

JULIAN SCHROEDER

Der persönliche  
Anwendungsbereich der  
Prospekthaftung nach dem  
WpPG und dem VermAnlG

*Schriften zum  
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht  
35*

---

**Mohr Siebeck**

# Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von den Direktoren  
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht  
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

35





Julian Schroeder

Der persönliche Anwendungsbereich  
der Prospekthaftung nach dem  
WpPG und dem VermAnlG

Mohr Siebeck

*Julian Schroeder*, geboren 1986; Studium der Rechtswissenschaften an der LMU München; 2012 Erste Juristische Prüfung; Promotionsstipendiat des Arbeitskreises Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft; Gastdotorand am Max-Planck-Institut für Steuerrecht und Öffentliche Finanzen; promotionsbegleitend wissenschaftlicher Mitarbeiter in international tätigen Wirtschaftskanzleien; 2016 Promotion; seit Mai 2015 Referendar am Kammergericht Berlin.

Zugl. Dissertation an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

ISBN 978-3-16-155074-4 / eISBN 978-3-16-158835-8 unveränderte eBook-Ausgabe 2019  
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2017 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohr.de](http://www.mohr.de)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

*Meiner Mutter*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2016 von der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur zum deutschen Recht konnten bis November 2016 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meinem verehrten Doktorvater, Herrn Professor Dr. *Mathias Habersack*. Er hat mich für das Thema begeistert, mir bei der Bearbeitung dennoch viele Freiheiten gelassen und war bei Fragen immer ansprechbar.

Dank schulde ich auch Herrn Professor Dr. *Hans Christoph Grigoleit*, der die Mühen der Zweitkorrektur auf sich genommen hat.

Herrn Professor Dr. Dr. h.c. *Wolfgang Schön* sowie den Mitarbeitern des Max-Planck-Instituts für Steuerrecht und Öffentliche Finanzen danke ich dafür, dass sie mich so herzlich als Gastdoktorand aufgenommen haben. Die Atmosphäre am Institut hat mich nicht nur in fachlicher, sondern auch in persönlicher Hinsicht nachhaltig beeindruckt.

Dem Arbeitskreis Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft danke ich für die Gewährung eines großzügigen Promotionsstipendiums. Auch die fachlichen Anregungen während der Jahrestagung des Arbeitskreises haben einen Gewinn für meine Arbeit bedeutet. Die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung hat mit einem großzügigen Druckkostenstipendium die Drucklegung dieser Arbeit ermöglicht, wofür ich ebenfalls dankbar bin. Den Herausgebern der Schriftenreihe danke ich für die Aufnahme dieser Arbeit.

Herrn Dr. *Martin Johannes Wintermeier* danke ich für zahlreiche aufmunternde Gespräche während der Dissertationsphase und seine Freundschaft.

Schließlich gilt mein herzlicher Dank meiner Freundin *Lea* und meiner Familie. Ganz besonders hervorheben möchte ich dabei meine Mutter, die mich in jeder Lebenslage bedingungslos unterstützt hat. Ihr ist diese Arbeit gewidmet.

Berlin, im Januar 2017

*Julian Schroeder*





# Inhaltsübersicht

|   |           |
|---|-----------|
| Vorwort.....  | VII       |
| Inhaltsverzeichnis .....  | XIII      |
| Einleitung .....  | 1         |
| <br>  |           |
| <b>Kapitel 1: Einbettung des persönlichen<br/>Anwendungsbereiches in die Prospekthaftungsansprüche .....</b>                        | <b>5</b>  |
| <i>A. Rechtsnatur der spezialgesetzlichen Prospekthaftung .....</i>   | <i>5</i>  |
| <i>B. Die spezialgesetzliche Prospekthaftung nach §§ 21 ff. WpPG und<br/>§ 20 VermAnlG.....</i>                                     | <i>6</i>  |
| <i>C. Unterschiede zwischen der Prospekthaftung am Wertpapiermarkt<br/>und Vermögensanlagenmarkt.....</i>                           | <i>17</i> |
| <br>  |           |
| <b>Kapitel 2: Grundlagen des persönlichen<br/>Anwendungsbereiches .....</b>   | <b>27</b> |
| <i>A. Historische Entwicklung der Rechtsgrundlagen des persönlichen<br/>Anwendungsbereiches.....</i>                                | <i>27</i> |
| <i>B. Informationssystematik auf dem Primärmarkt.....</i>   | <i>37</i> |
| <i>C. Zwischenergebnis .....</i>  | <i>49</i> |
| <br>  |           |
| <b>Kapitel 3: Herausbildung des nach wertender Betrachtung<br/>optimalen Umfangs des persönlichen<br/>Anwendungsbereiches .....</b> | <b>50</b> |

|      |  |     |
|------|--|-----|
| A.   | <i>Weiteres Vorgehen und Auswirkung auf die folgenden Abschnitte</i> ....  | 50  |
| B.   | <i>Rechtliches und ökonomisches Funktionsverständnis eines Haftungssystems</i> .....   | 51  |
| C.   | <i>Informationsverantwortlichkeit</i> .....  | 57  |
| D.   | <i>Wertpapiermarkt</i> .....   | 61  |
| E.   | <i>Wertungsmäßige Abweichungen für den persönlichen Anwendungsbereich am Vermögenanlagenmarkt</i> .....                      | 170 |
| F.   | <i>Vergleich mit der US-amerikanischen Prospekthaftung</i> .....   | 181 |
| G.   | <i>Zwischenergebnis</i> .....  | 195 |
| <br> |  |     |
|      | <b>Kapitel 4: Der persönliche Anwendungsbereich de lege lata</b> .....   | 197 |
| A.   | <i>Vorgehensweise</i> .....  | 197 |
| B.   | <i>Einheitliche Auslegung des persönlichen Anwendungsbereiches der spezialgesetzlichen Prospekthaftungstatbestände</i> ..... | 202 |
| C.   | <i>Haftungsschuldner</i> .....   | 206 |
| D.   | <i>Verschulden und Haftungsbeschränkungen außerhalb des Verschuldens</i> .....   | 243 |
| E.   | <i>Haftung mehrerer Emissionsbeteiligter</i> .....   | 244 |
| F.   | <i>Zwischenergebnis</i> .....  | 244 |
| G.   | <i>Schließung von Haftungslücken durch konkurrierende Anspruchsgrundlagen</i> .....  | 245 |
| <br> |  |     |
|      | <b>Kapitel 5: Konkrete Änderungsvorschläge de lege ferenda</b> ..  | 256 |
| A.   | <i>Wertpapiermarkt</i> .....   | 257 |
| B.   | <i>Vermögenanlagenmarkt</i> .....  | 260 |

|   |     |
|---|-----|
| Kapitel 6: Zusammenfassung der Thesen und Ergebnisse .... | 263 |
| Literaturverzeichnis .....                                | 269 |
| Sachregister .....  | 287 |
| Lebenslauf .....  | 291 |



# Inhaltsverzeichnis

|  |           |
|--|-----------|
| Vorwort.....   | VII       |
| Inhaltsübersicht.....  | IX        |
| Einleitung .....   | 1         |
| <br>   |           |
| <b>Kapitel 1: Einbettung des persönlichen<br/>Anwendungsbereiches in die Prospekthaftungsansprüche .....</b> | <b>5</b>  |
| <i>A. Rechtsnatur der spezialgesetzlichen Prospekthaftung .....</i>  | <i>5</i>  |
| <i>B. Die spezialgesetzliche Prospekthaftung nach §§ 21 ff. WpPG und<br/>§ 20 VermAnlG.....</i>              | <i>6</i>  |
| <b>I. Objektive Tatbestandsvoraussetzungen.....</b>  | <b>6</b>  |
| 1. Sachlicher Anwendungsbereich .....  | 6         |
| 2. Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit des Prospektes .....   | 7         |
| 3. Persönlicher Anwendungsbereich (Haftungsadressaten) .....   | 8         |
| a) Prospektverantwortliche .....   | 8         |
| b) Prospektveranlasser.....  | 9         |
| 4. Anspruchsberechtigung .....   | 10        |
| 5. Kausalität .....  | 11        |
| a) Haftungsbegründende Kausalität .....  | 11        |
| b) Haftungsausfüllende Kausalität.....   | 11        |
| <b>II. Subjektive Tatbestandsvoraussetzungen – Verschulden.....</b>  | <b>12</b> |
| 1. Emittent und Prospektveranlasser .....  | 12        |
| 2. Emissionsbegleiter.....   | 13        |
| <b>III. Inlandsbezug .....</b>   | <b>13</b> |
| <b>IV. Rechtsfolge.....</b>  | <b>14</b> |
| 1. Inhaber der Wertpapiere .....   | 14        |
| 2. Früherer Inhaber der Wertpapiere .....  | 14        |
| 3. Mitverschulden .....  | 14        |
| <b>V. Haftungsausschluss.....</b>  | <b>15</b> |
| <b>VI. Verjährung .....</b>  | <b>16</b> |
| <b>VII. Konkurrenzregel.....</b>   | <b>16</b> |

|  |    |
|--|----|
| C. Unterschiede zwischen der Prospekthaftung am Wertpapiermarkt und Vermögensanlagenmarkt..... | 17 |
| I. Grundlegende wertungsmäßige Unterschiede .....  | 18 |
| 1. Primärmarkt, insbesondere Preisbildungsmechanismen .....                                    | 18 |
| 2. Keine vergleichbare Informationsdichte .....  | 20 |
| 3. Geringere Einflussmöglichkeiten der Anleger .....   | 20 |
| 4. Kein funktionierender Sekundärmarkt .....   | 21 |
| II. Konkrete Unterschiede zwischen den §§ 21 ff. WpPG und § 20 VermAnlG .....                  | 21 |
| 1. Keine vergleichbare Kontrolle durch Dritte .....  | 21 |
| 2. Ausschlussfrist .....   | 22 |
| 3. Enthftung durch Prospektberichtigung .....  | 23 |
| 4. Sonstige Unterschiede .....   | 25 |

