07.2019 geltenden Regelungen der ProspektVO 2017 hat der deutsche Gesetzgeber mithilfe des am 16.07.2019 in Kraft getretenen Gesetzes zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen in das WpPG übernommen.

Mangels Regelungskompetenz hinsichtlich der Haftung für fehlerhafte bzw. unvollständige Wertpapierprospekte sieht die ProspektVO 2017 kein eigenes Prospekthaftungsregime vor. Die Implementierung eines solchen bleibt vielmehr – wie bereits zuvor nach den Vorgaben der Prospektrichtlinie<sup>71</sup> – den einzelnen Mitgliedstaaten überlassen. Eine Harmonisierung des Prospekthaftungsrechts auf europäischer Ebene tritt demzufolge durch die ProspektVO 2017 nicht ein, mit der Konsequenz, dass auch zukünftig erhebliche Unterschiede zwischen den Prospekthaftungsregimen der Mitgliedstaaten<sup>72</sup> bestehen bleiben. Jedoch verpflichtet Art. 11

---

<sup>69</sup> Den Weg des Gesetzgebungsverfahrens in aller Ausführlichkeit darstellend, *Bronger/Scherer*, WM 2017, 460 f.

<sup>70</sup> Erwägungsgrund 1 der ProspektVO 2017.

<sup>71</sup> Art. 6 der Prospektrichtlinie verlangt lediglich, dass die Mitgliedstaaten die Haftung für Prospektangaben sicherstellen.

<sup>72</sup> Die wichtigsten Unterschiede in der gebotenen Kürze zusammenfassend, *Berrar/Meyer/Müller/Schnorbus/Singhof/Wolf/Seiler/Singhof*, Frankfurter Kommentar zum WpPG und EU-ProspektVO, Vor §§ 21 ff. WpPG Rn. 10 ff.