## Kapitel 2: Grundlagen des persönlichen Anwendungsbereiches .....

27

|   |    |
|---|----|
| A. Historische Entwicklung der Rechtsgrundlagen des persönlichen Anwendungsbereiches..... | 27 |
| I. Entwicklung am Wertpapiermarkt .....   | 28 |
| 1. Der persönliche Anwendungsbereich im Lichte der Gesetzgebung .....                     | 28 |
| 2. Der persönliche Anwendungsbereich im Lichte der Rechtsprechung .....                   | 29 |
| 3. Verschulden.....   | 31 |
| II. Entwicklung am Vermögensanlagenmarkt.....   | 32 |
| 1. Der persönliche Anwendungsbereich im Lichte der Rechtsprechung .....                   | 32 |
| a) Die Gruppen Haftpflichtiger.....   | 32 |
| b) Haftung der Anlagegesellschaft und Mitgesellschafter .....                             | 35 |
| 2. Der persönliche Anwendungsbereich im Lichte der Gesetzgebung .....                     | 35 |
| 3. Verschulden.....   | 37 |
| B. Informationssystematik auf dem Primärmarkt.....  | 37 |
| I. Berechtigung und Grenzen einer ökonomischen Analyse .....                              | 38 |
| II. Kapitalmarkteffizienz .....   | 39 |
| 1. Informationseffizienz.....   | 39 |
| 2. Allokationseffizienz.....  | 41 |
| III. Kritik an der ECMH: Behavioral Finance.....  | 42 |

|  |    |
|--|----|
| 1. Anomalie auf dem Primärmarkt – hot issue markets .....    | 42 |
| 2. Kritikpunkte der Behavioral Finance .....                 | 43 |
| 3. Bewertung der Einwände .....                              | 44 |
| IV. Informationsasymmetrie auf dem Kapitalmarkt .....        | 46 |
| V. Opportunistisches Verhalten von Informationsträgern ..... | 48 |
| C. <i>Zwischenergebnis</i> .....                             | 49 |

### Kapitel 3: Herausbildung des nach wertender Betrachtung optimalen Umfangs des persönlichen Anwendungsbereiches .....

50

|   |    |
|---|----|
| A. <i>Weiteres Vorgehen und Auswirkung auf die folgenden Abschnitte</i> ....            | 50 |
| B. <i>Rechtliches und ökonomisches Funktionsverständnis eines Haftungssystems</i> ..... | 51 |
| I. Haftungsziele.....   | 51 |
| II. Haftung für Schäden wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation .....                | 53 |
| 1. Grundproblematik.....  | 53 |
| 2. Bewertung für den Primärmarkt.....   | 56 |
| C. <i>Informationsverantwortlichkeit</i> .....  | 57 |
| I. Rechtfertigung einer Etablierung von Informationsverantwortlichkeit.....             | 57 |
| II. Drei Kategorien von Informationsverantwortlichkeit.....                             | 59 |
| D. <i>Wertpapiermarkt</i> .....   | 61 |
| I. Haftung des Emittenten und seiner Organwalter .....                                  | 61 |
| 1. Einordnung in eine Kategorie von Informationsverantwortlichkeit.....                 | 61 |
| a) Emittent und Unternehmensleiter .....  | 61 |
| b) Aufsichtsratsmitglieder .....  | 62 |
| 2. Rechtsökonomische und sonstige Wertungsgesichtspunkte .....                          | 63 |
| a) Argumente für eine Haftung der Gesellschaft.....                                     | 63 |
| b) Argumente gegen eine Haftung der Gesellschaft.....                                   | 65 |
| aa) Prospekthaftung des Emittenten zulasten der Gläubiger und Altgesellschafter .....   | 65 |
| (1) Einlagenrückgewähr zulasten der Gläubiger .....                                     | 65 |
| (2) Benachteiligung der Altgesellschafter.....  | 67 |



|   |     |
|---|-----|
| bb) Belastung der Kunden .....  | 67  |
| c) Besondere negative Anreizsituationen .....                                     | 68  |
| aa) Last-period-Probleme am Primärmarkt .....                                     | 68  |
| bb) Wirtschaftliche Beteiligung .....   | 69  |
| d) Außenhaftung als signaling und corporate shaming .....                         | 69  |
| e) Aufsichtsratsmitglieder .....  | 72  |
| 3. Verbleibende Argumente gegen eine Außenhaftung der<br>Unternehmensleiter ..... | 74  |
| a) Systembruch .....  | 74  |
| b) Überabschreckung .....   | 75  |
| c) Missbrauchsgefahr .....  | 76  |
| d) Divergierender Haftungsmaßstab .....   | 77  |
| 4. Gleichstufige Haftung oder Haftungsnachrang der<br>Unternehmensleiter .....    | 77  |
| 5. Verschulden und korrespondierende Sorgfaltspflichten .....                     | 78  |
| a) Optimaler Verschuldensmaßstab .....  | 78  |
| b) Sorgfaltspflichten .....   | 81  |
| aa) Emittent .....  | 81  |
| bb) Unternehmensleiter .....  | 81  |
| 6. Haftungsbeschränkungen außerhalb des Verschuldens .....                        | 83  |
| a) Rechtfertigung einer zusätzlichen Haftungsbeschränkung .....                   | 84  |
| b) Formen der Haftungsbeschränkung .....  | 85  |
| aa) Betragsmäßige Begrenzung der Haftung .....                                    | 85  |
| bb) Vorverfahren .....  | 86  |
| II. Haftung des Emissionsbegleiters .....   | 87  |
| 1. Einordnung in eine Kategorie von<br>Informationsverantwortlichkeit .....       | 87  |
| a) Emissionsbank .....  | 87  |
| b) Emissionskonsortien .....  | 88  |
| 2. Rechtsökonomische und sonstige Wertungsgesichtspunkte .....                    | 90  |
| a) Allgemeine Erwägungen .....  | 90  |
| b) Der Emissionsbegleiter als Gatekeeper .....                                    | 91  |
| aa) Gatekeeperkriterien .....   | 91  |
| bb) Anwendung Emissionsbank .....   | 92  |
| (1) Vorliegen der Gatekeeperkriterien .....                                       | 92  |
| (2) Reputation .....  | 93  |
| c) Gefahr opportunistischen Verhaltens .....                                      | 97  |
| d) Emissionskonsortien .....  | 98  |
| 3. Verschulden und korrespondierende Sorgfaltspflichten .....                     | 98  |
| a) Bankinterner Informationsfluss .....   | 99  |
| b) Sorgfaltspflichten bei Drittinformationen .....                                | 101 |
| aa) Experteninformationen .....   | 101 |

|  |     |
|--|-----|
| bb) Sonstige Drittinformationen, insbesondere vom<br>Emittenten .....              | 103 |
| c) Sorgfaltspflichten bei Emissionskonsortien .....                                | 103 |
| 4. Haftungsbeschränkungen außerhalb des Verschuldens .....                         | 105 |
| 5. Auswirkung und Rechtfertigung interner<br>Haftungsfreistellungen .....          | 105 |
| a) Haftungsfreistellung durch den Emittenten .....                                 | 105 |
| aa) Wertung: Letztverantwortlichkeit des Emittenten für<br>Informationen .....     | 105 |
| bb) Verbundene Problematik der Einlagenrückgewähr .....                            | 107 |
| b) Haftungsfreistellung durch Experten .....                                       | 108 |
| aa) Allgemeines .....  | 108 |
| bb) Entstehende Haftungslücke .....  | 110 |
| c) Keine Schwächung der beabsichtigten Anreizstruktur .....                        | 111 |
| III. Haftung von Experten, insbesondere Wirtschaftsprüfern .....                   | 112 |
| 1. Einordnung in eine Kategorie von<br>Informationsverantwortlichkeit .....        | 113 |
| a) Wirtschafts- und Abschlussprüfer .....  | 113 |
| b) Sonstige Experten .....   | 114 |
| 2. Rechtsökonomische und sonstige Wertungsgesichtspunkte .....                     | 115 |
| a) Allgemeine Erwägungen .....   | 115 |
| b) Der Wirtschaftsprüfer als Gatekeeper .....                                      | 117 |
| c) Gefahr opportunistischen Verhaltens .....                                       | 121 |
| aa) Quasirentenmodell und Low Balling .....  | 122 |
| bb) Full-Service-Problematik .....   | 123 |
| cc) Befangenheit .....   | 124 |
| d) Richtiges Haftungssubjekt .....   | 124 |
| e) Hürden einer Außenhaftung der Wirtschaftsprüfer und<br>sonstiger Experten ..... | 126 |
| aa) Sperrwirkung des § 323 Abs. 1 Satz 3 HGB .....                                 | 126 |
| bb) Nutzung von Expertenerklärungen für den Prospekt .....                         | 128 |
| 3. Verschulden und korrespondierende Sorgfaltspflichten .....                      | 130 |
| 4. Haftungsbeschränkungen außerhalb des Verschuldens .....                         | 132 |
| a) Rechtfertigung einer zusätzlichen Haftungsbeschränkung .....                    | 132 |
| aa) Abschlussprüfer .....  | 132 |
| bb) Sonstige Experten .....  | 134 |
| b) Formen der Haftungsbeschränkung .....   | 135 |
| aa) Betragsmäßige Begrenzung der Haftung .....                                     | 135 |
| bb) Fehlende Zurechenbarkeit .....   | 137 |
| IV. Haftung sonstiger Emissionsbeteiligter .....                                   | 138 |
| 1. Erste Oberkategorie: Einflussnahme .....  | 139 |
| a) Herausbildung eines wertenden Kriteriums .....                                  | 139 |

|  |            |
|--|------------|
| aa) Wirtschaftliches Eigeninteresse und weitere mögliche Anknüpfungspunkte.....  | 140        |
| bb) Alternative oder kumulative Einflussnahme auf den Ebenen und diesbezügliche Schwellen.....                                 | 142        |
| (1) Erste Ebene.....   | 143        |
| (2) Zweite Ebene.....  | 147        |
| (3) Dritte Ebene.....  | 148        |
| cc) Mögliche Fallkonstellationen.....  | 150        |
| (1) Aktionär.....  | 151        |
| (2) Organwalter.....   | 151        |
| (3) Experten und Behörden.....   | 152        |
| b) Einordnung in eine Kategorie von Informationsverantwortlichkeit.....  | 153        |
| c) Rechtsökonomische und sonstige Wertungsgesichtspunkte....   | 157        |
| aa) Großaktionär.....  | 157        |
| (1) Grundsätzliche Erwägungen.....   | 157        |
| (2) Problematik der überwiegenden Platzierung des Aktienbestandes an der Gesellschaft.....                                     | 160        |
| bb) Sonstige Fallgruppen, insbesondere Konzernmutter und Aufsichtsratsmitglieder.....  | 161        |
| 2. Zweite Oberkategorie: Haftung bei sonstigen Garantenkonstellationen.....  | 162        |
| a) Herausbildung wertender Kriterien und dementsprechende Einordnung in eine Kategorie von Informationsverantwortlichkeit..... | 162        |
| b) Rechtsökonomische und sonstige Wertungsgesichtspunkte....   | 165        |
| 3. Dritte Oberkategorie: Sonstige Konstellationen, insbesondere Hintermannhaftung.....   | 166        |
| 4. Verschulden und korrespondierende Sorgfaltspflichten.....   | 167        |
| 5. Haftungsbeschränkungen außerhalb des Verschuldens.....  | 168        |
| V. Haftung mehrerer Emissionsbeteiligter.....  | 169        |
| <i>E. Wertungsmäßige Abweichungen für den persönlichen Anwendungsbereich am Vermögenanlagenmarkt.....</i>                      | <i>170</i> |
| I. Haftung des Emittenten und seiner Organwalter.....  | 171        |
| 1. Einordnung in eine Kategorie von Informationsverantwortlichkeit.....  | 171        |
| 2. Rechtsökonomische und sonstige Wertungsgesichtspunkte.....  | 172        |
| a) Haftung der Anlagegesellschaft.....   | 172        |
| aa) Argumente für eine Haftung.....  | 172        |
| bb) Argumente gegen eine Haftung.....  | 173        |
| (1) Gläubigerbenachteiligung.....  | 173        |

|  |            |
|--|------------|
| (2) Benachteiligung der Altgesellschafter.....   | 173        |
| b) Haftung der Organwalter.....  | 175        |
| II. Haftung der Garanten .....   | 177        |
| III. Haftung sonstiger Emissionsbeteiligter, insbesondere<br>Gründungsgesellschafter.....            | 178        |
| IV. Verschulden und korrespondierende Sorgfaltspflichten .....                                       | 178        |
| V. Haftungsbeschränkungen außerhalb des Verschuldens .....   | 179        |
| VI. Vereinbarkeit mit Europarecht.....   | 180        |
| <i>F. Vergleich mit der US-amerikanischen Prospekthaftung .....</i>                                  | <i>181</i> |
| I. Wesentliche Grundsätze .....  | 182        |
| II. Die Prospekthaftungstatbestände im Einzelnen.....  | 183        |
| 1. Sec. 11 SA.....   | 183        |
| a) Objektive Tatbestandsvoraussetzungen .....  | 183        |
| b) Persönlicher Anwendungsbereich (Haftungsadressaten) .....   | 184        |
| c) Anspruchsberechtigung .....   | 185        |
| d) Weitere erforderliche Kausalitätsnachweise .....  | 185        |
| e) Subjektive Tatbestandsvoraussetzungen und verwandte<br>Enthftungsmöglichkeiten .....              | 186        |
| f) Rechtsfolge.....  | 187        |
| 2. Haftung nach sec. 12 SA.....  | 188        |
| a) Sec. 12 (a) (1) SA.....   | 188        |
| aa) Objektive Tatbestandsvoraussetzungen.....  | 188        |
| bb) Verschulden .....  | 188        |
| b) Sec. 12 (a) (2) SA .....  | 189        |
| aa) Objektive Tatbestandsvoraussetzungen.....  | 189        |
| bb) Verschulden .....  | 189        |
| c) Gemeinsame Tatbestandsvoraussetzungen und Rechtsfolge ...   | 190        |
| aa) Anspruchsberechtigung.....   | 190        |
| bb) Persönlicher Anwendungsbereich (Haftungsadressaten)....  | 190        |
| cc) Rechtsfolge .....  | 191        |
| 3. Verjährung (sec. 13 SA) .....   | 192        |
| 4. Sec. 15 SA (Haftung der den Emittenten kontrollierenden<br>Personen).....                         | 192        |
| 5. Haftung nach sec. 17 (a) SA und sec. 10(b) Securities<br>Exchange Act i.V.m. Rule 10b-5 SEA ..... | 192        |
| III. Zusammenfassung und Vergleich mit der Prospekthaftung nach<br>deutschem Recht.....              | 193        |
| 1. Vergleich des persönlichen Anwendungsbereiches .....  | 193        |
| 2. Vergleich der übrigen Voraussetzungen sowie der Rechtsfolge ..                                    | 193        |
| 3. Erkenntnisgewinn .....  | 195        |

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| G. Zwischenergebnis ..... | 195 |
|---------------------------|-----|

## Kapitel 4: Der persönliche Anwendungsbereich

|                    |     |
|--------------------|-----|
| de lege lata ..... | 197 |
|--------------------|-----|

|                         |     |
|-------------------------|-----|
| A. Vorgehensweise ..... | 197 |
|-------------------------|-----|

|                                     |     |
|-------------------------------------|-----|
| I. Grammatikalische Auslegung ..... | 198 |
|-------------------------------------|-----|

|                                   |     |
|-----------------------------------|-----|
| II. Systematische Auslegung ..... | 198 |
|-----------------------------------|-----|

|  |     |
|--|-----|
| III. Historische und genetische Auslegung..... | 199 |
|--|-----|

|                                  |     |
|----------------------------------|-----|
| IV. Teleologische Auslegung..... | 200 |
|----------------------------------|-----|

|  |     |
|--|-----|
| V. Europarechtskonforme Auslegung..... | 201 |
|--|-----|

|   |     |
|---|-----|
| VI. Verhältnis der Auslegungsmethoden zueinander..... | 201 |
|---|-----|

|   |     |
|---|-----|
| B. <i>Einheitliche Auslegung des persönlichen Anwendungsbereiches<br/>der spezialgesetzlichen Prospekthaftungstatbestände</i> ..... | 202 |
|---|-----|

|                                     |     |
|-------------------------------------|-----|
| I. Grammatikalische Auslegung ..... | 202 |
|-------------------------------------|-----|

|                                   |     |
|-----------------------------------|-----|
| II. Systematische Auslegung ..... | 202 |
|-----------------------------------|-----|

|  |     |
|--|-----|
| III. Historische und genetische Auslegung..... | 203 |
|--|-----|

|                                  |     |
|----------------------------------|-----|
| IV. Teleologische Auslegung..... | 205 |
|----------------------------------|-----|

|                         |     |
|-------------------------|-----|
| V. Gesamtabwägung ..... | 206 |
|-------------------------|-----|

|                                   |     |
|-----------------------------------|-----|
| C. <i>Haftungsschuldner</i> ..... | 206 |
|-----------------------------------|-----|

|   |     |
|---|-----|
| I. Grundprinzip der Gesamtverantwortung ..... | 206 |
|---|-----|

|                                     |     |
|-------------------------------------|-----|
| 1. Grammatikalische Auslegung ..... | 207 |
|-------------------------------------|-----|

|                                  |     |
|----------------------------------|-----|
| 2. Systematische Auslegung ..... | 207 |
|----------------------------------|-----|

|  |     |
|--|-----|
| 3. Historische und genetische Auslegung..... | 209 |
|--|-----|

|                                 |     |
|---------------------------------|-----|
| 4. Teleologische Auslegung..... | 211 |
|---------------------------------|-----|

|                                     |     |
|-------------------------------------|-----|
| 5. Europarechtliche Auslegung ..... | 212 |
|-------------------------------------|-----|

|  |     |
|--|-----|
| 6. Gesamtabwägung und Folge für den persönlichen<br>Anwendungsbereich..... | 212 |
|--|-----|

|  |     |
|--|-----|
| II. Haftung aufgrund Übernahme der Prospektverantwortung ..... | 213 |
|--|-----|

|                                     |     |
|-------------------------------------|-----|
| 1. Grammatikalische Auslegung ..... | 214 |
|-------------------------------------|-----|

|                                  |     |
|----------------------------------|-----|
| 2. Systematische Auslegung ..... | 215 |
|----------------------------------|-----|

|                                   |     |
|-----------------------------------|-----|
| a) Wertpapierprospektgesetz ..... | 215 |
|-----------------------------------|-----|

|   |     |
|---|-----|
| aa) Bestimmung der in systematischem Zusammenhang<br>stehenden Vorschriften ..... | 215 |
|---|-----|

|   |     |
|---|-----|
| bb) Sonderproblem der Unterzeichnung durch den Anbieter.... | 216 |
|---|-----|

|   |     |
|---|-----|
| cc) Grundlegende Erkenntnisse aus der systematischen<br>Auslegung ..... | 218 |
|---|-----|

|  |     |
|--|-----|
| dd) Bedeutung der systematischen Auslegung für den<br>persönlichen Anwendungsbereich.....      | 220 |
| (1) Emittent, Emissionsbank und Organmitglieder .....  | 220 |
| (2) Emissionskonsortien .....  | 221 |
| (3) Umplatzierender Großaktionär und umplatzierendes<br>Organmitglied .....                    | 222 |
| (4) Wirtschaftsprüfer .....  | 224 |
| b) Keine Abweichungen im Rahmen des<br>Vermögensanlagengesetz .....                            | 224 |
| 3. Historische und genetische Auslegung.....   | 226 |
| 4. Teleologische Auslegung .....   | 229 |
| 5. Europarechtliche Auslegung .....  | 231 |
| 6. Gesamtabwägung.....   | 231 |
| III. Prospektveranlasser .....   | 232 |
| 1. Grammatikalische Auslegung .....  | 235 |
| a) Wertpapiermarkt .....   | 235 |
| aa) Grundsätzliches Verständnis .....  | 235 |
| bb) Vereinbarkeit in spezifischen Fällen .....   | 236 |
| (1) Großaktionär und Konzernmuttergesellschaft mit<br>Leitungsmacht .....                      | 236 |
| (2) Organmitglieder.....   | 237 |
| b) Vermögensanlagenmarkt.....  | 238 |
| 2. Systematische Auslegung .....   | 238 |
| 3. Historische und genetische Auslegung.....   | 239 |
| 4. Teleologische Auslegung.....  | 241 |
| 5. Europarechtliche Auslegung .....  | 242 |
| 6. Gesamtabwägung.....   | 242 |
| <br>D. <i>Verschulden und Haftungsbeschränkungen außerhalb des<br/>Verschuldens</i> .....      | 243 |
| <br>E. <i>Haftung mehrerer Emissionsbeteiligter</i> .....                                      | 244 |
| <br>F. <i>Zwischenergebnis</i> .....   | 244 |
| <br>G. <i>Schließung von Haftungslücken durch konkurrierende<br/>Anspruchsgrundlagen</i> ..... | 245 |
| <br>I. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne .....                            | 245 |
| 1. Weiter gefasster persönlicher Anwendungsbereich .....                                       | 245 |
| 2. Konkurrenzregel .....   | 245 |
| a) Grammatikalische Auslegung.....   | 246 |
| b) Systematische Auslegung.....  | 247 |

|   |     |
|---|-----|
| c) Historische und genetische Auslegung .....                     | 247 |
| d) Teleologische Auslegung .....                                  | 250 |
| e) Gesamtabwägung .....   | 251 |
| II. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im weiteren Sinne ..... | 251 |
| III. Vertrag mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter .....           | 252 |
| IV. Deliktische Ansprüche .....                                   | 254 |
| V. Zwischenergebnis .....   | 255 |

## Kapitel 5: Konkrete Änderungsvorschläge

|                       |     |
|-----------------------|-----|
| de lege ferenda ..... | 256 |
|-----------------------|-----|

|                          |     |
|--------------------------|-----|
| A. Wertpapiermarkt ..... | 257 |
|--------------------------|-----|

|   |     |
|---|-----|
| I. Haftung von Unternehmensleitern und Anpassung der<br>gesamtschuldnerischen Haftung ..... | 257 |
| II. Haftung von Experten und Quasi-Verantwortlichen .....                                   | 258 |
| III. Anpassung der Haftung von Prospektveranlassern .....                                   | 260 |

|                                |     |
|--------------------------------|-----|
| B. Vermögensanlagenmarkt ..... | 260 |
|--------------------------------|-----|

|  |     |
|--|-----|
| I. Haftung von Organwaltern und Anpassung der<br>gesamtschuldnerischen Haftung ..... | 260 |
| II. Haftung von Experten und Quasi-Verantwortlichen .....                            | 261 |
| III. Anpassung der Haftung von Prospektveranlassern .....                            | 262 |
| IV. Verschärfung des Verschuldensmaßstabes .....                                     | 262 |

## Kapitel 6: Zusammenfassung der Thesen und Ergebnisse ....

|                            |     |
|----------------------------|-----|
| Literaturverzeichnis ..... | 269 |
|----------------------------|-----|

|                    |     |
|--------------------|-----|
| Sachregister ..... | 287 |
|--------------------|-----|

|                  |     |
|------------------|-----|
| Lebenslauf ..... | 291 |
|------------------|-----|

# Einleitung

## A. Gegenstand der Arbeit und Rechtfertigung des Themas

Wenn man sich auf die Suche nach der Triebfeder der Regulierung von Kapitalmärkten begibt, stößt man fast ausschließlich auf den Beweggrund der Transparenz. So wurde auch zuletzt im Rahmen der Diskussionen um das sog. Kleinanlegerschutzgesetz<sup>1</sup> die gesetzgeberische Initiative wie folgt begründet: „Wo es Verbrauchern schwer fällt, sich selbst zu schützen, müssen wir für mehr Transparenz sorgen.“<sup>2</sup>

Erstaunlich ist dabei, dass der Gesetzgeber trotz seiner grundsätzlich umfangreichen Aktivitäten auf dem Gebiet des Kapitalmarktes seinen Fokus eindeutig auf die sekundärmarktbezogenen Publizitätspflichten gelegt hat. Die Prospekthaftung, die nicht zuletzt aufgrund der von ihr ausgehenden Anreizwirkung ebenfalls einen wichtigen Eckpfeiler der Transparenz darstellt,<sup>3</sup> wurde hingegen bis auf die Schaffung und Angleichung eines spezialgesetzlichen Tatbestandes für den grauen Kapitalmarkt letztlich weitestgehend außer Acht gelassen. Dies gilt insbesondere für einen Teilbereich, der – trotz der sich zweifelsohne rasant wandelnden Kapitalmärkte – seit 1896 keine praktisch relevante Änderung erfahren hat:<sup>4</sup> das Thema dieser Arbeit, namentlich der persönliche Anwendungsbereich der spezialgesetzlichen Prospekthaftung. Gemeint sind damit die beiden Gruppen der Haftungsschuldner, die die spezialgesetzlichen Tatbestände im Bereich des Wertpapiermarktes nach den §§ 21 ff. WpPG und im Bereich des Vermögensanlagenmarktes nach § 20 VermAnlG übereinstimmend vorsehen:<sup>5</sup> Zum einen

---

<sup>1</sup> Siehe RegE mit Begr. zum Kleinanlegerschutzgesetz, BT-Drs. 18/3994; dazu *Roth*, GWR 2015, 243.

<sup>2</sup> So der Bundesminister der Justiz und für Verbraucherschutz, Heiko Maas, dazu *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 12. November 2014, „Strengere Regeln am Grauen Kapitalmarkt“.

<sup>3</sup> Zu Prospektpublizität, -kontrolle und -haftung als Mittel zur Überwindung von Informationsasymmetrie siehe auch *Fleischer*, Gutachten F 64. DJT, F 23.

<sup>4</sup> Eingehend zur historischen Entwicklung des persönlichen Anwendungsbereiches unten S. 27 ff.

<sup>5</sup> Als Synonyme für den Wertpapiermarkt bzw. den Vermögensanlagenmarkt werden im Folgenden auch die Begriffe „organisierter Kapitalmarkt“ bzw. „grauer Kapitalmarkt“ verwendet.



diejenigen, die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben, § 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpPG bzw. § 20 Abs. 1 Satz 1 VermAnlG; zum anderen diejenigen, von denen der Erlass des Prospektes ausgeht (sog. Prospektveranlasser), § 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpPG bzw. § 20 Abs. 1 Satz 1 VermAnlG.

Eine wissenschaftliche Beschäftigung mit diesem Aspekt ist jedoch deshalb besonders lohnenswert, weil er eine der wichtigsten Stellschrauben der Prospekthaftung verkörpert. Denn der Umfang des persönlichen Anwendungsbereiches gibt zunächst Antwort auf die Frage, wer präventiv zu einer lückenlosen Informationsweitergabe angeregt wird und so zu größerer Transparenz beiträgt, weil er sich einer drohenden Haftung ausgesetzt sieht. Darüber hinaus legt der persönliche Anwendungsbereich alleine die mögliche Anzahl der Haftungsadressaten fest und trifft damit unter Kompensationsgesichtspunkten eine maßgebliche Aussage über die wirtschaftliche Werthaltigkeit des Prospekthaftungsanspruches.

Es existiert – soweit ersichtlich – keine eingehende und ausschließliche Erforschung des persönlichen Anwendungsbereiches, wie sie durch diese Arbeit angestrebt wird. Das gilt insbesondere hinsichtlich der wissenschaftlichen Methoden der Arbeit, die rechtshistorische, rechtsökonomische und rechtsvergleichende Argumente mit einem eigenen auf den Abbau von Informationsasymmetrien abzielenden Ansatz kombiniert und auf dieser Grundlage den persönlichen Anwendungsbereich bestimmen will. Als Alleinstellungsmerkmal hervorzuheben ist dabei auch die diesbezügliche Gegenüberstellung des organisierten und des grauen Kapitalmarktes.

Die Aktualität und hohe Brisanz dieses Themas wird nicht nur an den insbesondere in jüngerer Vergangenheit sich wiederholenden Skandalen auf dem grauen Kapitalmarkt wie etwa der Prokon-Insolvenz<sup>6</sup> deutlich, die Grund für das nunmehr erlassene Kleinanlegerschutzgesetz sind. Auch an dem hitzig diskutierten und letztlich gescheiterten Bestreben aus dem Jahre 2004, den Kreis der Haftpflichtigen zu erweitern,<sup>7</sup> lässt sich die praktische Relevanz des persönlichen Anwendungsbereiches erkennen.

## B. Gang der Untersuchung

Ziel dieser Arbeit ist es, den persönlichen Anwendungsbereich der spezialgesetzlichen Prospekthaftung zu bestimmen.

Zu diesem Zwecke wird im folgenden ersten Kapitel der Arbeit zunächst ein Überblick gegeben und der persönliche Anwendungsbereich in die Norm-

---

<sup>6</sup> Zur Prokon-Insolvenz siehe etwa Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 8. Juni 2015, „Bekommen die Prokon-Anleger doch noch ihr Geld zurück?“.

<sup>7</sup> Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz – KapInHaG), abgedruckt in NZG 2004, 1042.

struktur der §§ 21 ff. WpPG und des § 20 VermAnlG eingebettet. Dazu gehört neben einer Kurzdarstellung der Tatbestände auch, die Unterschiede zwischen dem Wertpapiermarkt und dem Vermögensanlagenmarkt aufzuzeigen. Diese dienen im Folgenden als Begründungen für gegebenenfalls erforderliche Differenzierungen.

Im zweiten Kapitel werden sodann die Grundlagen des persönlichen Anwendungsbereiches gelegt. Hier wird auf die Historie der Prospekthaftung sowie auf die Informationssystematik des Primärmarkts eingegangen.

Im dritten Kapitel wird der nach wertender Betrachtung optimale Umfang des persönlichen Anwendungsbereiches herausgearbeitet, wobei zum einen der eigene Ansatz der sog. Informationsverantwortlichkeit sowie zum anderen insbesondere rechtsökonomische Argumente Beachtung finden. Ferner vollzieht die Arbeit als argumentative Stütze zusätzlich einen kurzen Seitenblick anhand eines Rechtsvergleiches mit der US-amerikanischen Prospekthaftung. Den Kreis der Haftungsadressaten zunächst anhand normativer Kriterien abstrakt, d.h. losgelöst vom derzeitigen Gesetzeswortlaut, abzustecken, bietet sich vor der Analyse des bestehenden Rechts insbesondere deshalb an, weil die Formulierung des Gesetzes gerade keine konkreten Haftungsschuldner nennt, sondern für sich genommen weitgehend unbestimmt ist.

Die in Kapitel 3 herausgearbeiteten Fallgruppen können im Anschluss im vierten Kapitel der Arbeit zur Konkretisierung des persönlichen Anwendungsbereiches *de lege lata* beitragen, indem dieser eingehend untersucht wird und die zuvor ermittelten Haftpflichtigen – soweit unter Beachtung der Wortlautgrenze möglich – unter die Fallgruppe der Übernahme von Prospektverantwortung bzw. des sog. Prospektveranlassers subsumiert werden.

Die im Laufe der Arbeit gefundenen Ergebnisse münden schließlich in konkreten Änderungsvorschlägen *de lege ferenda* im fünften Kapitel der Arbeit, wobei hier – angesichts der Vorarbeit in Kapitel 3 – der Gesetztext im Mittelpunkt stehen wird. Konkret finden diejenigen Fallgruppen und Kriterien Berücksichtigung, die zwar in Kapitel 3 als sinnvoll erachtet wurden, aber im vierten Kapitel nicht unter den Wortlaut der spezialgesetzlichen Haftungstatbestände subsumiert werden konnten.

Zuletzt (Kapitel 6) werden die Thesen und Ergebnisse zusammengefasst.

Die Erörterung konzentriert sich dabei ausschließlich auf die Haftung wegen fehlerhafter Prospekte. Eine eigene Bestimmung des persönlichen Anwendungsbereiches bei gänzlich fehlendem Prospekt (vgl. § 24 WpPG bzw. § 21 VermAnlG) wird bewusst ausgelassen, da die diesbezügliche Haftung zum einen nahezu keine praktische Relevanz besitzt und sich zum anderen der Wortlaut ohnehin an den Grundnormen § 21 WpPG bzw. § 20 VermAnlG orientiert.



## Kapitel 1

# Einbettung des persönlichen Anwendungsbereiches in die Prospekthaftungsansprüche

Im Folgenden wird die Normstruktur der §§ 21 ff. WpPG und des § 20 VermAnlG kurz dargestellt, um die hohe Relevanz des persönlichen Anwendungsbereiches in den richtigen Kontext einbetten zu können. Dabei sind die Ausführungen bewusst kurz gehalten: Meinungsstreite werden nur vereinzelt sowie ohne eingehende Begründung referiert. Ziel ist es lediglich, den *status quo* des persönlichen Anwendungsbereiches im Rahmen einer Gesamtbeurteilung der spezialgesetzlichen Ansprüche zu veranschaulichen. Anschließend werden die so gewonnenen Erkenntnisse anhand der Unterschiede zwischen Wertpapiermarkt und Vermögensanlagenmarkt einer kritischen Würdigung unterzogen.

### A. Rechtsnatur der spezialgesetzlichen Prospekthaftung

Die Rechtsnatur der spezialgesetzlichen Prospekthaftung ist umstritten. Im Wesentlichen werden drei Auffassungen vertreten:<sup>1</sup> Während die wohl h.M. der Ansicht ist, dass eine kraft Gesetzes eintretende Vertrauenshaftung<sup>2</sup> vorliege,<sup>3</sup> wird von den Anhänger der beiden Mindermeinungen entweder eine rechtsgeschäftliche Einordnung<sup>4</sup> oder die Theorie einer deliktischen Haftung<sup>5</sup> befürwortet. Für und gegen alle drei Ansichten streiten gute Argumente: Gegen die deliktsrechtliche Theorie spricht der h.M. zufolge zwar, dass das Deliktsrecht nur in bestimmten, abschließend geregelten Sonderkonstellatio-

---

<sup>1</sup> Eingehend zum Meinungsstand *Assmann*, Prospekthaftung, S. 216 ff.; *Ellenberger*, Prospekthaftung Wertpapierhandel, S. 7 ff.; *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 18 ff.

<sup>2</sup> So ursprünglich *Canaris*, Bankvertragsrecht, 2. Aufl., 1981, Rn. 2277.

<sup>3</sup> *Ellenberger*, Prospekthaftung Wertpapierhandel, S. 9 f.; *Groß*, KMR, § 21 WpPG Rn. 9; *Schwark/Zimmer/Schwark*, KMRK, § 45 BörsG Rn. 7; auch der BGH scheint sich jedenfalls im Zusammenhang mit der US-amerikanischen Prospekthaftung der Theorie einer Vertrauenshaftung anzuschließen BGHZ 190, 7 Rn. 17 = NJW 2011, 2719 Rn. 17.

<sup>4</sup> Innerhalb der rechtsgeschäftlichen Theorie gibt es Begründungsabweichungen, vgl. zum Ganzen auch die Übersicht bei *Förster*, Prospekthaftung der organisierten und grauen Kapitalmärkte, S. 40 ff.; eine Theorie begreift die Prospekthaftung etwa als in „Selbstbindungsabsicht abgegebenes Qualitätsversprechen“, *Köndgen*, AG 1983, 85, 91.

<sup>5</sup> Ausführlich *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 25 ff., zu den einzelnen deliktischen Pflichten S. 239 ff.; *Assmann*, Prospekthaftung, S. 252 ff.; *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. Kapitalmarktinf., § 29 Rn. 3.

nen auch Vermögensschäden schütze und dass die spezialgesetzlichen Prospekthaftungstatbestände gerade keine Schutzgesetze i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB seien.<sup>6</sup> Die Vertreter der deliktischen Theorie werfen der h.M. sowie den Befürwortern der rechtsgeschäftlichen Lehre hingegen zurecht vor, dass diese die bei gänzlichem Fehlen des Prospektes eintretende spezialgesetzliche Haftung (§ 24 WpPG bzw. § 21 VermAnlG) nicht erklären könnten.<sup>7</sup>

Das letztgenannte Argument wiegt im Ergebnis schwerer, da es in der Tat widersprüchlich wäre, nur § 24 WpPG bzw. § 21 VermAnlG von der grundsätzlichen Qualifikation der Prospekthaftungstatbestände als gesetzliche Vertrauenshaftung bzw. Haftung mit rechtsgeschäftlicher Basis auszunehmen. Den Gegenargumenten bezüglich der deliktsrechtlichen Theorie kann auch begegnet werden, indem aus der Einordnung als deliktisch keine voreiligen Schlüsse gezogen werden,<sup>8</sup> sondern jede weitere Folgerung einer gesonderten Begründung bedarf.

Es ist davon auszugehen, dass die Übertragung der börsengesetzlichen Prospekthaftung in das WpPG nichts an der rechtlichen Einordnung geändert hat.<sup>9</sup> Im Übrigen gelten dieselben Grundsätze auch für die spezialgesetzliche Prospekthaftung auf dem Vermögensanlagenmarkt.<sup>10</sup>

## B. Die spezialgesetzliche Prospekthaftung nach §§ 21 ff. WpPG und § 20 VermAnlG

### I. Objektive Tatbestandsvoraussetzungen

#### 1. Sachlicher Anwendungsbereich

Eine zentrale Voraussetzung der §§ 21 ff. WpPG bzw. des § 20 VermAnlG ist zunächst, dass ein Börsenzulassungsprospekt bzw. ein Verkaufsprospekt vorliegt. Eine Legaldefinition des Prospektbegriffes ist nicht vorhanden. Bezugspunkt der Haftung im Anwendungsbereich des WpPG ist nach § 21 Abs. 1 S. 1 WpPG jedoch ein Prospekt, aufgrund dessen Wertpapiere an einem organisierten Markt zugelassen wurden; es muss mithin ein zu diesem Zwecke von der BaFin gem. § 13 WpPG gebilligter bzw. nach § 18 WpPG

<sup>6</sup> So etwa Schwark/Zimmer/Schwark, KMRK, § 45 BörsG Rn. 7.

<sup>7</sup> Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinf., § 29 Rn. 3.

<sup>8</sup> Gegen voreilige Schlüsse auch Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinf., § 29 Rn. 3.

<sup>9</sup> Groß, KMR, § 21 Rn. 9.

<sup>10</sup> Vgl. etwa Hellgardt, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 25 f., der die Theorie einer deliktischen Einordnung in gleicher Weise für § 13a VerkProspG a.F. vertritt.

bescheinigter Börsenzulassungsprospekt i.S.d. § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG, § 48 Abs. 2 BörsZulV vorliegen.<sup>11</sup>

Die Haftung erstreckt sich darüber hinaus gem. § 21 Abs. 4 WpPG auf prospektersetzende, schriftliche Darstellungen sowie gem. § 22 WpPG auf solche Prospekte, die nicht Grundlage für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einer inländischen Börse, mithin keine Börsenzulassungsprospekte, sind. Es genügt vielmehr jedes öffentliche Angebot.<sup>12</sup> Ferner umfasst die Prospekthaftung auch den Prospektnachtrag gem. § 16 WpPG.<sup>13</sup>

Der sachliche Anwendungsbereich der Prospekthaftung im Rahmen des VermAnlG ist für Verkaufsprospekte von Vermögensanlagen eröffnet, welche öffentlich angeboten werden, § 1 Abs. 1 und 2 VermAnlG. Auch ein solcher Prospekt muss gem. § 8 VermAnlG von der BaFin gebilligt worden sein.<sup>14</sup>

## 2. Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit des Prospektes

Der in Rede stehende Prospekt muss fehlerhaft, also unrichtig oder unvollständig, zum Zeitpunkt des Erwerbs des Wertpapiers oder der Vermögensanlage sein. Entscheidend ist grundsätzlich die Beurteilung aus der Perspektive eines verständigen bzw. durchschnittlichen Anlegers.<sup>15</sup> Unrichtig sind dabei Angaben, die nicht der Wahrheit entsprechen.<sup>16</sup> Unvollständigkeit liegt vor, wenn ein Prospekt nicht alle für die Anlageentscheidung wesentlichen Angaben enthält, und bildet daher einen Unterfall der Unrichtigkeit.<sup>17</sup> Dass der Prospekt dabei, wie oben ausgeführt, durch die BaFin geprüft und gebilligt wurde, spielt für die Beurteilung der Unrichtigkeit bzw. Unvollständigkeit keine Rolle.<sup>18</sup>

---

<sup>11</sup> Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb. KapitalanlageR, § 5 Rn. 125; Groß, KMR, § 21 WpPG Rn. 23; Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinf., § 29 Rn. 10; Mülbert/Steup, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 18.

<sup>12</sup> Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinf., § 29 Rn. 60.

<sup>13</sup> Statt vieler Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinf., § 29 Rn. 12.

<sup>14</sup> Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb. Kapitalanlagerecht, § 5 Rn. 243; noch zur alten Rechtslage unter dem VerkProspG Lenenbach, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.433; Schäfer, F., ZGR 2006, 40, 50.

<sup>15</sup> Statt vieler Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinf., § 29 Rn. 15.

<sup>16</sup> Statt vieler: Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinf., § 29 Rn. 18.

<sup>17</sup> RegBegr. zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 13/8933, S. 76, 80.

<sup>18</sup> Allg. M., vgl. bereits OLG Frankfurt a.M. NJW-RR 1994, 946, 948; Groß, KMR, § 21 WpPG Rn. 39; Schanz, Börseneinführung, § 13 Rn. 102.

### 3. Persönlicher Anwendungsbereich (Haftungsadressaten)

Die Prospekthaftung für fehlerhafte Prospekte sowohl nach dem WpPG als auch dem VermAnlG sieht übereinstimmend zwei Gruppen möglicher Haftpflichtiger vor: Zum einen diejenigen, die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben, § 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpPG bzw. § 20 Abs. 1 Satz 1 VermAnlG, zum anderen diejenigen, von denen der Erlass des Prospektes ausgeht (sog. Prospektveranlasser), § 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 bzw. § 20 Abs. 1 Satz 1 VermAnlG.

#### a) Prospektverantwortliche

Entscheidendes Kriterium für die Prospektverantwortlichkeit ist nach h.M. ihre Erkennbarkeit nach außen.<sup>19</sup> Prospektverantwortlich sind demnach diejenigen, die den Prospekt erlassen haben, mithin die Unterzeichner des Prospektes, und sonstige Rechtssubjekte, die für den Inhalt des Prospektes nach außen erkennbar Verantwortung übernommen haben.<sup>20</sup>

Unterzeichner des Prospektes sind im Rahmen eines Börsenzulassungsprospektes stets die Zulassungsantragsteller, mithin der Emittent und die emissionsbegleitende Bank, § 5 Abs. 3 S. 2 WpPG i.V.m. § 32 Abs. 2 S. 1 BörsG.<sup>21</sup> Zudem muss die emissionsbegleitende Bank beim Börsenzulassungsprospekt gem. § 5 Abs. 4 Satz 2 WpPG zwingend für den Prospekt die Verantwortung übernehmen.<sup>22</sup>

Da die Unterzeichnung eine zwar hinreichende, aber keine obligatorische<sup>23</sup> Haftungsvoraussetzung ist, kommen auch andere Fallgruppen der Erklärung einer Verantwortungsübernahme in Betracht.<sup>24</sup> Als Hauptbeispiel werden hier Konsortialgruppen genannt: So haften die Konsortialmitglieder eines Emissionskonsortiums auch dann, wenn nur der Konsortialführer den Prospekt unterzeichnet hat, jedoch durch entsprechende Erklärungen im Prospekt der Eindruck einer Übernahme zumindest der Mitverantwortung durch die Konsortialmitglieder erweckt wird (§ 5 Abs. 4 Satz 1 WpPG).<sup>25</sup> Eine Mitwir-

<sup>19</sup> *Groß*, KMR, § 21 WpPG Rn. 30; *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. Kapitalmarktinf., § 29 Rn. 26; *Mülbert/Steup*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 65; *Schwark/Zimmer/Schwark*, KMRK, § 45 BörsG Rn. 8.

<sup>20</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. KapitalanlageR, § 5 Rn. 153; *Hamann*, in: Schäfer, F./Hamann, KMG, §§ 44, 45 BörsG Rn. 87.

<sup>21</sup> Statt vieler *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. Kapitalmarktinf., § 29 Rn. 27.

<sup>22</sup> *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.480; *Mülbert/Steup*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 66.

<sup>23</sup> BGHZ 139, 225, 228 ff. = NJW 1998, 3345, 3346; *Mülbert/Steup*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 66.

<sup>24</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. KapitalanlageR, § 5 Rn. 156.

<sup>25</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. KapitalanlageR, § 5 Rn. 156; *Groß*, KMR, § 21 WpPG Rn. 34.

kung des einzelnen Konsortialmitglieds an der Prospekterstellung ist dafür nach h.M. nicht erforderlich.<sup>26</sup>

Im Rahmen eines Wertpapierprospektes, der nicht Grundlage für eine Börsennotierung ist, hat nach § 5 Abs. 3 Satz 1 WpPG der Anbieter (vgl. § 2 Abs. 10 WpPG) den Prospekt zu unterzeichnen, wobei dies in der Regel der Emittent ist.<sup>27</sup> Hinsichtlich einer begehrten Zulassung zum Vermögensanlagenmarkt ergibt sich insoweit keine Abweichung, da nach § 2 Abs. 4 VermVerkProspV ebenfalls der Anbieter den Prospekt unterzeichnen muss. In beiden Fällen ist jedoch die Unterzeichnung bzw. Verantwortungsübernahme durch eine emissionsbegleitende Bank nicht zwingend vorgeschrieben.

### b) Prospektveranlasser

Die zweite Fallgruppe ist die der Prospektveranlasser. Sie soll die hinter dem Prospekt stehenden Emissionsbeteiligten, also die tatsächlichen Urheber, erfassen, die nicht durch eine Verantwortungsübernahme nach außen in Erscheinung treten.<sup>28</sup> Hierdurch sollen Haftungslücken geschlossen werden.<sup>29</sup> In den Kreis der Haftpflichtigen werden damit diejenigen aufgenommen, die ein eigenes wirtschaftliches Interesse an der Emission haben und im Hintergrund als „Strippenzieher“ agieren, also „darauf hingewirkt“<sup>30</sup> haben, dass ein unrichtiger oder unvollständiger Prospekt erstellt wurde.<sup>31</sup> Das können insbesondere die Konzernmuttergesellschaft<sup>32</sup> oder Großaktionäre<sup>33</sup> sein, die beispielsweise anstreben, im Rahmen der Emission eigene Aktien zu veräußern, und daher ein eigenes wirtschaftliches Interesse verfolgen. Auch die Einbe-

---

<sup>26</sup> *Ellenberger*, Prospekthaftung Wertpapierhandel, S. 26; *Groß*, KMR, § 21 WpPG Rn. 34.

<sup>27</sup> *Mülbert/Steup*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 67; *von Kopp-Colomb/Knobloch*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG, VerkProspG, § 2 WpPG Rn. 72, zum Anbieterbegriff und den sich daraus ergebenden Folgen im Haftungsrecht Rn. 73; *Assmann* in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG, VerkProspG § 13a VerkProspG Rn. 12 ff.; *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. KapitalanlageR, § 5 Rn. 154 m.w.N.; siehe auch *RegBegr.* zum Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, BT-Drs. 15/3174, S. 42.

<sup>28</sup> *Groß*, KMR, § 21 WpPG Rn. 35; *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. Kapitalmarktinf., § 29 Rn. 29.

<sup>29</sup> *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.482.

<sup>30</sup> So anschaulich bereits *Schwark*, BörsG, 1. Aufl., 1976, §§ 45, 46 BörsG Rn. 3.

<sup>31</sup> *RegBegr.* zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 13/8933, S. 54, 78; *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. KapitalanlageR, § 5 Rn. 157; *Groß*, KMR, § 21 WpPG Rn. 35.

<sup>32</sup> Dazu zuletzt BGHZ 195, 1 = NZG 2012, 1262 (Leipzig West); vgl. auch BGH Urt. v. 14.05.2013 – XI ZR 335/11, Rn. 37 ff. = GWR 2013, 339 (nur Kurzwiedergabe); *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.482; *Schwark/Zimmer/Schwark*, KMRK, § 45 BörsG Rn. 9.

<sup>33</sup> *Groß*, KMR, § 21 WpPG Rn. 35; *Hamann*, in: *Schäfer, F./Hamann*, KMG, §§ 44, 45 BörsG Rn. 92.



ziehung von Organmitgliedern in die Fallgruppe der Prospektveranlasser ist unter der oben genannten Voraussetzung denkbar.<sup>34</sup>

#### 4. Anspruchsberechtigung

Maßgebliches Kriterium der Anspruchsberechtigung ist der Erwerb der Wertpapiere bzw. Vermögensanlagen. Bei der spezialgesetzlichen Prospekthaftung für den regulierten Markt müssen die Wertpapiere aufgrund des Prospektes zum Börsenhandel zugelassen worden sein, § 21 Abs. 1 Satz 1 WpPG. Bei der Haftung nach §§ 22, 24 WpPG bzw. § 20 VermAnlG kommt es hingegen darauf an, dass der Investor die Wertpapiere respektive Vermögensanlagen im Rahmen des öffentlichen Angebots erworben hat.<sup>35</sup>

Bezüglich des temporalen Kriteriums ist zwischen dem Wertpapiermarkt und dem Vermögensanlagenmarkt zu differenzieren<sup>36</sup>: Bei der spezialgesetzlichen Haftung für Börsenzulassungsprospekte müssen die Wertpapiere nach der Prospektveröffentlichung und innerhalb einer sechsmonatigen Ausschlussfrist ab dem Zeitpunkt ihrer erstmaligen Börseneinführung erworben worden sein. Hinsichtlich der Prospekthaftung für Wertpapiere, die im Rahmen eines öffentlichen Angebotes erworben wurden, ist eine entsprechende Frist mit einem Fristbeginn ab dem ersten öffentlichen Angebot vorgesehen, § 22 Nr. 1 WpPG.<sup>37</sup> Für die Prospekthaftung auf dem grauen Kapitalmarkt gilt hingegen nach § 20 Abs. 1 Satz 1 VermAnlG als Deckelung eine zweijährige Ausschlussfrist, gerechnet ab dem ersten öffentlichen Angebot.

Ob der Erwerber zum Zeitpunkt der Geltendmachung noch Inhaber der Wertpapiere bzw. Vermögensanlagen ist, spielt keine Rolle.<sup>38</sup> Auch können Zweiterwerber anspruchsberechtigt sein, sofern sie die Wertpapiere innerhalb der oben genannten Fristen erworben haben. Dies kann letztlich dazu führen, dass die Anzahl der Anspruchsberechtigten über die Zahl der emittierten Wertpapiere bzw. Vermögensanlagen hinausgeht.<sup>39</sup>

---

<sup>34</sup> *Groß*, KMR, § 21 WpPG Rn. 35; *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 29; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.482.

<sup>35</sup> *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.490; *Mülbert/Steup*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 89.

<sup>36</sup> *Mülbert/Steup*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 90; zu der Anspruchsberechtigung des Zweiterwerbers auch *Kort*, AG 1999, 9, 12.

<sup>37</sup> *Mülbert/Steup*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn. 90.

<sup>38</sup> *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 34.

<sup>39</sup> *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. Kapitalmarktf., § 29 Rn. 34.

# Sachregister

- Abschlussprüfer 22, 113 f., 119 f., 122, 124 ff., 128 f., 131 ff., 137, 163, 165 f., 169, 179, 195, 230 f., 241, 252, 258, 261 f., 265 f.
- Allokationseffizienz 38 f., 41, 55, 263
- Anbieter 9, 19, 23, 67, 190, 213, 216 ff., 225, 229 ff., 236, 238, 268
- Anlagegesellschaft 33, 35, 63, 171 f., 225, 228, 230, 261, 266
- Arbitrageure 40 f., 44
- BaFin 6 f., 24 f., 72, 92, 118, 152, 156, 220
- Behavioral Finance 42 ff.
- Beherrschungsvertrag 31, 145 f., 151, 154, 233, 242, 266, 268
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, *siehe* BaFin
- Corporate Governance 130, 270 ff.
- corporate shaming 69 f., 72, 86, 176, 180
- ECMH 39 f., 42, 45 f.
- Efficient Capital Market Hypothesis, *siehe* ECMH
- Einflussnahme 60, 139 ff., 145 ff., 157, 161, 166, 168, 178 f., 214, 234, 236 ff., 240 ff., 260, 265 f., 268
- Einlagenrückgewähr 30, 50, 65 ff., 105, 107, 157, 173
- Emissionsbank 30, 61, 87 f., 90 ff., 94 f., 97 ff., 101 ff., 105 ff., 111 f., 116, 134, 158, 162, 166, 169, 193, 214, 219 f., 230, 234, 259, 265
- Emissionsbegleiter, *siehe* Emissionsbank
- Emissionsbeteiligte, sonstige 138, 140 ff., 152, 162, 178, 233, 265
- Emittent 8 f., 12 f., 56, 61 f., 64, 67, 69, 77, 79, 81, 84, 87, 92, 94, 98, 100, 103, 105 f., 114, 118, 129, 134, 145, 153, 158, 168, 171, 184, 186, 191, 194, 213, 216 ff., 223, 225 f., 230, 244, 258, 259, 264
- Experten 29, 31, 54, 61, 93, 101 ff., 105, 108 ff., 126, 128, 133 f., 138 f., 149, 152, 156, 162 ff., 169, 171, 177, 179, 187, 193, 211 f., 214, 227, 229, 232, 252, 258 f., 261, 265 f., 268
- Fahrlässigkeit 12, 37, 59, 75 ff., 79 f., 99, 117, 130 ff., 167, 178 f., 195, 204, 243, 245 f., 248, 262, 264 f., 267
- Fehlerhaftigkeit 11, 15 f., 185 f.
- Finanzteil 114, 165, 211
- Finanzvorstand 82 f., 184
- Garanten 33 f., 89, 131, 163, 165, 168 f., 171, 177, 180, 195, 228, 244 f.
- Gatekeeper 22, 80, 91 ff., 97 ff., 117 ff., 121, 129, 159, 163, 165 f., 170, 176 f., 258 f., 265 f.
- Gesamtverantwortung 31, 34, 81 f., 206 f., 209, 211 f., 267
- Großaktionär 12, 73, 147, 152, 154 f., 157 ff., 195, 214, 222 f., 230 ff., 234, 236 ff., 240, 244, 266 f.
- Haftung
- Beschränkungen 57, 77, 83 f., 105, 125, 127, 130, 132, 168, 179, 181, 195, 197, 243, 255
  - de lege ferenda 256 ff.
  - de lege lata 197 ff.
- Haftungslücke 110, 116, 257
- hidden information 46, 47, 90
- hot issue markets 42 f., 46
- Informationsasymmetrie 37, 46 ff., 51, 56 f., 69, 95, 114, 170, 172, 263
- Informationseffizienz 39 ff., 263

- Informationsverantwortlichkeit 3, 50, 57 ff., 63, 81, 87, 89, 98, 106, 108, 113, 115, 117, 129, 139, 153 ff., 162, 164, 167, 171, 264 ff.
- Informationsverantwortlichkeit, Kategorien
- Informationsgaranten 58 ff., 87, 89, 113, 117, 140, 163, 264 f.
  - Informationsprüfer 58, 60, 113, 140, 156, 264 f.
  - Informationsträger 42, 48, 58 ff., 81, 87, 104 f., 113, 130, 139, 153 ff., 171, 264, 266
- Initial Public Offering, *siehe* IPO
- Investmentbank 87, 94 f., 97 f., 100, 102 f., 110, 112
- IPO 56, 90, 103, 106, 129, 159
- Kaldor/Hicks-Kriterium 52
- KapInHaG 73, 210 f., 227, 229, 232, 241, 268, 275
- Kapitalanlage 39 f., 47, 58, 102, 174
- Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz, *siehe* KapInHaG
- Konkurrenzregel 16, 229, 245 ff., 252, 254 f., 268
- Konzernmutter 30, 153, 159, 161, 195, 214, 233
- moral hazard 47 f., 90 f., 94
- noise traders 40 f., 44
- Organmitglieder 43, 47, 61, 95, 99, 152, 220, 227, 229, 233, 237 f., 243 f.
- Organwalter 61, 151, 171 f., 175, 179, 226, 261
- Pareto-Kriterium 52
- Preisbildungsmechanismus 18 f., 22, 170, 263
- Primärmarkt 18, 37, 42, 54, 56 f., 63, 68, 74, 79, 90, 130
- Prinzipal-Agent-Konflikt 43, 47
- Prospekt 2 f., 6 ff., 11 f., 14, 18 ff., 26, 28, 29, 31, 33 ff., 46, 53, 56 f., 62, 82, 88 f., 93 f., 103, 105 f., 109, 113, 115, 117 f., 125, 128 f., 133, 137 ff., 142, 148 f., 153, 155 f., 162, 164 ff., 169, 170, 177 f., 183 f., 188 f., 191, 197, 206 ff., 212 ff., 216, 218 ff., 228 ff., 233, 235 f., 238, 244, 252, 256 ff., 263 ff.
- Prospekterstellung 9, 33, 54, 57, 60 f., 72, 81, 89, 98 f., 104, 114 f., 128, 133 f., 137, 139, 141 f., 146, 148 ff., 171, 174, 176, 179, 191, 234, 236, 253, 266
- Prospekthaftung
- bürgerlich-rechtliche im engeren Sinne 16, 30, 32, 36 f., 58, 126, 171, 175, 179, 194, 203 f., 210, 228 f., 239, 245 ff., 255, 264, 268
  - bürgerlich-rechtliche im weiteren Sinne 32, 36, 249, 251 f.
  - spezialgesetzliche 6, 28, 77, 80, 84, 135 f., 209, 256
- Prospektveranlasser 2, 8 f., 12, 30, 140, 142, 213, 215, 229 f., 232, 234 ff., 244, 260, 262, 268
- Prospektverantwortliche 8, 12, 89, 214
- Rechtsanwälte 33, 109 f., 115, 127 f., 133, 191, 193
- Rechtsvergleich 181
- Reputation 34, 72, 80, 92 ff., 98, 100, 103, 112, 119 f., 162 ff., 167 f., 177, 266
- Sachverständige 33, 191
- Schaden 11, 14, 54 ff., 64, 77, 130, 160, 185
- Sekundärmarkt 20 f., 42, 56 f., 63, 68, 130, 170, 185, 190, 263
- signaling 42, 69, 70, 75, 78, 95
- Teilverantwortung 207, 210 f., 214, 232
- Überabschreckung 75, 179, 264
- underpricing 42 f.
- Verjährung 16, 192, 204
- Vermögensanlagenmarkt 3, 5 f., 9 f., 17 f., 20 ff., 24 f., 27, 32, 35 f., 49, 51, 163, 170 ff., 195, 204 f., 211, 214, 225, 228, 230 f., 234, 238, 240, 242 ff., 246, 250, 256, 260, 262 f., 266, 268

- Verschulden 12, 31, 37, 62, 78 f., 80,  
98, 103, 110 f., 130, 167, 178 f., 181,  
188 f., 194, 243, 249
- Versicherung 64, 67, 85 f., 137, 257,  
261
- Vorsatz 12, 37, 75, 79, 84, 98, 130, 167,  
265
- Vorstand 63, 66, 71, 81, 83, 121,  
143 ff., 155, 184
- Wertpapiermarkt 3, 5, 10, 17 f., 20 f.,  
27 ff., 32, 36, 49, 51, 61, 80, 92, 124,  
129, 130 f., 134, 163 ff., 167, 170 ff.,  
175 ff., 195, 205, 225, 235, 239,  
243 f., 256 f., 259, 261 ff., 266
- Wirtschaftsprüfer 33, 56, 102, 109, 111,  
113 f., 116 ff., 121 f., 126 ff.,  
130 ff., 136 f., 177, 183, 191, 193,  
214, 224, 253, 265, 267, 270, 272
- Zweigleisigkeit 27, 36, 263

